



Sturen op het eigen vermogen; het perspectief van woningcorporaties

Johan Conijn

22 februari 2021

finance
ideas

Inhoud

1.	Inleiding	2
2.	Probleemstelling en afbakening	3
3.	Belang van het eigen vermogen	4
4.	Bepaling omvang van het eigen vermogen	5
4.1	Inleiding	5
4.2	Waardering van de woningen	5
4.3	Waardering van de leningen	7
4.4	Tot slot	8
5.	Sturen op eigen vermogen: het perspectief van de toezichthouders	8
5.1	Inleiding	8
5.2	Het financiële beoordelingskader van de toezichthouders	8
5.3	Tot slot	10
6.	Sturen op eigen vermogen: eigen perspectief	10
6.1	Inleiding	10
6.2	Bepaling eigen vermogen	10
6.3	Gewenst niveau van het eigen vermogen	11
6.4	Rendement op het eigen vermogen	12
6.5	Een illustratie	12
7.	Samenvatting	14

1. Inleiding

Veel woningcorporaties worstelen met het lage rendement dat investeringen momenteel opleveren. Het rendement is veelal lager dan het gewenste rendement om de kosten van het ingezette kapitaal te kunnen dekken. De afgelopen jaren is het rendement ook steeds lager geworden. Dit vertaalt zich vervolgens in een stijgende onrendabele top: van een investering wordt een steeds kleiner deel terugverdiend. Dit leidt tot terughoudendheid bij woningcorporaties om te investeren.

Niet investeren is echter geen optie met de grote maatschappelijke behoeften op de woningmarkt, waarvoor een beroep op woningcorporaties wordt gedaan. Mede als gevolg daarvan is er een verschuiving opgetreden van een beoordeling van de investeringen op projectniveau naar een beoordeling op portefeuilleniveau. Het projectrendement is dan niet meer de belangrijkste toetssteen. Als alternatief wordt op portefeuilleniveau bezien of het voorgenomen pakket aan investeringen gedurende de prognoseperiode past binnen het financiële beoordelingskader.¹ De toetsing vindt dan in de praktijk plaats aan de hand van de financiële ratio's van de externe toezichthouders, Autoriteit woningcorporaties (Aw) en Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Het gaat dan met name om de Loan-to-Value (LTV), de Interest Coverage Ratio (ICR) en de Solvabiliteit. Als blijkt dat het voorgenomen pakket investeringen in de prognoseperiode niet leidt tot over- resp. overschrijding van de grenswaarden voor deze ratio's – dat kunnen eigen grenswaarden zijn of die van de toezichthouders – past de uitvoering van dat pakket binnen het financiële beleidskader en is daarmee financieel mogelijk. Een beoordeling van het rendement op projectniveau verschuift naar de achtergrond, of blijft buiten beschouwing.

Op basis van het huidige niveau van de financiële ratio's hebben de meeste woningcorporaties ruimte om extra te lenen, waarmee kan worden geïnvesteerd. Door met leningen meer te investeren, wordt de bestaande ruimte benut en 'verslechteren' de ratio's. Dat roept vervolgens wel de vraag op naar de investeringsmogelijkheden nadat de grenswaarden van de ratio's zijn bereikt. Is met het benutten van de huidige investeringsruimte niet sprake van een 'eenmalige feestje' dat eindigt als de grenzen zijn bereikt? Die vraag is te meer aan de orde omdat het benutten van de huidige investeringsruimte in de praktijk ook gepaard gaat met een daling van het eigen vermogen. Is er dan op termijn nog wel sprake van duurzaam bedrijfsmodel voor woningcorporaties?²

Dit essay bevat een verkenning naar de betekenis van het eigen vermogen voor woningcorporaties. In het bijzonder gaat het om het belang van het eigen vermogen en de wijze waarop de woningcorporatie kan sturen op de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen. Dit is in de volgende paragrafen uitgewerkt. De verkenning zal ook kwantitatief geïllustreerd worden aan de hand van de fictieve woningcorporatie Rentmeester. Rentmeester is een gemiddelde woningcorporatie die de ontwikkelingen voor de corporatiesector goed weergeeft. Het bij de berekeningen gebruikte beleidsscenario komt overeen met dat van Opgaven en Middelen, het landelijke project waarin verkend is of

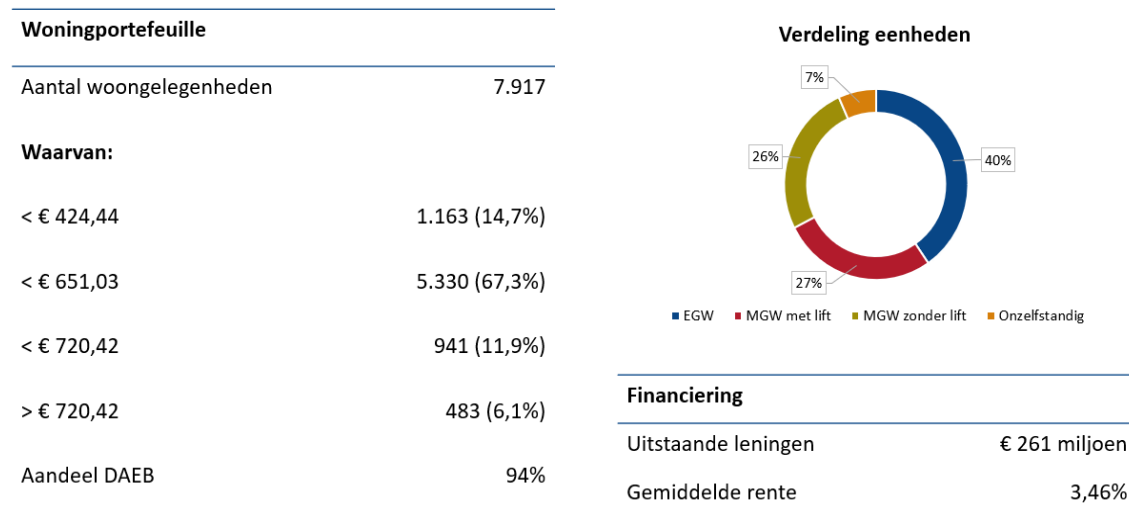
¹ Zie de discussiepaper "Investeringsbeoordelingen", Finance Ideas, februari 2020

² Zie ook Anouk Còrel en Fons Lustenhouwer: "De corporatie als revolverend fonds". Bijdrage aan de discussiedagen sociale huisvesting 2019, 3/4 oktober 2019

woningcorporaties voldoende financiële middelen hebben om de opgaven te kunnen uitvoeren.³ (Zie verder Kader 1).

