

Investerings- capaciteit woningcorporaties

Een verkenning naar de mogelijkheden in het
licht van de maatschappelijke opgave

eib

Economisch Instituut
voor de Bouw

Het auteursrecht voor de inhoud berust geheel bij de Stichting Economisch Instituut voor de Bouw. Overnemen van de inhoud (of delen daarvan) is uitsluitend toegestaan met schriftelijke toestemming van het EIB. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen en dergelijke, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld.

November 2019

Investerings- capaciteit woningcorporaties

Een verkenning naar de mogelijkheden in
het licht van de maatschappelijke opgave

Nicole van Egmond-Smit
Jeffrey Kok
Rafaël Saitua Nistal

Inhoudsopgave

Conclusies op hoofdlijnen	5
1 Inleiding	13
2 De corporatiesector in Nederland	15
2.1 Woningvoorraad corporaties	15
2.2 Beleid, wet- en regelgeving	16
2.3 Toezicht op de corporatiesector	19
3 De huidige investeringscapaciteit van corporaties	21
3.1 Waardebegrippen	21
3.2 Vier financiële ratio's	23
3.3 Indicatieve bestedingsruimte	25
4 Verdiepende analyse vermogenspositie corporaties	29
4.1 Uitgangspunten beleidswaarde berekening	29
4.2 Maatschappelijk Economische Waarde (MEW)	32
5 Investeringscapaciteit en verduurzaming	35
5.1 Duurzaamheidsinvesteringen en besparingen	35
5.2 Alternatieven voor corporaties met slechte investeringspositie	37
Bijlage A Waardebegrippen	39

Conclusies op hoofdlijnen

De woningcorporaties staan voor grote maatschappelijke opgaven in de komende jaren. Met 2,2 miljoen zelfstandige huurwoningen bezitten corporaties een aanzienlijk deel van de in totaal 7,8 miljoen woningen in Nederland. Doordat corporaties grote aantallen huizen tegelijk kunnen verduurzamen, zijn ze benoemd als startmotor voor de verduurzaming van de woningvoorraad. Corporaties hebben afgesproken dat het bezit in 2030 gemiddeld een energielabel A heeft. Voor corporaties komt deze verduurzamingsopgave bij de al bestaande opgaven op het gebied van huisvesting en betaalbaarheid. Hierdoor wordt van corporaties veel gevraagd in de komende jaren en zijn er geluiden dat corporaties hiervoor onvoldoende investeringsruimte hebben. In deze studie wordt gekeken hoe het feitelijk met de investeringscapaciteit van de corporaties is gesteld, welke rol het toezichtkader hierbij speelt en hoe een en ander zich verhoudt tot de verduurzamingsopgave waar de corporatiesector voor aan de lat staat.

Investeringscapaciteit

In de woningwet is bepaald dat elk jaar de indicatieve investeringscapaciteit per corporatie moet worden berekend. In hoeverre corporaties nog ruimte hebben om extra investeringen te doen hangt in belangrijke mate af van de mogelijkheden die zij hebben om leningen aan te trekken. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) bepaalt (voornamelijk) op basis van vier onderstaande ratio's of corporaties nog extra mogen lenen.

- Loan-To-Value ratio (LTV) maximaal 75% (uitstaande leningen/beleidswaarde¹)
- Solvabiliteitsratio minimaal 20% (eigen vermogen op basis van volkshuisvestelijke bestemming/totaal vermogen)
- Dekkingsratio maximaal 70% (uitstaande leningen/marktwaarde in verhuurde staat van het bezit)
- Interest Coverage Ratio (ICR) minimaal 1,4 (operationele kasstroom/rente uitgaven)

Corporaties in de sociale DAEB-tak (Diensten van Algemeen Economisch Belang) hebben volgens berekeningen van Ortec² uit 2019 in de periode 2020-2023 ruimte om € 23 miljard extra te investeren in woningverbetering óf € 29 miljard extra te investeren in nieuwbouw boven op de al bestaande plannen. Extra investeringen in woningverbetering leiden dus tot minder investeringsruimte voor nieuwbouw en vice versa.

De LTV-ratio is met afstand de belangrijkste restrictie op de investeringscapaciteit

Uit het onderzoek van Ortec komt naar voren dat 43 van de ruim 300 corporaties tot en met 2023 geen additionele investeringscapaciteit hebben. Deze corporaties overschrijden één of meerdere ratio's in de periode 2020-2023. De overige corporaties hebben wel ruimte om te investeren, maar lopen uiteindelijk allemaal tegen een limiet aan. Ruim 80% van de corporaties zijn het meest in investeringscapaciteit beperkt door de LTV-ratio, daarna volgt op afstand de ICR als restrictie en dit meestal in combinatie met de LTV-ratio. De overige ratio's leveren nauwelijks restricties op voor de investeringscapaciteit van de corporaties.

Bij de LTV-ratio draait het om de netto leningen ten opzichte van de beleidswaarde. Corporaties hadden circa € 81 miljard aan leningen uitstaan in 2017. Voor de LTV-ratio moeten de interne leningen (van DAEB naar niet-DAEB) niet worden meegenomen om op de netto positie uit te komen. De interne leningen bedroegen € 12 miljard in 2017, waardoor de netto leningspositie

¹ Tot 2019 werd de bedrijfswaarde gebruikt. De beleidswaarde is vergelijkbaar met de bedrijfswaarde, maar de beleidswaarde is gemiddeld 5% hoger dan de bedrijfswaarde. De beleidswaarde van het DAEB-bezit is circa € 115 miljard ten opzichte van € 109 miljard bij de bedrijfswaarde.

² Van 't Hek, M., Ravesloot, C., van der Goes, E., (2019), Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2018, Amsterdam, Ortec.

uitkomt op € 69 miljard. De beleidswaarde van de DAEB-tak is gewaardeerd op € 127 miljard³. De gemiddelde LTV-ratio voor de totale sector is hiermee 54%, waardoor een flink aantal individuele corporaties niet ver verwijderd is van de norm die ligt bij een LTV van maximaal 75%.

Hoewel inmiddels de IBW 2019 is gepubliceerd, zijn de achterliggende gegevens uit de prognose informatie van 2018 (dPi2018) nog niet beschikbaar. Voor corporaties wordt daarom op individueel niveau gerekend met de prognose informatie van 2017 (dPi2017)⁴. De relatieve verdeling zal beperkt worden beïnvloed door de nieuwe prognose. In tabel 1 wordt de onderverdeling gegeven van de corporaties in relatie tot de LTV-norm. Uit de tabel kan worden afgeleid dat 21 corporaties in het geheel geen ruimte hebben om additionele leningen aan te gaan als gevolg van de LTV-norm. Voor nog eens 39 corporaties geldt dat zij ook al dicht tegen de grens aan zitten. Voor nog eens 89 corporaties geldt dat zij nog wel ruimte hebben, maar na verloop van tijd ook tegen restricties kunnen oplopen als het ambitieniveau moet worden opgevoerd. De corporaties met een LTV-ratio boven de 60% bezitten gezamenlijk 1,6 miljoen van het totaal van 2,1 miljoen zelfstandige huurwoningen in de DAEB-tak.

Tabel 1 Onderverdeling LTV-ratio in aantal corporaties en aantal zelfstandige huurwoningen in de DAEB-tak in 2017¹

LTV-ratio	Aantal corporaties	Aantal zelfstandige huurwoningen
>75%	21	260.000
70%-75%	39	390.000
60%-70%	89	680.000
<60%	171	750.000
Totaal	320	2.080.000

¹ Deze ratio's zijn gebaseerd op de bedrijfswaarde, omdat de beleidswaarde per corporatie nog niet beschikbaar is

Bron: dPi 2017, bewerking EIB

Sleutelrol voor investeringscapaciteit ligt bij de waardering van het bezit

De LTV-ratio is vanuit het toezicht een belangrijke factor voor de investeringscapaciteit van corporaties. De waardering van het corporatiebezit speelt hierin een sleutelrol. Hierbij worden drie verschillende waardebegrippen gehanteerd.

Het eerste begrip is de **marktwaarde in onverhuurde staat**. Dit is de waarde van het bezit zonder huurder bij verkoop aan particulieren of beleggers en komt overeen met de WOZ-waarde. Dit begrip is vooral van belang voor de verhuurderheffing die corporaties moeten betalen. De marktwaarde in onverhuurde staat is gemiddeld € 155.500 per zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak (figuur 1).