Kader 1: Woningcorporatie Rentmeester

Rentmeester is een gemiddelde woningcorporatie (ultimo 2018):



Verder komen het voorgenomen beleid en de macro-economische ontwikkelingen overeen met hetgeen is verondersteld in het project Opgaven en Middelen. De omvang en de samenstelling van de investeringen voor Rentmeester is het proportionele deel van het totaal voor de sector. Ook het exploitatiebeleid sluit aan. Aan de hand van Rentmeester kan worden geïllustreerd hoe het eigen vermogen en de financiële ratio's zich ontwikkelen.

³ Ministerie van BZK: "Opgaven en Middelen corporatiesector. Hoofdrapport", juli 2020

2. Probleemstelling en afbakening

Veel woningcorporaties bevinden zich in een situatie dat zij in de toekomst zullen gaan interen op het eigen vermogen. Dit is mede het gevolg van de omvang van de investeringen. Intuïtief zal voor iedereen duidelijk zijn dat dit financieel niet duurzaam kan zijn. Veel woningcorporaties hebben weliswaar de ruimte om het eigen vermogen te laten dalen, maar na verloop van tijd zal een kritische ondergrens worden bereikt. Vanaf dat moment zullen de investeringen noodgedwongen op een veel lager niveau uitkomen.

Kader 2: Investerings en eigen vermogen

Het effect dat investeringen hebben op de omvang van het eigen vermogen is afhankelijk van de omvang van de investeringen en de condities waaronder de investeringen plaats vinden. Naarmate er meer wordt geïnvesteerd en de onrendabele top van de investering groter is, is het negatieve effect op het eigen vermogen ook groter. Of er mede daardoor sprake is van een daling van het eigen vermogen, wordt ook bepaald door de omvang van de operationele kasstroom en de waardeontwikkeling van het bestaande woningbezit. Er is financiële ruimte voor een onrendabel deel van de investeringen. In de praktijk is die ruimte te klein voor de onrendabele toppen van de omvangrijke, benodigde investeringen met als gevolg een daling van het eigen vermogen.

Een dalend eigen vermogen staat op gespannen voet met een belangrijk uitgangspunt dat veel woningcorporaties zouden willen hanteren, te weten instandhouding van het eigen vermogen. Instandhouding van het eigen vermogen past bij het concept 'Rentmeester'. De woningcorporatie is er niet alleen voor de huidige generatie, maar ook voor toekomstige generaties, in lengte van jaren. Vanuit de filosofie van 'Rentmeester' is een dalend eigen vermogen problematisch. Een dalend eigen vermogen holt de financiële positie van de woningcorporatie uit.

Een dalend eigen vermogen bij woningcorporaties roept verschillende vragen op:

- Wat is het belang van het eigen vermogen voor een woningcorporatie?
- Wat is het vermogensbegrip dat het gewenste inzicht oplevert?
- Onder welke voorwaarden is er sprake van een duurzaam bedrijfsmodel?
- Wat is het gewenste niveau van het eigen vermogen?
- Wat is het gewenste rendement op het eigen vermogen?

Het perspectief van waaruit het eigen vermogen van woningcorporaties zal worden gezien, is dat van de continuïteit van de maatschappelijke rol van de woningcorporaties en van de corporatiesector in zijn geheel. De maatschappelijke rol van woningcorporaties om voldoende woningen te verhuren aan de doelgroepen van beleid, woningen die betaalbaar zijn en van voldoende kwaliteit, legt een financiële claim op de corporatiefinanciën. Het vormt een 'liability' die in feite beslag legt op toekomstige verdien capaciteit. In dit verband gaat het om het eigen vermogen dat resteert nadat deze 'liability' is ingerekend. Het gaat om het eigen vermogen dat nodig is om de maatschappelijke rol te kunnen blijven vervullen.

Verder wordt het eigen vermogen gezien vanuit een bedrijfseconomisch perspectief. Het boekhoudkundige onderscheid tussen het gerealiseerde deel van het eigen vermogen en het ongerealiseerde deel (herwaarderingsreserve), blijft buiten beschouwing.⁴ Dit onderscheid is niet relevant voor een analyse die betrekking heeft op de toekomstige financiële continuïteit.

Tot slot is het van belang dat in dit essay weliswaar de focus ligt op de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen, maar dat impliceert allerm minst dat de kasstromen niet van belang zijn. Integendeel. De omvang van het eigen vermogen is gebaseerd op toekomstige kasstromen. Zonder toekomstige kasstromen geen eigen vermogen. Het is echter wel zo dat we niet kunnen volstaan met een analyse van alleen de kasstromen. Vermogenskengetallen, die mede zijn gebaseerd op de waardering van het vastgoed, kunnen niet ontbreken bij een financiële beoordeling van woningcorporaties.

3. Belang van het eigen vermogen

Voordat verschillende vraagstukken met betrekking tot het eigen vermogen van woningcorporaties aan de orde komen, is het goed om kort stil te staan bij het belang van het eigen vermogen. Elke organisatie heeft eigen vermogen nodig om te kunnen functioneren. Het eigen vermogen vervult daarbij verschillende functies. De drie belangrijkste functies zijn:

- *De financieringsfunctie.* Met het eigen vermogen kan geïnvesteerd worden. In de mate dat er eigen vermogen beschikbaar is, is het niet nodig om de woningen met leningen te financieren.
- *De risicoafdekkingsfunctie.* Het eigen vermogen vormt een buffer voor het opvangen van financiële risico's. Dit is met name van belang voor de verstrekkers van leningen, die bij tegenvallers in eerste instantie beschermd zijn.
- *De inkomensfunctie.* In principe levert de inzet van het eigen vermogen rendement op. Dit rendement is inkomen dat vervolgens weer ingezet kan worden.

Met de bijzonder lage rentestand is de financieringsfunctie van het eigen vermogen (tijdelijk) minder van belang. Als kapitaal bijna 'gratis' is, is het aantrekkelijk om vooral met vreemd vermogen te investeren. Met het eigen vermogen worden nagenoeg geen rentelasten meer uitgespaard. Bovendien is er sprake van een sterker hefboomeffect van vreemd vermogen. Door het hefboomeffect komt het verschil tussen het rendement op de investering en de rente op de lening ten goede aan het rendement op het eigen vermogen. De risicoafdekkingsfunctie is echter ook bij een lage rente onverkort van kracht. Ook omdat een mogelijke stijging van de rente een risico vormt.

Deze functies van het eigen vermogen zijn ook voor woningcorporaties van toepassing. De risicoafdekkingsfunctie van het eigen vermogen is er daarbij niet ten behoeve van de financiers van de leningen, maar ten behoeve van het WSW. Doordat het WSW nagenoeg alle

⁴ Dit onderscheid wordt gemaakt bij het opstellen van de jaarrekening. De herwaarderingsreserve is het deel van het eigen vermogen dat het resultaat is van de gerealiseerde waardeinstijging van de woningen.

leningen heeft geborgd, dient bij een woningcorporatie een toereikend eigen vermogen vanuit risico perspectief vooral als zekerheid voor het WSW.

4. Bepaling omvang van het eigen vermogen

4.1 Inleiding

Het eigen vermogen vormt het sluitstuk op de balans van de jaarrekening. De waardering van de andere balansposten bepaalt immers de omvang van het eigen vermogen. Als de activa hoger worden gewaardeerd, neemt het eigen vermogen toe; als de andere passiva hoger worden gewaardeerd, neemt het eigen vermogen af. Bij woningcorporaties zijn met name de waardering van het vastgoed in exploitatie (overwegend woningen) en die van de leningen van belang. Dit impliceert dat een bruikbaar vermogensbegrip in feite betrekking heeft op de bruikbaarheid van de waardering van de woningen en die van de leningen. Beide waarderingsmethoden zullen achtereenvolgens aan de orde komen.

4.2 Waardering van de woningen⁵

Op dit moment zijn bij woningcorporaties beleidsmatig twee waarderingsmethoden van de woningen van belang. De waardering op marktwaarde en die op beleidswaarde. Beide waarderingsmethodieken zijn beschreven in het Handboek marktwaarde woningcorporaties.

De marktwaarde

De marktwaarde van de woningen is een waardering vanuit het perspectief van de belegger die een zo hoog mogelijk rendement nastreeft. Op dit moment wordt deze waardering toegepast bij de jaarrekening van woningcorporaties. De woningen worden in de jaarrekening dus op basis van marktwaarde gewaardeerd. Als gevolg hiervan is de waardering van de woningen relatief hoog. De afgelopen jaren met de sterke stijgingen van de prijzen van koopwoningen en de huurprijzen in de geliberaliseerde sector, is de marktwaarde van de woningen ook jaarlijks sterk gestegen. Dit heeft zich vervolgens gemanifesteerd in een forse toename van het eigen vermogen in de jaarrekening.

Het voorgenomen beleid van een woningcorporatie, met name in de sociale tak⁶ die gemiddeld 95% van de woningcorporatie uitmaakt, is anders dan dat van een belegger. Met name omdat over het algemeen geen markthuren worden gevraagd en de huurwoningen veelal niet worden verkocht, realiseert een woningcorporatie de marktwaarde niet. Het realiseren van de marktwaarde staat immers haaks op het vervullen van de maatschappelijke rol. De marktwaarde is dan ook niet geschikt voor de bepaling van een eigen vermogen gezien vanuit het perspectief van continuïteit van de maatschappelijke rol van woningcorporaties.

De beleidswaarde

Om tegemoet te komen aan de bezwaren van de marktwaarde is de beleidswaarde ontwikkeld. Dit gebeurt met de zogenaamde 'waterval' waarbij met als startpunt de marktwaardering, de veronderstelde kasstromen van de belegger vervangen worden door die van de

⁵ Voor de herkenbaarheid wordt het woord 'woningen' gebruikt, in plaats van vastgoed in exploitatie waar het betrekking op heeft.