Het tweede begrip is de **marktwaarde in verhuurde staat**. Voor woningen in de vrije sector is er vaak maar een beperkt verschil tussen de marktwaarde in onverhuurde staat en de marktwaarde in verhuurde staat, maar bij sociale huurwoningen is het contrast aanzienlijk groter. Dit heeft te maken met de lagere contractuele huur en de contractuele beperkingen die sociale huurwoningen hebben ten opzichte van de vrije sector, waarbij ook de verhuurderheffing een rol speelt. De marktwaarde in verhuurde staat wordt gewaardeerd op gemiddeld

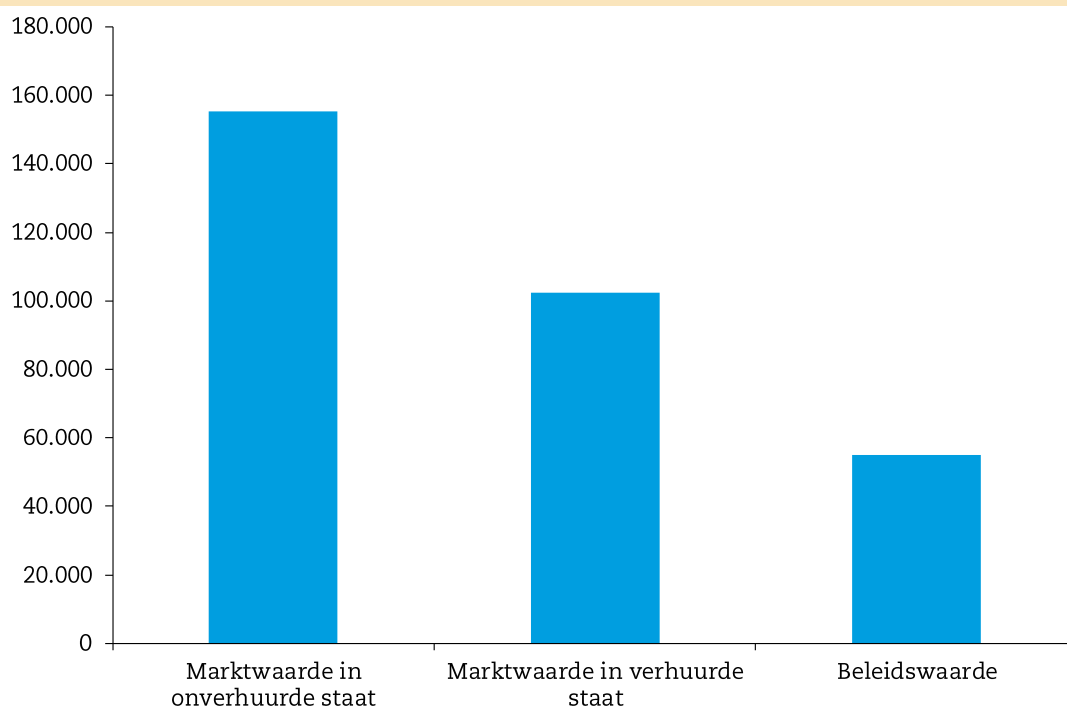
³ Van 't Hek, M., Ravesloot, C., van der Goes, E., (2019), Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2018, Amsterdam, Ortec.

⁴ De verdeling in dPi2017 is nog gebaseerd op het oude begrip bedrijfswaarde en waar het beleidswaarde per corporatie betreft, gaat om de bedrijfswaardeverdeling per corporatie. Gegevens over de beleidswaarde zijn nu nog alleen beschikbaar op sectorniveau.

€ 100.000 per zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak. Deze waarde wordt bepaald door een taxateur of modelmatig aan de hand van het handboek marktwaardering⁵.

De marktwaarde in verhuurde staat gaat er vanuit dat een woning door een marktpartij wordt beheerd. Corporaties hebben een bredere maatschappelijke taak en besteden ook meer aan onderhoud en beheer dan marktpartijen. Ook speelt een staartje van de verhuurderheffing hier nog een rol. Om te corrigeren voor deze hogere kosten, wordt de marktwaarde in verhuurde staat nader vertaald naar de **beleidswaarde**. Bij de beleidswaarde rekenen corporaties op dezelfde manier als bij de marktwaarde in verhuurde staat, maar dan met maatschappelijke kasstromen. De beleidswaarde komt uit op circa € 55.000 per zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak. We zien dat op deze wijze een woning met een vrije marktwaarde van ongeveer € 155.000, vanuit het toezicht moet worden gewaardeerd op ongeveer een derde van deze waarde, ofwel dat twee derde moet worden afgeboekt. Vervolgens kan door de LTV-ratio tot maar 75% van deze beleidswaarde worden geleend. Zo daalt de toegestane financiering tot ongeveer € 41.000 voor een woning met een vrije marktwaarde van ongeveer € 155.000.

Figuur 1 Marktwaarde in onverhuurde en verhuurde staat en beleidswaarde van een gemiddelde zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak van corporaties, 2017



Bron: EIB

Beleidswaarde: zeer hoge discontovoet niet in lijn met andere activiteiten in de economie

Bij de beleidswaarde wordt terecht gecorrigeerd voor het feit dat corporaties relatief lagere huren hanteren en hogere kosten hebben in vergelijking met marktpartijen. Dit leidt ertoe dat het bezit duidelijk lager moet worden gewaardeerd dan het bezit van marktpartijen. Wat echter sterk opvalt is de extreem hoge discontovoet die corporaties moeten hanteren bij het contant maken van toekomstige kasstromen, die op hun beurt weer grote invloed hebben op de waardering van het bezit. De discontovoet die corporaties moeten hanteren bedraagt gemiddeld 6,4% nominaal, ofwel een reële discontovoet van bijna 5%. De werkgroep discontovoet die door de overheid is ingesteld adviseert een reële discontovoet van 3% voor normale economische

⁵ Fakton, (december 2018). Handboek modelmatig waarderen marktwaarde.

activiteiten. Deze 3% is gebaseerd op het gewogen gemiddelde van het vereist rendement van alle activiteiten in onze economie. Er is geen aanleiding om te veronderstellen dat corporaties een bijzonder hoog risicoprofiel hebben dat ertoe leidt dat hier veel hogere risicopremies moeten worden gehanteerd dan gemiddeld geldt voor normale economische activiteiten. Integendeel, er zijn juist redenen om eerder met een lagere discontovoet te rekenen.

De belangrijkste reden voor het relatief lage risicoprofiel van corporaties hangt samen met de maatschappelijke taakuitoefening. Zo hanteren zij gemiddeld huren die lager liggen dan de huren in de markt en dit drukt de beleidswaarde, maar daar staat tegenover dat dit het risicoprofiel verkleint. Zo lopen corporaties nauwelijks leegstandsrisico over hun bezit en zijn er integendeel vaak lange wachtlijsten. Ook hoeven corporaties hun huren niet neerwaarts aan te passen bij een afnemende vraag op de woningmarkt. De crisis spreekt in dit verband boekdelen, toen de corporaties de huren hebben verhoogd (als gevolg van de verhuurderheffing), terwijl de woningprijzen juist stevig daalden. De corporaties lopen dus vrijwel geen afzetrisico of prijsrisico.

Aan de kostenkant kan een analoge redenering worden gehanteerd. De corporaties voeren een ruimhartig beleid ten aanzien van beheer en onderhoud vanuit hun maatschappelijke taak. Deze hogere kosten drukken de beleidswaarde, maar daar staat tegenover dat dit het risicoprofiel verkleint. De corporatie die financieel in wat lastiger weer dreigt te komen heeft meer mogelijkheden om de kosten te verlagen dan een marktpartij die hier al scherp aan de wind vaart. Meer flexibiliteit aan de kostenkant betekent dan ook een lager risicoprofiel.

Maatschappelijk economische waardering van het bezit: € 75.000 per woning

Door het hanteren van een zeer hoge discontovoet wordt de beleidswaarde van het bezit van corporaties onderschat. Als het bezit economisch gewaardeerd wordt op basis van maatschappelijke kasstromen met inachtneming van redelijke discontovoeten, dan ontstaat een ander beeld van de maatschappelijke economische waarde van het bezit van de corporaties (MEW). Dit is de consequentie als wordt aangesloten bij een gebruikelijke reële discontovoet van 3%, maar het volgt ook uit een vergelijking waarbij de discontovoet wordt afgeleid van de kengetallen van verhuurders op de vrije markt. Bij een discontovoet van 3% en reëel stijgende beheer- en onderhoudskosten van 0,5% per jaar – zoals die wordt gehanteerd door de toezichthouder – stijgt de beleidswaarde naar € 77.000 per woning (tabel 2).

De laatste waarde sluit ook goed aan bij de waarde die kan worden afgeleid van feitelijk gedrag van commerciële verhuurders. Marktpartijen waarderen woningen op basis van de rentabiliteit. Dit drukken ze vaak uit in een bruto aanvangsrendement (BAR). De BAR die beleggers vragen van een woning is afhankelijk van het bouwjaar, locatie, risico's en andere specificaties van een woning. Door voor deze factoren te corrigeren zijn marktpartijen geïnteresseerd in het werkelijke rendement. Dit drukken ze uit in een netto aanvangsrendement (NAR). Dit is de quotiënt tussen de netto huur (huur na aftrek van verwachte beheer- en onderhoudskosten) en de marktwaarde van de woning.

Volgens marktpartijen is een BAR van 5% een goede inschatting van het langjarig gemiddelde. Marktpartijen zijn gemiddeld 1,1% van de marktwaarde van een woning kwijt aan onderhouds- en beheerkosten. De NAR is hiermee 3,9%. De waarde van een gemiddelde sociale huurwoning is op basis van de NAR en maatschappelijke kasstromen (zie tabel 2) € 75.000. Dit is bijna 40% meer dan de beleidswaarde. De waarde van het DAEB-bezit komt daarmee uit op € 173 miljard. Dit is nog een behoedzame inschatting omdat er daarbij vanuit moet worden gegaan dat de lagere financieringskosten en de duidelijk geringere risico's van corporaties volledig wegvallen tegen de wat grotere mogelijkheden van marktpartijen om huren in de tijd extra te verhogen.

Tabel 2 Kengetallen voor een gemiddelde zelfstandige huurwoning in de sociale huursector in 2017

	Gemiddelde zelfstandige huurwoning
Huur	€ 6.110
Onderhoudskosten	- € 1.660
Beheerkosten	- € 920
Verhuurderheffing	- € 600
Maatschappelijke kasstroom	€ 2.930
Maatschappelijk economische waarde	€ 75.000

Bron: dVi 2017, bewerking EIB

Investeringscapaciteit neemt toe tot € 40 miljard bij MEW

Door het waarderen van het bezit volgens de MEW in plaats van de huidige beleidswaarde neemt de LTV-ratio af van gemiddeld 54% naar 37%. Bij een gelijke toename van de beleidswaarde bij alle corporaties neemt het aantal corporaties met een LTV-ratio hoger dan 60% af van 149 naar 4. Doordat voor relatief veel corporaties de LTV-ratio het belangrijkste knelpunt is, zorgt dit voor een forse stijging van de investeringscapaciteit.

Om de nieuwe investeringscapaciteit te bepalen, is voor alle corporaties berekend wat het nieuwe knelpunt is. Bij circa twee derde van de corporaties is de ICR bij de MEW het belangrijkste knelpunt. Daarna volgt de LTV-ratio met 15% van de corporaties. Om het effect op de investeringscapaciteit te kunnen berekenen is de eerder genoemde € 23 miljard aan investeringscapaciteit voor woningverbetering als uitgangssituatie gehanteerd voor onze berekening (IBW 2019). Deze bestedingsruimte van corporaties neemt bij de MEW toe tot € 40 miljard op sectorniveau. De investeringscapaciteit verschilt sterk per corporatie (tabel 3). Het aantal corporaties zonder bestedingsruimte is bij de MEW ruim gehalveerd. Het aantal corporaties met een bestedingsruimte tot en met € 5.000 per zelfstandige huurwoning neemt nog sterker af, terwijl het aantal corporaties met een investeringscapaciteit van meer dan € 15.000 per zelfstandige huurwoning met 140% toeneemt.

Tabel 3 Bestedingsruimte⁶ in 2019 volgens de beleidswaarde en MEW, gecategoriseerd naar investeringsruimte per zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak, in aantallen corporaties

Bestedingsruimte in €	Beleidswaarde	MEW
0	28	13
0-5.000	81	16
5.000-10.000	59	33
10.000-15.000	58	28
>15.000	94	230
Totaal	320	320

Bron: EIB

Verduurzaming

Corporaties worden geacht als startmotor te fungeren voor de verduurzaming in de komende jaren. Het doel is om de voorraad in 2030 gemiddeld naar het niveau van label A te brengen. Hierbij is het van belang om vast te stellen dat het verduurzamen van woningen door corporaties gepaard gaat met andere kwaliteitsverbeteringen, zoals het vernieuwen van een dak, een badkamer of een keuken. Het komt zelden voor dat andere kwaliteitsverbeteringen niet gelijktijdig worden meegenomen, omdat huurders al last hebben van een verbouwing en het goedkoper is om deze werkzaamheden gelijktijdig mee te nemen dan dit op een later moment te doen. Bij woningen met een relatief slecht energielabel zullen meer maatregelen genomen worden om op een minimaal energielabel uit te komen dan bij woningen met een beter energielabel. Hierbij nemen corporaties ook relatief meer andere kwaliteitsverbeteringen mee bij grotere labelstappen.

De kosten van verduurzaming van bestaand corporatiebezit hangen verder af van de uitgangssituatie en de vraag in hoeverre gekozen wordt voor maximale kosteneffectiviteit. In tabel 4 zijn de investeringskosten weergegeven van drie routes om te verduurzamen. Als alle woningen naar minimaal label B worden opgetrokken is sprake van een investering van € 12 miljard. Worden alle woningen opgetrokken naar label A dan gaat het om € 22 miljard en naar BENG zou het zelfs gaan om bijna 80 miljard. In de praktijk zullen corporaties een deel naar label B brengen, een deel naar label A en een klein deel soms ook naar BENG of zelfs Nul op de Meter (NOM). Als we minimaal label A als uitgangspunt zouden nemen dan vergt dit een investering van € 22 miljard. Hoewel de bestedingsruimte van € 23 miljard (IBW 2019) genoeg lijkt op geaggregeerd niveau, is het echter nog niet voor alle individuele corporaties mogelijk om tegelijkertijd maximaal te lenen. Daarnaast is die bestedingsruimte gekoppeld aan de analyse van 2020-2023, zodat kan worden verondersteld dat de bestedingsruimte tot 2030 naar verwachting hoger zal zijn, maar aan de andere kant geldt dat corporaties ook moeten investeren in nieuwe woningen en in betaalbaarheid. De conclusie lijkt dan ook gerechtvaardigd dat het met de huidige beleidswaarde niet goed mogelijk lijkt om verduurzaming van het corporatiebezit tot gemiddeld label A te verwezenlijken.

⁶ Bestedingsruimte is hier afwijkend van de indicatieve bestedingsruimte, omdat het per corporatie lastig is te achterhalen welke investeringen gepland zijn. Hierdoor is in deze tabel een indicatie gegeven van de totale investeringsruimte. Deze gegevens zijn gebaseerd op dPi2017 en betreffen daarmee eigenlijk de bedrijfswaarde. Er is nog geen openbare gegevens bekend van beleidswaarde naar corporaties. Een ander verschil met Ortec is dat hier alleen naar de investeringsruimte in 2019 wordt gekeken en bij Ortec mag geen van de financiële ratio's in de periode 2019-2022 overtreden worden.

Tabel 4 **Netto contante waarde van totale investeringskosten bij drie varianten van verduurzaming tot 2030**

	Totale investering in miljard €		
	Minimaal label B	Minimaal label A	Minimaal BENG
Verduurzaming	6,2	11,4	40,3
Groot onderhoud	5,9	10,8	38,3
Totaal	12,1	22,2	78,6
	Gemiddelde investering in €		
Per DAEB-woning	6.000	10.500	38.000

Bron: EIB

Gemiddeld energielabel A haalbaar bij waardering MEW

Bij waardering volgens de MEW stijgt de investeringscapaciteit naar € 40 miljard. Op geaggregeerd niveau is dit ruim voldoende om de totale verduurzaming naar gemiddeld label A te realiseren. Op individueel niveau is dit overigens nog steeds niet altijd gegarandeerd. Uit tabel 3 kan worden afgeleid dat 80% van de corporaties dan een bestedingsruimte hebben van meer dan € 10.000 per woning en aangenomen mag worden dat de autonome bestedingsruimte tot 2030 – in plaats van tot 2022 – nog hoger uitvalt. Zo zal de overgrote meerderheid van de corporaties in staat worden gesteld om de verduurzaming richting label A te realiseren en dit ook te combineren met ambities rond nieuwbouw en betaalbaarheid. Op sectorniveau kan dan worden geconcludeerd dat een gemiddeld label A haalbaar is als de beleidswaarde op MEW wordt gebaseerd en dan ook genoeg ruimte overblijft om te investeren in nieuwbouw en betaalbaarheid. Er blijft overigens ook in die situatie een (beperkte) groep corporaties over die dit doel niet kunnen halen. Een eerste oplossing hier is om in ieder geval een deel van de besparing op de energierekening die huishoudens realiseren terug te halen via de huur of via extra servicekosten. Ortec houdt hier ook rekening mee in de sommen tot 2022 en ook daarna zou gedeeltelijk inprijzen van energiebesparing de corporaties kunnen helpen die ook bij de hogere beleidswaarde de duurzaamheidsambities nog niet volledig kunnen realiseren.

Verkoop en fusies oplossing voor corporaties met een slechte investeringspositie

Zelfs met het inprijzen van besparingen en het hanteren van de MEW blijven er een aantal corporaties met een te beperkte investeringscapaciteit om de woningen gemiddeld naar label A te verduurzamen. Naar verwachting zijn dit maximaal 25 corporaties. Voor de kleinere corporaties zou een fusie een logische oplossing kunnen zijn, zeker als hiermee ook andere efficiencyvoordelen door extra schaalgroottes kunnen worden gerealiseerd. Verkoop van bezit is een andere route. Zoals hierboven al is geconstateerd is de marktwaarde zowel in verhuurde als in onverhuurde staat ook bij toepassing van de MEW gemiddeld nog altijd beduidend hoger dan de beleidswaarde. Door woningen af te stoten verkrijgen corporaties met een kwetsbare financiële positie duidelijk meer armslag. Dit kan door woningen aan marktpartijen te verkopen, maar het kan ook gaan om transacties binnen de sociale sector. Corporaties met relatief veel investeringsruimte investeren dan in woningen van corporaties die zelf te weinig investeringscapaciteit hebben. Voor de totale duurzaamheidsambities is het oplossen van de restproblematiek van een zeer beperkt aantal corporaties overigens van ondergeschikt belang. Hier blijft de centrale conclusie dat de corporatiesector de verduurzamingsambitie voor 2030 goed kan realiseren als de beleidswaarde op de MEW wordt afgestemd.