⁶ Het gaat hier om de DAEB tak.

woningcorporatie. Aldus ontstaat de beleidswaarde als een aangepaste waarde van de woningen. Deze waardering kan vervolgens ook worden gebruikt om daarmee de omvang en de verandering van het eigen vermogen te bepalen.⁷

Er zijn echter belangrijke tekortkomingen aan de huidige beleidswaarde. Deze tekortkomingen zijn:⁸

- De beleidsconforme kasstromen van de woningcorporatie worden contant gemaakt met de disconteringsvoet (=rendementseis) van de belegger. Deze disconteringsvoet is gebaseerd op het risicoprofiel van de woning voor de belegger. Het risicoprofiel is voor de woningcorporatie lager omdat de woningcorporatie geen markthuren vraagt, hogere kosten heeft en bij de berekening van de beleidswaarde verondersteld wordt dat de woningcorporatie de woningen niet verkoopt. Een lagere disconteringsvoet, die beter past bij het risicoprofiel van de corporatiewoningen leidt tot een hogere beleidswaarde.
- Bij de berekening van de beleidswaarde wordt aangenomen dat er sprake is van een eeuwigdurende exploitatie. Dat de huren tot het oneindige met de inflatie minus 1%-punt stijgen. Dat is niet aannemelijk. De gemaakte veronderstelling van een oneindige exploitatie leidt tot een hogere beleidswaarde. Een bijkomend probleem hierbij is dat de te verwachten verlenging van de levensduur van een woning ten gevolge van ingrijpende woningverbetering niet ingerekend kan worden. Ten opzichte van een oneindige exploitatie is verlenging niet meer mogelijk.
- Woningen zijn onderhevig aan functionele veroudering. De prognose van de beleidswaarde, zoals die momenteel op basis van de Leidraad van Aw en WSW is voorgeschreven, is gebaseerd op een normatieve stijging van de beleidswaarde van het bestaande bezit met een percentage gelijk aan de inflatie minus 1%-punt. Daarmee wordt onvoldoende rekening gehouden met functionele veroudering van woningen. Op basis van verschillende onderzoeken is het aannemelijk dat de functionele veroudering circa 1% van de leegwaarde bedraagt.⁹ Dat komt overeen met circa 2,5% van de beleidswaarde, Wanneer hiermee rekening wordt gehouden is er sprake van een mindere stijging van de beleidswaarde dan inflatie minus 1%-punt.

Deze tekortkomingen leiden ertoe dat ook de beleidswaarde in haar huidige vorm minder geschikt is. Met name het buiten beschouwing laten van functionele veroudering is bezwaarlijk om een goed inzicht te krijgen in de toekomstige ontwikkeling van het eigen vermogen.

4.3 Waardering van de leningen

De wijze waarop de leningen op de balans zijn gewaardeerd is ook medebepalend voor de omvang en ontwikkeling van het eigen vermogen. Momenteel zijn de leningen gewaardeerd op basis van de nominale waarde van de resterende schuld. Dit impliceert dat de waarde van de lening niet wordt beïnvloed door de hoogte van het rentepercentage van de lening. Een lening met een hoog rentepercentage staat voor een gelijke waarde op de balans als een lening,

⁷ Dit is onder meer gedaan in het onderzoek Opgaven en Middelen.

⁸ Zie ook: Johan Conijn, Marc Eggermont en Stan Wetzels: "Duurzaam bedrijfsmodel: een financiële invalshoek". Finance Ideas, 29 april 2020

⁹ Zie hiervoor de verwijzingen in Johan Conijn, Marc Eggermont en Stan Wetzels: "Duurzaam bedrijfsmodel: een financiële invalshoek", p. 12

waarvan de resterende schuld even groot is, maar met een laag rentepercentage. Hierdoor wordt geen rekening gehouden met het feit dat leningen met een hoog rentepercentage zwaarder drukken op het financiële resultaat. Hiervoor kan op twee manieren worden gecorrigeerd:

- De marktwaarde van de leningen biedt een mogelijkheid om te corrigeren voor verschillende rentepercentages. De kasstromen van de lening (rentebetalingen en aflossingen) worden contant gemaakt met de markconforme rentevoet. Leningen met een hoog rentepercentage krijgen zo een hoge waarde, waardoor het eigen vermogen lager uitkomt. Voor leningen met een laag rentepercentage geldt het omgekeerde. Het WSW gebruikt de marktwaarde van de leningen bij het bepalen van de discontinuïteitsratio.
- Via de rentabiliteitswaardecorrectie van de leningen kan ook rekening worden gehouden met uiteenlopende rentepercentages. Deze aanpak werd in het verleden toegepast toen de bedrijfswaarde nog centraal stond. Bij de rentabiliteitswaardecorrectie is de disconteringsvoet van de kasstromen van de lening niet marktconform, maar deze is gebaseerd op een bij de corporatiesector passende disconteringsvoet.

Welke van beide methoden voor het waarderen van leningen wordt gebruikt, is mede afhankelijk van het doel waarvoor de waardering wordt uitgevoerd. De marktwaardering van de leningen is zinvol in een faillissementsscenario van de woningcorporatie. Bezien vanuit de continuïteit van de corporatie biedt de marktwaarde weinig inzicht. Wanneer een corporatie specifieke disconteringsvoet wordt gebruikt bij de waardering van de leningen en bovendien ook bij de woningen, ontstaat een samenhangend bouwwerk. Alle kasstromen, zowel die van de leningen als die van de woningen, worden dan met de dezelfde disconteringsvoet contant gemaakt. Het effect van andere balansposten buiten beschouwing latend, is het verwachte rendement van het eigen vermogen dan gelijk aan deze corporatie specifieke disconteringsvoet. Dit draagt bij aan het inzicht.

4.4 Tot slot

Momenteel is het voor woningcorporaties lastig om goed inzicht te hebben in de omvang en in de ontwikkeling van het eigen vermogen. Dit is het gevolg van het feit dat zowel aan de huidige waardering van de woningen als aan die van de leningen problematische kanten zitten. Voor woningcorporaties die het van belang vinden om (mede) te sturen op het eigen vermogen, is dit bezwaarlijk. Het zou goed zijn als de waardering van de woningen en die van de leningen worden aangepast. Ondertussen zullen woningcorporaties noodgedwongen met de huidige tekortkomingen moeten werken waardoor het beeld van de toekomst onzuiver is.