1 Inleiding

De sociale huursector in Nederland staat voor belangrijke maatschappelijke opgaven. Naast de traditionele taakstelling van corporaties om voldoende betaalbare huurwoningen te bouwen en te beheren, hebben zij de komende jaren ook een belangrijke rol als startmotor voor de verduurzaming van de bestaande woningvoorraad. Bovendien hebben corporaties de afgelopen jaren te maken gehad met een veranderend wettelijk kader, waarin zij zich meer moesten richten op hun volkshuisvestelijke opdracht.

Tegen deze achtergrond heeft het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB) onderzoek gedaan naar de investeringscapaciteit voor corporaties en hoe zich dit verhoudt tot de opgave op het gebied van verduurzaming en welke mogelijkheden er zijn om deze capaciteit te vergroten.

Voor het vergroten van de investeringscapaciteit is gekeken naar de waardering van het bezit die de toezichhouders Autoriteit woningcorporaties (AW) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) hanteren. Daarnaast is ook gekeken naar de mogelijkheden om een hogere huur te vragen na duurzaamheidsinvesteringen.

Leeswijzer

In hoofdstuk twee is de samenstelling van de corporatiesector in Nederland kort toegelicht, waarna relevante wet- en regelgeving voor corporaties beschreven is. Vervolgens is in hoofdstuk drie ingegaan op de huidige investeringscapaciteit van corporaties. Hierbij zijn ook relevante waardebegrippen uitgelegd. Hoofdstuk vier betreft een verdiepende analyse van de vermogenspositie en in hoofdstuk vijf worden ambities op het gebied van duurzaamheid vergeleken met de investeringsruimte bij corporaties.

2 De corporatiesector in Nederland

2.1 Woningvoorraad corporaties

Corporaties hebben 2,1 miljoen zelfstandige huurwoningen in de DAEB-tak

Corporaties in Nederland hebben vanuit de overheid de taak gekregen om de bouw en het beheer van betaalbare woningen te organiseren voor mensen met een laag inkomen. Eind 2017 hadden ruim 300 corporaties een bezit van bijna 2,4 miljoen huurgelegenheden (tabel 2.1). Veruit het grootste deel hiervan zijn zelfstandige huurwoningen met een maandelijkse huur tussen € 414 en € 635. Ook is het bezit verder uit te splitsen naar huurgelegenheden in de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak (zie paragraaf 2.2 voor verdere uitleg over dit onderscheid). De DAEB-tak bestaat uit bijna 2,1 miljoen zelfstandige huurwoningen en 160.000 overige woongelegenheden.

Op sectorniveau valt 95% van het corporatiebezit in de DAEB-tak van corporaties. Een derde van de corporaties heeft geen niet-DAEB tak door de beperkte omvang van deze activiteiten. Hierdoor komen ook huurwoningen met een huur boven de liberalisatiegrens voor in de DAEB-tak. Meer dan de helft van de corporaties heeft tussen 1.000 en 10.000 woningen in bezit (tabel 2.2).

Een veelgebruikt begrip in rapportages van AW over de corporatiesector is het aantal gewogen verhuureenheden. Bij het aantal gewogen verhuureenheden worden ook niet-woongelegenheden meegenomen⁷. Beschikbare kengetallen per verhuureenheid zijn vaak op deze definitie gebaseerd.

Tabel 2.1 Aantal huurgelegenheden uitgesplitst naar type, eind 2017

Type huurgelegenheid	DAEB	Niet-DAEB	Totaal
Huurwoning goedkoop (\geq € 414)	344.000	1.000	345.000
Huurwoning betaalbaar (€ 414 - € 635)	1.459.000	26.000	1.484.000
Huurwoning tot liberalisatiegrens (€ 635 - € 710)	240.000	19.000	260.000
Huurwoning boven liberalisatiegrens ($>$ € 710)	41.000	78.000	119.000
Totaal zelfstandige huurwoningen	2.084.000	124.000	2.208.000
Intramuraal vastgoed	81.000	2.000	83.000
Onzelfstandige wooneenheden	78.000	1.000	79.000
Totaal overige woongelegenheden	159.000	3.000	162.000
Totaal huurgelegenheden	2.243.000	127.000	2.370.000

Bron: dVi 2017, bewerking EIB

⁷ Voor de wijze van wegen verwijzen we naar <https://cbc.databank.nl/faq/Prestatievelden-en-indicatoren>.

Tabel 2.2 Verdeling corporaties naar grootteklasse¹ in procenten, eind 2017

	Aandeel
< 1.000 woningen	15%
1.000-2.500 woningen	21%
2.500-5.000 woningen	20%
5.000-10.000 woningen	23%
10.000-25.000 woningen	15%
> 25.000 woningen	6%

1 Grootteklassen gebaseerd op basis van het totaal aantal woningen van corporaties (DAEB en niet-DAEB).

Bron: dVi 2017, bewerking EIB

2.2 Beleid, wet- en regelgeving

In deze paragraaf worden verschillende wet- en regelgeving relevant voor corporaties toegelicht. De belangrijkste hiervan is de Woningwet 2015. Daarna is de verhuurderheffing beschreven en relevante regelgeving en afspraken rondom huurstijgingen. Ten slotte is beschreven wat het Energieakkoord en Klimaatakkoord betekenen voor corporaties.

Woningwet 2015

Op 1 juli 2015 zijn de Woningwet 2015 en het bijbehorende Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting 2015 (BTIV) en de Regeling Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting 2015 (RTIV) in werking getreden. De BTIV en de RTIV vormen een nadere uitwerking van de Woningwet 2015, waarvan de belangrijkste punten onderstaand beschreven staan.

Scheiding DAEB en niet-DAEB een van de belangrijkste aanpassingen

Een van de belangrijkste aanpassingen betreft de introductie van Diensten van Algemeen Economisch Belang (DAEB) en niet-DAEB. Het idee is dat corporaties zich meer moeten concentreren op hun kerntaak: bouwen en beheren van huurwoningen voor mensen met een lager inkomen. Corporaties moeten hun kerntaken uitvoeren in de DAEB-tak. Alle activiteiten die niet tot de kerntaak behoren, worden ondergebracht in de niet-DAEB-tak.

Onder DAEB-activiteiten vallen alle woningen tot de liberalisatiegrens (maximaal € 720,42 huur per maand in 2019) en een deel van het maatschappelijk vastgoed dat op een lijst staat van DAEB-activiteiten. Het gaat hierbij onder andere om gemeenschapshuizen, dorps- of wijkbibliotheken, hospices en opvangcentra. Daarnaast mag ook een deel van het maatschappelijk vastgoed dat op een tweede lijst staat in beheer blijven van een DAEB-tak van een woningcorporatie, waarbij het gaat om bijvoorbeeld scholen, wijkspportvoorzieningen en centra voor werk(gelegenheid). Uitbreiding van deze activiteiten en ander maatschappelijk vastgoed valt onder de niet-DAEB-activiteiten.

Niet alle corporaties hebben de DAEB- en niet-DAEB-activiteiten moeten splitsen (verlicht regime). Uitzondering geldt voor corporaties met een omzet van maximaal € 30 miljoen, waarbij minder dan 5% uit niet-DAEB-activiteiten wordt gerealiseerd. De overige corporaties kozen tussen een administratieve scheiding (aparte boekhouding), een juridische scheiding (aparte BV) of hybride scheiding (combinatie van administratieve en juridische scheiding). Het splitsen van DAEB en niet-DAEB-activiteiten is recent afgerond. Het overgrote deel van de corporaties heeft voor een administratieve scheiding gekozen.

Woningen in de DAEB-tak kunnen tijdelijk boven de liberalisatiegrens uitkomen door huur- stijgingen. Bij mutatie dienen corporaties te kiezen of deze woning DAEB blijft (huur verlagen

onder de liberalisatiegrens) of wordt gerekend tot de niet-DAEB-tak. Ook is het onder voorwaarden mogelijk om woningen over te hevelen naar de niet-DAEB-tak als een woning boven de 142 punten scoort op basis van het Woning Waarderingsstelsel (WWS).

Nieuwe ontwikkelingen van niet-DAEB activiteiten zijn alleen toegestaan wanneer ze in dienst staan van DAEB-werkzaamheden en zich in gebieden bevinden waar de corporatie ook DAEB-bezit heeft. Aanvullend zijn ook de volgende eisen:

- Deze activiteiten moeten bijdragen aan het volkshuisvestingsbeleid van de gemeente en worden pas toegestaan na een markttoets van de gemeente, waaruit blijkt dat marktpartijen de activiteiten niet kunnen of willen realiseren.
- Er moet een rendementstoets plaatsvinden.
- Het WSW geeft een oordeel op basis van een financiële toets.
- De minister toetst de niet-DAEB-investeringen vooraf.

Bij toewijzen huurwoningen is inkomen van bewoners van belang

Corporaties wijzen ten minste 80% van de vrijkomende sociale huurwoningen toe aan inwoners met een inkomen lager dan € 38.035 (prijspeil 2019). Daarnaast mogen corporaties tot 2021 maximaal 10% van de huurwoningen toewijzen aan personen met een inkomen tussen de € 38.035 en € 42.436. De overige 10% mogen corporaties toewijzen aan alle inkomensgroepen. Als corporaties woningen willen toewijzen aan inwoners met een inkomen boven € 42.436 dan zijn er een aantal voorrangsgroepen. Voorrangsgroepen die door gemeenten zijn ingesteld hebben prioriteit. Daarnaast geldt in alle gemeenten de volgende voorrangsgroepen:

- Huishoudens met problemen rond gezondheid, veiligheid, sociale factoren, overmacht of calamiteiten
- Huishoudens die (met toestemming van de corporatie) woningen met elkaar ruilen
- Medehuurders die (met toestemming van de corporatie) huurder worden

Daarnaast is een landelijk genormeerde passendheidstoets geïntroduceerd voor huishoudens met huurtoeslag (passend toewijzen). Sinds 1 januari 2016 moet elke corporatie 95% van de huurtoeslaggerechtigde huishoudens een woning met een huurprijs onder de aftoppingsgrens toewijzen (€ 607,46 huur per maand bij één- en tweepersoonshuishouden en € 651,03 bij grotere huishoudens in 2019).

Corporaties mogen alleen actief zijn in hun woningmarktgebied

Corporaties mogen alleen in hun kerngebied nog (uitbreidings)investeringen doen. Het kerngebied is door de minister bepaald, waarin de visie van gemeenten en corporaties is meegenomen. Er zijn in totaal 19 verschillende woningmarktgebieden in Nederland te onderscheiden. Corporaties hoeven niet in alle gemeenten in het betreffende woningmarktgebied actief te zijn. Buiten hun kerngebied mogen corporaties hun huidige bezit nog wel exploiteren, verbeteren, onderhouden en verkopen.

Corporaties zijn verplicht prestatieafspraken te maken met gemeenten en huurders

Corporaties zijn verplicht prestatieafspraken met gemeenten en huurdersorganisaties te maken, wanneer de betreffende gemeente een woonvisie heeft. Prestatieafspraken kunnen onder andere gaan over de nieuwbouw van sociale huurwoningen, betaalbaarheid, huisvesting van bepaalde doelgroepen en kwaliteit en duurzaamheid van het corporatiebezit. Ook zijn corporaties hierbij verplicht bepaalde verantwoordingsinformatie aan gemeenten en huurdersorganisaties te overleggen.

Overige regelgeving

Corporaties moeten jaarlijks een jaarrekening, jaarverslag en volkshuisvestingsverslag openbaar maken, uitgesplitst voor de DAEB- en niet-DAEB-takken. Hierbij moet een indicatie gegeven worden van de (beschikbare) investeringscapaciteit, de solvabiliteit, liquiditeit en andere financiële risico's. Voor vastgoed op de balans moet de marktwaarde in verhuurde staat gehanteerd worden, zoals in het handboek marktwaardering is vastgesteld.

Verhuurderheffing

De verhuurderheffing is een belasting op de waarde van een sociale huurwoning

De verhuurderheffing is een belasting voor verhuurders van woningen met een huur tot aan de liberalisatiegrens. Deze heffing werd in 2013 gelijktijdig ingevoerd met de mogelijkheid voor corporaties om de huren met meer dan de inflatie te laten stijgen.

De verhuurderheffing is een heffing over de totale WOZ-waarde van sociale huurwoningen minus 50 keer (tot en met 2017 was dit 10 keer) het tarief van de verhuurderheffing van de gemiddelde WOZ-waarde in het bezit (0,561% in 2019). Sinds 2018 is de WOZ-waarde per woning waarmee wordt gerekend gemaximeerd, in 2019 was dit € 270.000.

Ook zijn er een aantal maatregelen die corporaties konden uitvoeren om aftrek te krijgen op de verhuurderheffing. Tot en met juli 2018 kon dit door:

- De sloop van woningen in Rotterdam-Zuid en in krimpgebieden.
- Transformatie van niet-woningen naar een huurwoning.
- Verbouwen van woningen in Rotterdam-Zuid.
- Nieuwbouw van nieuwe huurwoningen (sinds 2017).

Verduurzamen woningen levert een aftrekpost op voor de verhuurderheffing

Deze aftrekposten zijn recent vervangen door een nieuwe aftrek op de verhuurderheffing, waarbij woningen die met ten minste drie labelstappen (minimaal naar label B) zijn verbeterd of aardgasvrij zijn gemaakt aftrek opleveren op de verhuurderheffing. Voor 2019-2021 is cumulatief € 156 miljoen beschikbaar aan heffingsvermindering en vanaf 2022 is dit structureel € 104 miljoen per jaar.

Naast de heffingskortingen zijn ook de tarieven van de verhuurderheffing over de tijd veranderd. Het tarief begon in 2013 op 0,0014% en werd in 2014 verhoogd naar 0,231%, waarna de tarieven tot 2019 stapsgewijs zijn verhoogd. Nadat het tarief tot en met 2022 (0,563%) redelijk constant blijft, daalt het tarief in 2023 naar 0,537%.

Regelgeving en afspraken rondom huurstijgingen

Huurverhogingen beperkt door huursombenadering

In juli 2013 is de inkomensafhankelijke huurverhoging ingevoerd, waarbij de maximale huurverhoging is vastgesteld op basis van de inflatie in het voorgaande jaar en een inkomensafhankelijke opslag. Als gevolg hiervan nam de gemiddelde huur van niet-geliberaleerde woningen in 2013 en 2014 jaarlijks toe met 4,6%⁸. Tegen deze achtergrond hebben Aedes en de Woonbond in 2015 het Sociaal Huurakkoord gesloten voor een periode van drie jaar. De afspraken zijn opgenomen in de Wet Doorstroming Huurmarkt 2015, die in juli 2016 in werking is getreden.

Verhuurders van sociale huurwoningen mogen sindsdien het totaal van alle huurprijs (de huursom) met maximaal de inflatie + 1% laten stijgen. Doel hiervan is de huurprijs meer af te laten hangen van de kwaliteit van de woning. Voor de huursomberekening tellen onderstaande woningen niet mee:

- Woningen met een geliberaliseerd huurcontract.
- Woningen die in de periode voor het eerst of laatst zijn verhuurd.
- Woningen waarvan de huurprijs is verhoogd als gevolg van een woningverbetering én die woningverbetering maximaal één jaar voor de huurverhoging is gerealiseerd.
- Woningen waarvan de huurprijs in dat jaar is verhoogd met een inkomensafhankelijke huurverhoging, mits de extra huurinkomsten voor investeringen benut is, zoals afgesproken in prestatieafspraken tussen gemeente, corporatie en huurorganisaties.
- Onzelfstandige woonruimte.

⁸ <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2016/36/laagste-huurstijging-in-vijf-jaar> .

Mutatie van bewoners (huurharmonisatie) telt ook mee voor de huursombenadering. Bij mutatie van bewoners moeten corporaties daarnaast rekening houden met passend toewijzen. Door passend toewijzen komt het regelmatig voor dat corporaties de huren moeten verlagen onder de aftoppingsgrens. Hiermee wordt wel de ruimte vergroot om de huren bij zittende bewoners te verhogen. In de praktijk gebruiken corporaties niet altijd de volledige ruimte die ze volgens de huursombenadering hebben, omdat ze vanwege betaalbaarheid er voor kiezen om de huren minder hard te laten stijgen.

Nieuwe afspraken door Aedes en Woonbond zorgen voor verdere beperking huurstijging

Vanwege zorgen met betrekking tot de betaalbaarheid hebben Aedes en de Woonbond in 2018 een nieuw sociaal huurakkoord afgesloten. In dit akkoord is gekozen voor vooral lokale afspraken vanwege grote regionale verschillen. De algemene uitgangspunten van het akkoord zijn:

- De betaalbaarheid voor huurders verbeteren; de trend dat de huren harder stijgen dan de inflatie is ongewenst.
- De verbetering van betaalbaarheid van woningen moet in balans zijn met andere investeringsopgaven die verhuurders hebben.

Andere punten in het sociaal huurakkoord zijn dat de kwaliteit van de woning de grondslag vormt voor huurprijsbeleid en dat de huurder een hogere huur (vergoeding) betaalt voor duurzaamheidsinvesteringen van corporaties. Deze vergoedingen zijn vastgelegd en hebben tot doel dat de totale woonlasten per saldo worden verlaagd.

Energie- en Klimaatakkoord

Energieakkoord vraagt gemiddeld energielabel A in 2030

Naast de opgave op het terrein van het beheren en bouwen van voldoende sociale huurwoningen, hebben corporaties de komende jaren ook een belangrijke rol in de verduurzaming van de bestaande woningvoorraad. In 2013 is in het SER Energieakkoord afgesproken dat de volledige woningvoorraad in 2050 energieneutraal moet zijn. Als tussendoel is toen voor corporaties afgesproken dat hun bezit in 2020 gemiddeld energielabel B heeft en in 2030 gemiddeld label A. Naar verwachting halen ze pas in 2021 een gemiddeld energielabel B⁹. Aedes en WSW stellen bovendien dat gemiddeld energielabel A in 2030 voor corporaties momenteel onbetaalbaar is¹⁰.

Klimaatakkoord zet in op klimaatneutrale gebouwde omgeving in 2050

Naast het Energieakkoord zijn ook in het (voorlopige) Klimaatakkoord afspraken gemaakt over corporatiewoningen. Corporaties moeten meer dan 50.000 woningen per jaar verduurzamen in 2021. Dit moet daarna verder stijgen naar 200.000 woningen per jaar in 2030. Corporaties vervullen hiermee de rol van startmotor in de woningmarkt. Aanvullende voorwaarde hierbij is dat de maandlasten voor huurders niet mogen verslechteren: deze moeten minstens gelijk blijven of verbeteren. In het Klimaatakkoord is van de term energieneutraal in 2050 afgestapt en wordt van klimaatneutraal gesproken, wat impliceert dat de transitie niet enkel op het niveau van gebouwen gerealiseerd dient te worden, maar dat ook publieke infrastructuur (warmtenetten) hier een rol in gaat spelen.