5. Sturen op eigen vermogen: het perspectief van de toezichthouders

5.1 Inleiding

In het voorafgaande is aan de orde gekomen dat de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen voor een woningcorporatie van belang is. Dat impliceert dat omvang en ontwikkeling van het eigen vermogen object van beleid zouden moeten zijn. De consequentie is dat er actief op gestuurd wordt. De vraag is dan op welke wijze dat kan worden uitgevoerd.

In deze paragraaf komt eerst de gebruikelijke benadering aan bod, waarbij impliciet wordt gestuurd op het eigen vermogen via de financiële ratio's van de toezichthouders. Dit is het perspectief van de toezichthouders.

5.2 Het financiële beoordelingskader van de toezichthouders

Veelal hanteren woningcorporaties het financiële beoordelingskader van de Autoriteit woningcorporaties (Aw) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) als een veelal impliciete en indirecte manier om te sturen op de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen. Bezien vanuit de continuïteit van de maatschappelijke rol van de woningcorporaties zijn er twee ratio's uit dat beoordelingskader, die een relatie hebben met het eigen vermogen:

- Loan to Value (LTV). De LTV is gelijk aan de nominale waarde van de leningen gedeeld door de beleidswaarde van de woningen. Volgens de normen van Aw en WSW mag de LTV van de sociale tak van de woningcorporatie maximaal 85% zijn.
- Solvabiliteit. De solvabiliteit is gelijk aan het eigen vermogen gedeeld door het balanstotaal, waarbij de woningen op basis van de beleidswaarde zijn gewaardeerd. Volgens de normen van Aw en WSW mag de Solvabiliteit van de sociale tak van de woningcorporatie niet lager dan 15% zijn.

Het eigen vermogen dat samenhangt met deze ratio's is het eigen vermogen op basis van de huidige beleidswaarde en de nominale waarde van de leningen. De kanttekeningen die hierbij in het vorige hoofdstuk zijn geplaatst, zijn onverminderd van toepassing, maar blijven nu buiten beschouwing.

In een vereenvoudigde balans kan de omvang van het eigen vermogen afgeleid worden uit deze ratio's. Hierbij wordt voor het inzicht verondersteld dat aan de actiefzijde van de balans alleen de waarde van de woningen staat en aan de passiefzijde van de balans alleen de waarde van de leningen en het eigen vermogen. In deze situatie geldt dat:

$$\text{Waarde woningen} = \text{Eigen vermogen} + \text{Waarde leningen}$$

Een LTV van 85% en een Solvabiliteit van 15% komen dan met elkaar overeen. Beide ratio's impliceren dan een eigen vermogen van 15% van het balanstotaal en meten in deze vereenvoudigde context dus hetzelfde.

Woningcorporaties sturen over het algemeen op bedrijfsniveau op een gewenst niveau en gewenste ontwikkeling van de LTV en de Interest Coverage Ratio (ICR). In dit verband blijft de ICR, die betrekking heeft op de kasstromen, verder buiten beschouwing. Bij de meeste woningcorporaties is er nog ruimte om de LTV, zo daar voor wordt gekozen, te laten stijgen tot de grenswaarde van 85%. Bij een stijgende LTV zal automatisch de Solvabiliteit dalen. Die ruimte is er ook.¹⁰ In dit verband richten we ons op de daling van de Solvabiliteit. Een daling van de Solvabiliteit kan langs twee wegen tot stand komen:

- Een stijging van de leningportefeuille

¹⁰ De grenswaarde van de LTV wordt over het algemeen eerder bereikt dan die van de Solvabiliteit vanwege andere balansposten dan woningen en leningen.

- Een daling van het eigen vermogen

In het eerste geval vindt een groei plaats van de activiteiten van de woningcorporatie door extra te lenen; in het tweede geval daalt de solvabiliteit door in te teren op het eigen vermogen. In de praktijk is bij een dalende Solvabiliteit sprake van een mengvorm: zowel het één als het ander. Woningcorporaties lenen meer, maar daarmee gaat ook een daling van het eigen vermogen gepaard omdat de leningen worden aangewend voor onrendabele investeringen. Vanuit het perspectief dat het ook zinvol is om te sturen op het eigen vermogen, is het uiteraard wel van belang inzicht te hebben in welke mate de Solvabiliteit daalt door stijging van de leningportefeuille (=groei) of door daling van het eigen vermogen (=krimp). Hoe de verhouding kan zijn tussen 'groei' en 'krimp' is aan de hand van de doorrekening van woningcorporatie Rentmeester geïllustreerd (Zie Kader 3).

Kader 3: Decompositie van de daling Solvabiliteit

De doorrekening van woningcorporatie Rentmeester is gebaseerd op dezelfde veronderstellingen als waarmee in Opgaven en Middelen de doorrekening voor de sector is uitgevoerd. De onderstaande uitkomsten hebben betrekking op de DAEB tak voor de periode 2019 – 2035.

	2019	2035	mutatie
Solvabiliteit	47%	15%	- 32%-punt
Eigen vermogen	€ 282 mln	€ 117 mln	- 59%
Leningen	€ 291 mln	€ 614 mln	+ 110%
Balanstotaal	€ 596 mln	€ 754 mln	+ 27%

De tabel laat zien dat in 2035 de norm voor de solvabiliteit van 15% is bereikt, waarna er niet meer geborgd kan worden geleend. De tabel laat zien dat de verslechtering van de Solvabiliteit globaal voor 2/3 wordt veroorzaakt door de nominale groei van de leningportefeuille en voor 1/3 door de nominale daling van het eigen vermogen.

Op basis van de huidige opgaven van de sector en de condities waaronder de opgaven gerealiseerd moet worden, is er een forse daling van de Solvabiliteit tot het minimale niveau van 15% in 2035. Deze daling kan voor circa 2/3 op conto van een stijgende leningportefeuille en voor 1/3 op conto van een dalend eigen vermogen worden geschreven. Als het eigen vermogen jaarlijks met 2,5% zou zijn gestegen, gelijk aan de stijging van de bouwkosten, zou de Solvabiliteit in 2035 zijn uitgekomen op 40%. Dan was er nog voldoende ruimte geweest om nog geborgde leningen aan te trekken voor investeringen na 2035.