2.3 Toezicht op de corporatiesector

AW en WSW houden gezamenlijk toezicht op de corporatiesector

AW en WSW houden toezicht op de corporatiesector. In de Woningwet is vastgelegd dat de AW 'integraal risicogericht toezicht houdt op individuele corporaties en het stelsel in zijn totaliteit'.

⁹ <https://www.aedes.nl/artikelen/aedes/vereniging/strategische-agenda/woonagenda/aedes-woonagenda-2017-2021.html>.

¹⁰ <https://www.aedes.nl/artikelen/bouwen-en-energie/energie-en-duurzaamheid/financiering-en-subsidies/verduurzaming-onbetaalbaar-voor-woningcorporaties.html>.

Hierbij 'bewaakt en beschermt zij dat de corporaties het maatschappelijk gebonden vermogen rechtmatig, effectief en efficiënt inzetten in het belang van de volkshuisvesting'¹¹.

Het WSW is een privaatrechtelijk stichting die 'borg staat voor de rente- en aflossingsverplichtingen van de door WSW geborgde leningen van corporaties'. Hiermee draagt zij door middel van objectief risicomanagement bij aan de 'toegang van corporaties tot de kapitaalmarkt tegen zo optimaal mogelijke financieringskosten'¹². Het Rijk en gemeenten vormen de achtervang van de zekerheidsstructuur van WSW. Afgesproken is dat het risicokapitaal van WSW met een zekerheid van 99% toereikend moet zijn om verliezen van het waarborgfonds te dekken.

Gegeven deze taakstellingen is vanaf 1 januari 2019 een verticaal toezichtsmodel in werking getreden om dubbel werk te voorkomen in overlappende toezichtsgebieden. Het gezamenlijke beoordelingskader betreft de volgende drie onderwerpen:

- financiële continuïteit
- het bedrijfsmodel
- governance en organisatie van corporaties.

Naast het gezamenlijk beoordelingskader beoordeelt AW ook de rechtmatigheid en integriteit van corporaties, respectievelijk de mate waarin zij zich houden aan wet- en regelgeving en de mate waarin individuen binnen de corporatie zich houden aan geldende conventies, normen en regelgeving.

Gezamenlijk beoordelingskader

AW en WSW zijn beiden actief op het terrein van het gezamenlijk beoordelingskader. Hoewel zij tot een zelfstandig oordeel komen van elke corporatie, heeft het verticale toezicht tot doel dat deze beoordelingen consistent zijn, effectief zijn in de mate waarin deze het risicoraamwerk versterken, efficiënt zijn op de manier waarop het tot administratieve lasten voor corporaties leidt en intuïtief goed zijn uit te leggen. Het gemeenschappelijk beoordelingskader bepaalt hierbij de scope van de risicogebieden, de beoordelingselementen hierbinnen, de weging en samenhang van bevindingen en de inputgegevens die hiervoor nodig zijn¹³. De beoordeling vindt plaats op basis van aangeleverde Verantwoordings- en Prognose-informatie (dVi en dPi), gesprekken met corporaties en (eventuele) verdiepende (thema)onderzoeken. Op basis hiervan kunnen de toezichthouders besluiten om maatregelen op te leggen of te interveniëren. AW en WSW stemmen hun beoordelingen af voordat ze een definitief oordeel geven.

In het 'Convenant samenwerking AW en WSW' zijn afspraken gemaakt over de taakverdeling van het gezamenlijk beoordelingskader. Bij negatieve beoordeling op het gebied van het bedrijfsmodel neemt WSW de leiding. AW neemt de leiding bij een negatieve beoordeling op het gebied van governance, behalve als het sturing en het beheersen op financieel terrein betreft. Bij een negatieve beoordeling op het gebied van financiële continuïteit neemt AW de leiding wanneer de oorzaak in de sfeer van governance ligt en WSW wanneer dit in de sfeer van het bedrijfsmodel ligt. Beide toezichthouders beoordelen de financiële continuïteit en wisselen bevindingen hierover uit.

¹¹ Contouren van het toezicht van de Autoriteit woningcorporaties, september 2016.

¹² <https://www.wsw.nl/over-wsw/>.

¹³ Gezamenlijk beoordelingskader AW/WSW.

3 De huidige investeringscapaciteit van corporaties

Het vorige hoofdstuk beschrijft de kaders waarin de toezichthouders gezamenlijk toezicht houden. Dit hoofdstuk beschrijft de (potentiële) investeringscapaciteit die op basis van de huidige regelgeving bestaat. Alvorens de investeringscapaciteit wordt omschreven is het van belang om eerst de belangrijkste elementen te bespreken waarop de uiteindelijke berekeningen steunen. Respectievelijk wordt ingegaan op diverse waardebegrippen en financiële ratio's.

3.1 Waardebegrippen

De belangrijkste waardebegrippen voor corporaties zijn:

- marktwaarde in onverhuurde staat (ook wel leegwaarde genoemd)
- marktwaarde in verhuurde staat
- bedrijfswaarde
- beleidswaarde.

Deze begrippen zijn uitgedrukt in de totale waarde van het DAEB-bezit en per zelfstandige huurwoning¹⁴ (tabel 3.1)¹⁵. Alle waarden uit dit overzicht zijn gebaseerd op 2017, behalve de beleidswaarde die uit 2018 komt, omdat dit het eerste jaar is dat de beleidswaarde gerapporteerd wordt. De beleidswaarde is alleen op sectorniveau beschikbaar en is benaderd per zelfstandige huurwoning. De verdeling op corporatieniveau is nog alleen beschikbaar op basis van de bedrijfswaarde. Deze is dan ook gehanteerd als proxy voor de verdeling van de corporaties.

Tabel 3.1 Waardebegrippen DAEB-bezit op sectorniveau en per zelfstandige wooneenheid in 2017

Waardebegrip	Totaal sector 2017 (in miljarden euro's)	Per zelfstandige huurwoning (in euro's)
Marktwaarde onverhuurde staat (schatting)	359	155.500
Marktwaarde verhuurde staat ¹	237	102.500
Bedrijfswaarde ¹	109	47.500
Beleidswaarde ²	127	55.000

1 Op basis van het sectorbeeld 2018 – Autoriteit Woningmarkt

2 Uit IBW 2019 en betreft het jaar 2018. Voor het jaar 2017 is geen beleidswaarde beschikbaar

Bron: AW, bewerking EIB

Marktwaarde in onverhuurde staat: bij benadering gelijk aan de WOZ-waarde

De marktwaarde in onverhuurde staat is de leegwaarde van het bezit en is in theorie gelijk aan de WOZ-waarde. Het begrip reflecteert hiermee de waarde van een woning zonder huurder. Dit begrip is vooral van belang voor de verhuurderheffing en speelt geen directe rol bij de financiële ratio's.

¹⁴ Bij het begrip per huurwoning zijn alleen reguliere woongelegenheden meegenomen, voor overige verhuureenheden verwijzen we naar het Waarderingshandboek 2018 van Fakton.

¹⁵ In bijlage A zijn de achterliggende berekeningen van het totale DAEB-bezit naar zelfstandige huurwoning en visa versa toegelicht.

De marktwaarde in onverhuurde staat is niet beschikbaar in dVi2017, maar is geschat op basis van de marktwaarde in verhuurde staat en de WOZ-waarde in 2016. Uit deze berekening volgt een marktwaarde in onverhuurde staat van € 155.500 per zelfstandige huurwoning. De totale marktwaarde in onverhuurde staat van het DAEB-corporatiebezit is dan € 359 miljard.

Marktwaarde in verhuurde staat: marktwaarde gebaseerd op contractuele beperkingen

In de praktijk verkopen corporaties zelden huurwoningen zonder huurders aan beleggers. De marktwaarde in verhuurde staat (DAEB-vastgoed in exploitatie) gaat wel uit van de verwachte verkoopwaarde van een woning met een huurder aan beleggers. Voor woningen in de vrije sector is er bijna geen verschil met de marktwaarde in onverhuurde staat, maar de marktwaarde in verhuurde staat van sociale huurwoningen verschilt wel sterk met de marktwaarde in onverhuurde staat. Dit heeft te maken met de lagere contractuele huur, de verhuurderheffing en contractuele beperkingen die sociale huurwoningen hebben ten opzichte van woningen in de vrije sector.

De marktwaarde in verhuurde staat bedroeg in 2017 € 237 miljard (dVi 2017) en is per zelfstandige huurwoning ongeveer € 102.500. De marktwaarde in verhuurde staat wordt bepaald door een taxateur of modelmatig aan de hand van het handboek marktwaardering¹⁶.

Bedrijfswaarde: kasstromenberekening die los staat van marktwaarde

De marktwaarde in verhuurde staat gaat er vanuit dat een woning door een marktpartij wordt beheerd. Dit wijkt af van de manier waarop corporaties hun bezit beheren. Doordat corporaties woningen verhuren vanuit maatschappelijk oogpunt voeren ze een huurbeleid waaruit lagere kasstromensaldi voortvloeien. Hierdoor is de waarde van een woning ook lager voor corporaties dan bij een exploitatie door een marktpartij. Om hier rekening mee te houden is (tot en met 2019) de bedrijfswaarde gebruikt om de waarde van het bezit voor corporaties te berekenen.

De bedrijfswaarde is een kasstroomberekening op basis van een aantal vaste uitgangspunten. Deze uitgangspunten zijn voor alle objecten en corporaties hetzelfde. De uitgangspunten betreffen een vaste nominale discontovoet van 5%, maatschappelijke kasstromen, een eindige levensduur en een restwaarde gelijk aan de contante waarde van de grond. Een probleem bij deze berekening is dat het losstaat van de marktwaardeberekening en dat er geen helder verband is met de marktwaarde¹⁷. Om deze reden vervalt de bedrijfswaarde en is deze vanaf 2019 vervangen door het begrip beleidswaarde.

Beleidswaarde: afgeleid van marktwaarde met maatschappelijke kasstromen

Het begrip beleidswaarde heeft wel een duidelijk verband met de marktwaarde in verhuurde staat. De beleidswaarde is namelijk afgeleid van de marktwaarde in verhuurde staat, maar dan nog gecorrigeerd voor vier posten (figuur 3.1):

- Het altijd doorexploiteren van het bezit zonder mogelijkheid om bezit te verkopen.
- Hanteren van streefhuren die lager zijn dan de markthuurl.
- Hogere onderhoudskosten die corporaties hebben dan de markt.
- Hogere beheerskosten die corporaties hebben dan de markt.

Op basis van de IBW2019 bedraagt de beleidswaarde in 2018 is per zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak € 55.000¹⁸. Dat is circa 15% hoger dan de bedrijfswaarde die tot nu is gebruikt. De beleidswaarde bedraagt ongeveer 50% van de marktwaarde in verhuurde staat.

Figuur 3.1 geeft weer dat de afslag voor betaalbaarheid de belangrijkste factor is in het verschil tussen de marktwaarde in verhuurde staat en de beleidswaarde¹⁹. Doordat de streefhuur van

¹⁶ Fakton, (december 2018). Handboek modelmatig waarden marktwaarde.

¹⁷ AW (2018), Sectorbeeld 2017, Den Haag.

¹⁸ Van 't Hek, M., Ravesloot, C., van der Goes, E., (2019), Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2018, Amsterdam, Ortec.. Het onderscheid tussen zelfstandige huurwoningen en gewogen verhuureenheden wordt nader beschreven in bijlage A.

¹⁹ ORTEC finance (mei 2018), Presentatie 'Marktwaarde, beleidswaarde en integrale sturing', Amsterdam.

corporaties lager ligt dan de markthuur en de verhuurderheffing daardoor voor meer woningen geldt bij eeuwigdurende exploitatie.

Figuur 3.1 Onderscheid marktwaarde en beleidswaarde



Bron: WSW/AW

3.2 Vier financiële ratio's

Onderstaand worden vier financiële ratio's uitgelegd. Uitgangspunt voor de gepresenteerde cijfers is de dPi2017 voor de DAEB-tak. De cijfers in de dPi2017 komen niet exact overeen met de Verantwoordingsinformatie (dVi) 2017, waardoor gebruikte ratio's afwijken van het sectorbeeld van AW. De genoemde normen in deze paragraaf veranderen mogelijk door het gebruiken van het begrip beleidswaarde om een trendbreuk te voorkomen. Voor de LTV-ratio betekent dit mogelijk een verscherping van de ratio en bij solvabiliteit om een versoepeling. Doordat niet bekend is of het gaat veranderen en op welke wijze, zijn de normen op basis van de bedrijfswaarde genomen.

LTV-ratio: de meest knellende financiële ratio

Bij de LTV-ratio draait het om de netto leningspositie ten opzichte van de beleidswaarde. De schuld van een corporatie mag maximaal 75% van de beleidswaarde bedragen. Hierdoor mogen corporaties voor een woning met een beleidswaarde van ongeveer € 55.000 maximaal € 41.000 lenen. Corporaties hebben in 2017 € 93 miljard aan schuld op de balans staan. Van deze schulden is circa € 81 miljard een lening aan de overheid, kredietinstellingen en groepsmaatschappijen. Om op de netto leningspositie uit te komen moeten de interne leningen (van DAEB naar niet-DAEB) in mindering gebracht worden. De interne leningen bedroegen € 12 miljard in 2017, waardoor de netto leningspositie uitkomt op € 69 miljard. De LTV-ratio is in 2017 op basis van de beleidswaarde 54% en ligt hiermee relatief dichtbij het maximum van 75%. Van alle financiële ratio's beperkt de LTV-ratio veruit het sterkst de investeringscapaciteit.

Er zijn nog geen beleidswaardes beschikbaar per corporatie in de dVi2017 en dPi2017, waardoor er geen verdeling van de LTV-ratio is op basis van de beleidswaarde. Wel is er informatie beschikbaar op basis van bedrijfswaarde²⁰. In 2017 overschrijden 21 corporaties op basis van de bedrijfswaarde het maximum van 75% (tabel 3.2). Daarnaast zijn er 39 corporaties die dicht tegen de LTV-limiet zitten en bijna geen financiële ruimte hebben. Bovendien zijn er nog 89 corporaties die boven de gemiddelde LTV-ratio zitten en beperkte financiële ruimte hebben op basis van de LTV-ratio. De corporaties met een LTV-ratio boven de 60% bezitten gezamenlijk 1,6 miljoen van het totaal van 2,1 miljoen zelfstandige huurwoningen in de DAEB-tak.

²⁰ De bedrijfswaarde is gemiddeld 15% lager dan de beleidswaarde. De bedrijfswaarde is circa € 109 miljard.

Tabel 3.2 Onderverdeling LTV-ratio in aantal corporaties en aantal zelfstandige huurwoningen DAEB in 2017 op basis van bedrijfswaarde

LTV-ratio	Aantal corporaties	Aantal zelfstandige huurwoningen DAEB
>75%	21	260.000
70%-75%	39	390.000
60%-70%	89	680.000
<60%	171	750.000
Totaal	320	2.080.000

Bron: dPi 2017, bewerking EIB

ICR: de belangrijkste knelpunt na de LTV-ratio

De ICR geeft weer hoeveel keer een corporatie de rente kan betalen vanuit de operationele kasstromen. In 2017 bedroegen de totale operationele kasstroom € 2,8 miljard en de rente-uitgaven € 3,1 miljard. In de operationele kasstromen zijn rente-uitgaven en rente-inkomsten al meegenomen. Voor de ICR moet de operationele kasstroom exclusief rente-uitgaven en inkomsten (€ 0,4 miljard) worden gedeeld door de netto rentekosten. De operationele kasstroom bedraagt daarmee € 5,5 miljard en de netto rentekosten € 2,7 miljard. Hieruit volgt een ICR van 2,03. Dit is een stuk boven het minimale rentedekkingsratio van 1,40.

Hoewel er ook relatief veel corporaties zijn die restricties ondervinden vanuit de ICR, komt dit veelal voor in combinatie met restricties vanuit de LTV. In 2017 zijn er 24 corporaties met een ICR lager dan 1,4 (tabel 3.3), waardoor deze corporaties op basis van deze ratio niet mogen investeren. Nog eens 52 corporaties hebben een ICR tussen 1,4 en 1,8 en hebben hiermee beperkte ruimte om meer te investeren. Deze corporaties beheren bijna een derde van alle DAEB-woningen.

Tabel 3.3 Onderverdeling ICR in aantal corporaties en aantal zelfstandige huurwoningen DAEB in 2017

ICR	Aantal corporaties	Aantal zelfstandige huurwoningen DAEB
<1,4	24	190.000
1,4-1,8	52	480.000
1,8-2,2	73	550.000
>2,2	171	860.000
Totaal	320	2.080.000

Bron: dPi 2017, bewerking EIB

Er is bij de ICR de komende jaren wel ruimte voor verbetering, omdat de huidige rente lager is dan de gemiddelde rente op uitstaande leningen. Corporaties betalen gemiddeld 3,8% op hun uitstaande leningen. De huidige rente op leningen is maximaal 1,75%²¹ bij WSW-geborgde

²¹ WSW (mei 2019), <https://www.wsw.nl/corporaties/richtlijnen/rentemaximum/>.

leningen. Dit is dus meer dan de helft lager en zou de komende jaren de rente-uitgaven sterk kunnen verminderen.

Solvabiliteit: veel minder beperkend dan de LTV-ratio en de ICR

De solvabiliteit is de verhouding van het eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal. In de afgelopen jaren zijn zowel het eigen vermogen als het balanstotaal op basis van marktwaarde in verhuurde staat berekend. Doordat de woningmarkt sterk aantrok verbeterde de solvabiliteit ook flink. Het eigen vermogen in 2017 steeg naar € 180 miljard en het totaal vermogen naar € 273 miljard. De solvabiliteit is daarmee 66% in 2017.