5.3 Tot slot

De financiële beoordeling van woningcorporaties door de externe toezichthouders vindt plaats aan de hand van de financiële ratio's waaronder de LTV en de Solvabiliteit. Ook in het eigen financiële sturingskader van de meeste woningcorporaties staan deze ratio's centraal. Hiermee blijft de ontwikkeling van het eigen vermogen, zowel bij de toezichthouders als bij woningcorporaties echter buiten beschouwing. Het feit dat in de praktijk de daling van de financiële ratio's mede het gevolg is van een daling van het eigen vermogen, onttrekt deze zich

zo aan het zicht. Voor de financiële continuïteit van corporaties is het van belang niet alleen op de ontwikkeling van de financiële ratio's te letten, maar ook om acht te slaan op de ontwikkeling van het eigen vermogen. Het maakt veel uit of de ratio's verslechteren door meer te lenen, of het gevolg zijn van een daling van het eigen vermogen.

6. Sturen op eigen vermogen: eigen perspectief

6.1 Inleiding

Uit het voorafgaande kan worden geconcludeerd dat een financiële sturing op portefeuilleniveau op basis van de gangbare financiële ratio's niet toereikend is. In ieder geval voor de woningcorporaties die de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen ook van belang achten. Het is dan ook nodig expliciet te sturen op de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen. Een expliciete sturing op het eigen vermogen vindt plaats door omvang en ontwikkeling van het eigen vermogen onderdeel te laten zijn van het financieel sturingskader. De wijze waarop sturing op het eigen vermogen vanuit het perspectief van de woningcorporatie vorm gegeven kan worden, zal in deze paragraaf worden verkend. Hierbij zullen verschillende aspecten aan bod komen:

- Wat is een passende wijze waarop het eigen vermogen bepaald dient te worden?
- Wat is het gewenste niveau van het eigen vermogen?
- Wat is de gewenste rendement (= groeivoet) van het eigen vermogen?
- Hoe verhoudt zich de gewenste groeivoet van het eigen vermogen zich tot de feitelijke groeivoet van het eigen vermogen?

6.2 Bepaling eigen vermogen

In het voorafgaande is dit aspect al uitgebreid beschreven. Vanuit het perspectief van de continuïtering van de maatschappelijke rol dient de waardering van de woningen en die van de leningen, die bepalend zijn voor de omvang van het eigen vermogen, aan te sluiten bij de kasstromen van de woningcorporatie.

Voor de waardering van de woningen is de marktwaarde dan niet geschikt. Van de beleidswaarde is geconstateerd dat er enkele tekortkomingen aan de beleidswaarde zijn waardoor ook deze waardering tekort schiet. Om tot een betere beleidswaarde te komen, zouden de volgende aanpassingen te overwegen zijn:

- De marktconforme disconteringsvoet zou vervangen kunnen worden door de corporatie specifieke disconteringsvoet. Het is de vraag of het zinvol is om deze disconteringsvoet te differentiëren tussen woningcorporaties. De differentiatie in de marktconforme disconteringsvoet, die af te leiden is van de marktwaardering van corporatiewoningen, is daarvoor in ieder geval niet geschikt. Het risico van een woningcorporatie is immers anders dan dat van een belegger. Een uniforme corporatie specifieke disconteringsvoet zou kunnen volstaan.
- De fictie van een oneindige levensduur zou losgelaten kunnen worden. Deze fictie heeft onder meer tot gevolg dat een renovatie, resp. woningverbetering amper tot

geen extra beleidswaarde oplevert omdat de gerealiseerde levensduurverlenging van de woning in de rekensystematiek niet tot uitdrukking komt.

- De functionele veroudering zou meer dan nu het geval is, bij de prognose van de beleidswaarde meegenomen kunnen worden. Ook woningen die technisch goed worden onderhouden, verouderen. De woningen sluiten na verloop van decennia niet meer aan bij de woonvoorkeuren van veranderende doelgroepen. De functionele veroudering die na verloop van tijd tot renovatie, resp. woningverbetering leidt, dan wel tot sloop, vertaalt zich bij bestaande woningen in een mindere stijging, dan wel tot een daling van de beleidswaarde.

Deze aanpassingen zouden verder uitgewerkt kunnen worden zodat woningcorporaties over een beter bruikbare beleidswaarde kunnen beschikken.

De waardering van de leningen zou ook beter bruikbaar gemaakt kunnen worden door de nominale waarde van de leningen te vervangen door een waardering waarbij ook de hoogte van de rente een rol speelt. Dure leningen kosten immers meer dan goedkope leningen. Het komt het inzicht ten goede als dat ook doorwerkt in de hoogte van het eigen vermogen. Door de kasstromen contant te maken met een corporatie specifieke disconteringsvoet zou een beter bruikbare waardering voor de leningen kunnen ontstaan. Ten opzichte van de nominale waarde van de leningen is er dan een rentabiliteitscorrectie: opwaarts bij relatief dure leningen, en neerwaarts bij relatief goedkope leningen.

Deze aangepaste waardering van de woningen en die van de leningen resulteren in een bepaling van het eigen vermogen die beter zou kunnen aansluiten bij hetgeen waaraan woningcorporaties behoefte hebben. Er ontstaat een beter inzicht in de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen.

6.3 Gewenst niveau van het eigen vermogen

Bij het sturen op de ontwikkeling van het eigen vermogen, is het lastigste vraagstuk wat het gewenste niveau van het eigen vermogen is. Is het huidige niveau van het eigen vermogen het gewenste niveau? Als dat zo is, zal blijken dat de investeringsruimte onder de huidige investeringscondities (zeer) beperkt is. Amper, of niet meer investeren zal op groot onbegrip stuiten bij de belanghouders. En wellicht is er ruimte om het eigen vermogen te laten afnemen. Maar waar ligt dan de ondergrens?

Bezien vanuit het duurzaam bedrijfsmodel zijn de volgende bouwstenen belangrijk voor het bepalen van het gewenste niveau van het eigen vermogen:

- In de eerste plaats het structurele niveau van het woningaanbod, zowel vanuit kwantitatief als kwalitatief oogpunt. Dit vertaalt zich financieel in een structureel niveau van de activa op de balans.
- Vervolgens de, op de lange termijn gewenste verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Hierbij spelen de eerder genoemde functies van het eigen vermogen een rol. Het structurele niveau van de rente is hiervoor medebepalend.
- Tot slot, het structurele niveau van de onrendabele toppen bij de investeringen. Deze onrendabele toppen zullen immers gedekt moeten worden uit de operationele

kasstroom van de woningcorporatie. Naarmate de omvang van de onrendabele toppen groter zijn, is een hoger niveau van eigen vermogen nodig.

Deze bouwstenen geven een richting aan op welke wijze het gewenste niveau van het eigen vermogen bepaald zou kunnen worden. De noodzaak dat dit verder wordt geoperationaliseerd, is evident. Een duurzaam bedrijfsmodel vereist een uitwerking van het gewenste niveau van het eigen vermogen.

6.4 Rendement op het eigen vermogen

Aannemende dat het feitelijke niveau van het eigen vermogen overeenstemt met het gewenste niveau, dan is de gewenste ontwikkeling van het eigen vermogen – het rendement op het eigen vermogen – het laatste aspect dat van belang is. Op zich is dit de gemakkelijkst te beantwoorden vraag. Als het eigen vermogen zich op het gewenste niveau bevindt, dan is het van belang dat het eigen vermogen zijn koopkracht behoudt. Zou dat niet het geval zijn en het rendement van het eigen vermogen zou onvoldoende zijn voor het behoud van de koopkracht, dan vindt er in reële termen een daling van het eigen vermogen plaats. Hierdoor daalt het eigen vermogen onder het gewenste niveau.

Behoud van de koopkracht van het eigen vermogen impliceert dat het eigen vermogen dient toe te nemen met de structurele prijsstijging van het ‘product’ dat voor de woningcorporatie relevant is. Het gaat dan om ‘bouwproducten’. Als het structurele niveau van de stijging van de bouwkosten wordt al langere tijd 2,5% aan gehouden. Uitgaande van dat stijgingspercentage zou het rendement op het eigen vermogen ook minimaal 2,5% dienen te zijn, met mogelijk nog een opslag voor risico’s. Dat is niet meteen nodig. Woningcorporaties kunnen ervoor kiezen een aantal jaren een lagere stijging of daling van het eigen vermogen te accepteren. Op termijn zal echter een structureel rendement van 2,5% nodig zijn om een duurzaam bedrijfsmodel te hebben.

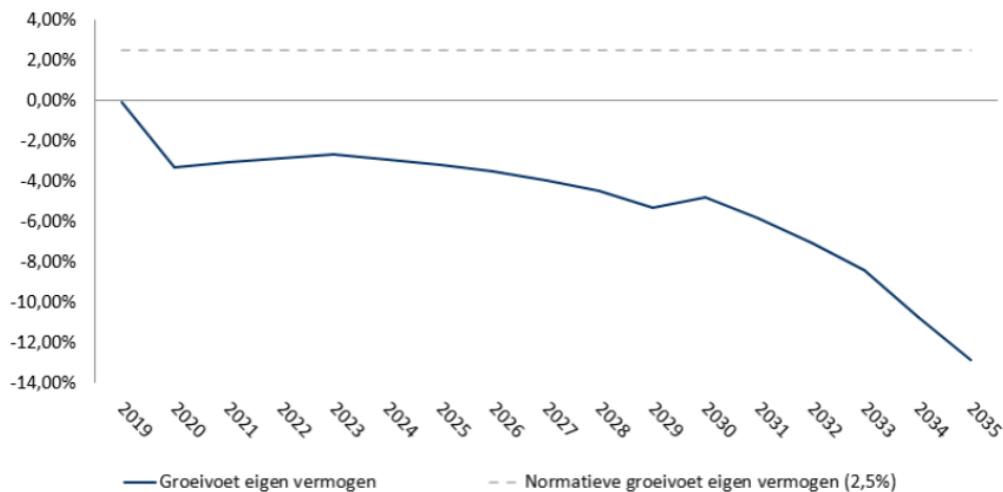
6.5 Een illustratie

Tot slot van de paragraaf een kwantitatieve illustratie van het verloop van het eigen vermogen bij woningcorporatie Rentmeester.¹¹ Dit gebeurt aan de hand van twee figuren.

Figuur 1 geeft het jaarlijkse rendement van deze gemiddelde woningcorporatie wanneer het beleidsscenario van Opgaven en Middelen wordt uitgevoerd. Het is duidelijk dat het rendement op het eigen vermogen fors negatief is en ver achterblijft bij de gewenste groeivoet van 2,5% per jaar. Na verloop van tijd wordt de feitelijke groeivoet van het eigen vermogen bovendien steeds negatiever.

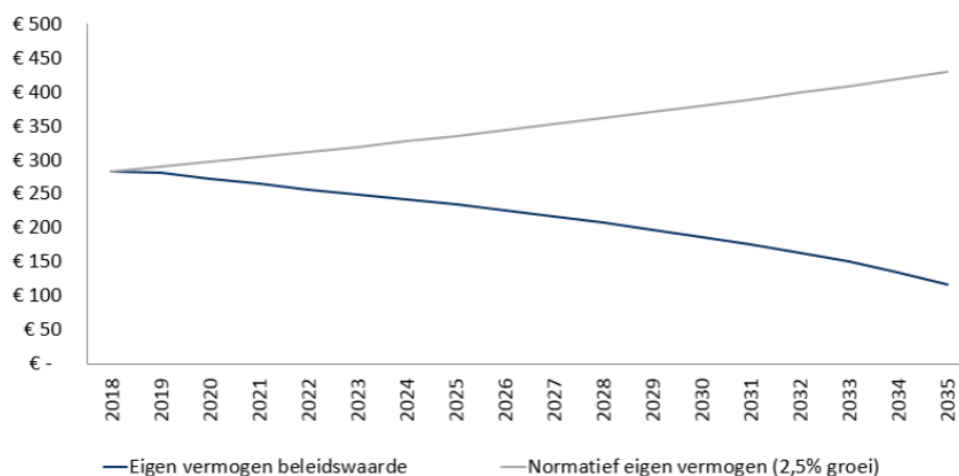
Figuur 1: De jaarlijkse groeivoet van het eigen vermogen ten opzichte van de gewenste groeivoet, beleidsscenario Opgaven en Middelen, in procenten

¹¹ De berekeningen zijn uitgevoerd met het Corporatie PrognoseModel van Finance Ideas.



De volgende figuur geeft het verloop van het eigen vermogen weer dat een gevolg is van het jaarlijks negatieve rendement. Het eigen vermogen daalt bij uitvoering van het beleidsscenario Opgaven en Middelen sterk. De kloof met het gewenste niveau, waarbij wordt verondersteld dat het huidige niveau met 2,5% zou moeten stijgen, neemt erg sterk toe. Er is niet sprake van een duurzaam bedrijfsmodel.

Figuur 2: De omvang van het eigen vermogen ten opzichte van het normatieve niveau, beleidsscenario Opgaven en Middelen, in mln. euro's



7. Samenvatting

In dit essay is verkend welke eisen een duurzaam bedrijfsmodel stelt aan de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen. Die verkenning is actueel en relevant omdat de meeste woningcorporaties geconfronteerd worden met een dalend eigen vermogen. Dat is een ongemakkelijke situatie en roept de vraag op hoe lang dat goed kan gaan. De belangrijkste bevindingen zijn:

- Het te hanteren vermogensbegrip zou moeten aansluiten bij de maatschappelijke rol van de woningcorporaties. Dit impliceert dat de marktwaarde van woningen als waarderingsgrondslag voor dat doel niet geschikt is.

- De omvang van het eigen vermogen wordt bepaald door de waardering van de woningen en die van de leningen. De beleidswaarde die gebruikt zou kunnen worden voor de waardering van de woningen, vertoont verschillende tekortkomingen, waarvan de belangrijkste is dat met functionele veroudering te weinig rekening wordt gehouden. Op de balans worden de leningen momenteel nominaal gewaardeerd. Het zou meer inzicht geven in de omvang van het eigen vermogen als de leningen zouden worden gewaardeerd op basis van de contante waarde van de rentebetalingen en de aflossingen met een corporatie specifieke disconteringsvoet.
- Als toezichthouders en woningcorporaties zich bij de beoordeling van de financiële ontwikkelingen richten op de financiële ratio's, waarbij het in dit verband met name gaat om de LTV en de Solvabiliteit, dan blijft buiten beeld dat onder de huidige omstandigheden het eigen vermogen de komende jaren sterk zal gaan dalen. Het is van belang om inzicht te hebben in de oorzaak van een daling van de Solvabiliteit. Of de daling het gevolg is van meer leningen (=groei) of het gevolg is van een daling van het eigen vermogen (=krimp) is van groot belang
- Sturen op de omvang en de ontwikkeling van het eigen vermogen vereist een opvatting over het structureel gewenste niveau van het eigen vermogen. Veel woningcorporaties zijn van mening dat ze de financiële ruimte hebben om het eigen vermogen te laten afnemen. De vraag is dan wel waar de ondergrens ligt. Er zijn enkele bouwstenen geformuleerd om het structureel gewenste niveau van het eigen vermogen te bepalen. Deze bouwstenen behoeven verdere operationalisering.
- Aannemende dat het eigen vermogen zich op het gewenste niveau bevindt, dan vereist het behoud van de koopkracht van het eigen vermogen dat het rendement op het eigen vermogen gelijk is aan structurele stijging van de bouwkosten, die momenteel op 2,5% wordt geraamd.
- Een kwantitatieve illustratie met de fictieve woningcorporatie Rentmeester, die een gemiddelde woningcorporatie is, laat zien dat onder de huidige investeringscondities het rendement op het eigen vermogen negatief is. Er is een groot verschil tussen het op termijn gewenste rendement van 2,5% en het huidige rendement. Dit bedreigt de continuïteit van de woningcorporaties.
- Het is niet reëel te verwachten dat een daling van het eigen vermogen op korte termijn omgebogen kan worden naar een jaarlijkse stijging van 2,5%. Het vergt tijd voordat onderkend wordt dat er bij een dalend eigen vermogen niet sprake is van een duurzaam bedrijfsmodel. Er is draagvlak nodig om de benodigde aanpassingen te kunnen realiseren. De 'wissels' dienen te worden omgezet. Ten behoeve van het draagvlak, dat het (op termijn) nodig is de wissels om te zetten, is het van belang dat woningcorporaties veel explicieter communiceren over de ontwikkeling van het eigen vermogen. Niet het eigen vermogen op basis van marktwaarde, maar het eigen vermogen op basis van een (aangepaste) beleidswaarde en rentabiliteitswaarde van de leningen.



Finance Ideas B.V.

Weg der Verenigde Naties 1

3527 KT Utrecht

Telefoon: 030 - 232 0480

info@finance-ideas.nl