Voor de investeringscapaciteit is de solvabiliteit op basis van de beleidswaarde van belang. In de dPi2017 is nog gebruik gemaakt van de solvabiliteit op basis van de volkshuisvestelijke bestemming, een opmaat naar de beleidswaarde. Hierbij is alleen rekening gehouden met een waardevermindering als gevolg van een lagere huur en voortdurende exploitatie. Op basis hiervan moesten corporaties een solvabiliteit van ten minste 20% hebben. Doordat de beleidswaarde € 110 miljard lager is dan de marktwaarde in verhuurde staat, is het eigen vermogen nog maar € 70 miljard en het totaal vermogen € 163 miljard. Op basis hiervan is de solvabiliteit in 2017 43%. Dit is nog ruim twee keer zo hoog als het minimum van 20%. Weinig corporaties ondervinden dus restricties door een te lage solvabiliteit.

Dekkingsratio: alleen beperkend voor enkele corporaties

De dekkingsratio is de verhouding van de netto leningspositie ten opzichte van de marktwaarde in verhuurde staat en mag maximaal 70% bedragen. De dekkingsratio bedraagt gemiddeld 30% en is maar voor enkele corporaties een knelpunt.

3.3 Indicatieve bestedingsruimte

In de Woningwet is bepaald dat elk jaar de indicatieve investeringscapaciteit per corporatie berekend moet worden. Dit is de beschikbare investeringscapaciteit die corporaties hebben in de vijf prognosejaren. De beschikbare investeringscapaciteit is de resterende leencapaciteit die corporaties vanuit de borg bij het WSW kunnen aantrekken. Deze ruimte hangt af van de vier financiële ratio's, waarvan geen van de vastgestelde normen overschreden mag worden.

De indicatieve bestedingsruimte wordt in opdracht van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties elk jaar berekend. In 2019 heeft Ortec de indicatieve bestedingsruimte van corporaties inzichtelijk gemaakt voor de periode 2020-2023 op basis van de dPi 2018²². De investeringscapaciteit is apart uitgerekend voor de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak. Belangrijk om op te merken is dat de gebruikte cijfers nog niet openbaar zijn.

Corporaties hebben een indicatieve bestedingsruimte van € 23 miljard voor woningverbetering Aangezien corporaties verschillende opties hebben om hun investeringscapaciteit aan te wenden, is er per categorie de investeringscapaciteit berekend. Voor de DAEB-tak kunnen corporaties hun investeringscapaciteit gebruiken voor:

- woningverbetering
- nieuwbouw
- huurverlaging.

Voor de woningverbetering en de nieuwbouw gaat Ortec uit van een standaardwoning (zie tabel 3.4 en 3.5). Hieruit volgt een indicatieve investeringscapaciteit van € 23 miljard voor woningverbetering of € 29 miljard voor nieuwbouw. Deze twee bedragen zijn niet optelbaar, omdat investeringen in nieuwbouw leiden tot minder ruimte voor investeringen in woningverbetering en vice versa.

²² Van 't Hek, M., Ravesloot, C., van der Goes, E., (2019), Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2018, Amsterdam, Ortec..

Tabel 3.4 Aannames Ortec voor een nieuwbouwwoning in de periode 2020-2023

	Aannames
Huur	€ 607
Stichtingskosten	€ 190.000
Leegwaarde	€ 205.000
Marktwaarde verhuurd	€ 165.000
Discontovoet	5,9%
Bedrijfswaarde	€ 71.514
Onrendabele top	-62,4%
Netto operationele kasstroom	€ 3.359
Operationele kasstroomfactor	1,77%

Bron: Ortec

Tabel 3.5 Aannames Ortec voor een woningverbetering in de periode 2020-2023

	Aannames
Huur oud	€ 460
Extra huur	€ 30
Beleidshuur	€ 550
Stijging beleidshuur door verbetering	€ 57
Verbeterkosten	€ 50.000
WOZ-toename	€ 15.000
Marktwaarde verhuurde toename	€ 10.000
Discontovoet	6,4%
Beleidswaarde effect	€ 10.976
Onrendabele top	-78%
Netto operationele kasstroom-effect	€ 294
Operationele kasstroomfactor	0,59%

Bron: Ortec

De indicatieve investeringscapaciteit is niet gelijk verdeeld over de verschillende corporaties. Volgens Ortec hebben 43 corporaties géén beschikbare bestedingsruimte, op basis van de verwachting dat één of meerdere ratio's de kritieke waarde in de periode 2020-2023 overschrijden. Voor ruim 80% van de corporaties is de LTV-ratio de belangrijkste beperking in investeringscapaciteit. Daarna volgt de ICR als belangrijkste beperking, terwijl de dekkingsratio en solvabiliteitsratio bij een kleine groep corporaties als belangrijkste beperking gelden.

Waarborgstelsel is voldoende robuust voor meer investeringen

De indicatieve bestedingsruimte kan in de praktijk ook beperkt worden als het waarborgstelsel als geheel in gevaar komt. Uit onderzoek van WSW naar de robuustheid van het borgstelsel blijkt dat het waarborgstelsel momenteel voldoende bestand is om bijna alle macro-

economische risico's te doorstaan²³ en zou daarmee (bijna) geen beperking opleveren aan de investeringscapaciteit van individuele corporaties. Met een model van Ortec zijn de effecten van 1.000 mogelijke economische ontwikkelingen in beeld gebracht door middel van een Monte Carlo simulatie om vervolgens de verliesverdeling te simuleren. Daar zijn alleen de 10 slechtste runs niet meegenomen om een zekerheid van 99% te verkrijgen. In de meest slechte geselecteerde simulatie (de 990^{ste}) stijgt het vereiste kapitaal van € 2,7 mld tot €3,4 mld, terwijl het inbaar kapitaal daalt van € 5,5 tot € 4,5 mld. Het inbaar kapitaal is dus ook dan nog ruimschoots voldoende om het vereiste kapitaal te dekken.

Alleen als de vijf grootste corporaties tegelijkertijd omvallen door idiosyncratische risico's (gebeurtenissen onafhankelijk van marktontwikkelingen, zoals bijvoorbeeld fraude) komt het borgstelsel in de problemen. Dat vijf corporaties tegelijkertijd omvallen door idiosyncratische risico's lijkt zeer onwaarschijnlijk, tenzij er sprake is van gecorreleerde risico's. Als deze risico's niet gecorreleerd zijn, zou elke corporatie een kans van 40% moeten hebben tot omvallen door deze risico's om de 'veiligheidskans' van 99% te overschrijden ($0,4^5 = 0,01$). Dit lijkt zeer onwaarschijnlijk.

²³ <https://www.wsw.nl/corporaties/nieuwsbericht/wsw-verbetert-toetsing-risicobereidheid-in-borgstelsel/>

4 Verdiepende analyse vermogenspositie corporaties

In het vorige hoofdstuk is een beschouwing gegeven van de feitelijke situatie van corporaties. Hieruit volgde dat de LTV-ratio de belangrijkste beperking is van de investeringscapaciteit van corporaties.

Sleutelrol voor investeringscapaciteit is waardering bezit

In dit hoofdstuk gaan we dieper in op de waardering van het bezit van corporaties, omdat dit een cruciale rol speelt bij de verschillende financiële ratio's. Voor de LTV-ratio speelt de beleidswaarde een sleutelrol. Daarom wordt in paragraaf 4.1 een verdiepende analyse van de beleidswaarde beschreven. Hieruit komt naar voren dat de gehanteerde discontovoet niet juist is. In aansluiting wordt in paragraaf 4.2 een alternatief gepresenteerd, waardering van het bezit op basis van de Maatschappelijk Economische Waarde (MEW) waarbij een meer passende discontovoet wordt gehanteerd.

4.1 Uitgangspunten beleidswaarde berekening

De meeste aannames en kengetallen sluiten goed aan bij de realiteit

De beleidswaarde is een reflectie van de waarde van het bezit van een corporatie. Deze waarde komt niet overeen met de marktwaarde, omdat corporaties een bredere maatschappelijke taak hebben. Zo hanteren zij huren die beneden de marktconforme huren liggen en besteden zij over het algemeen meer aan onderhoud, diensten en ondersteuning dan marktpartijen. Dat de beleidswaarde lager is dan de marktwaarde van dezelfde woning ligt dan ook voor de hand. Bij de berekening van de beleidswaarde worden, net als bij marktpartijen, de volgende aannames gedaan:

- Woningen worden voor eeuwig verhuurd.
- Instandhoudingskosten verdubbelen na 15 jaar.

Daarnaast wordt voor een aantal belangrijke kengetallen aangesloten bij aannames van verschillende toezichthouders (tabel 4.1). Deze aannames zijn over het algemeen goed te duiden. Voor ontwikkelingen op korte termijn is vaak aangesloten bij het Centraal Planbureau (CPB). De huurstijging is gebaseerd op de verwachte inflatie, zoals in het sociaal huurakkoord is afgesproken. De onderhoudskosten zijn gebaseerd op de verwachte bouwkostenstijging en de beheerkosten zijn een weerspiegeling van de verwachte loonstijgingen. De WOZ-waardestijging is in 2018 gebaseerd op cijfers van het Kadaster en aangenomen is dat deze dan na twee jaar terugkeert op een structurele stijging van de inflatie.

Tabel 4.1 Aanname over ontwikkeling van huuropbrengsten, onderhouds- en beheerkosten en de WOZ-waarde per jaar, in procenten, 2018-2030

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 en verder
Huur	1,6	2,5	2,3	2,2	2	2
Onderhoudskosten	5,6	5,9	2,8	2,7	2,5	2,5
Beheerkosten	2,0	2,9	2,8	2,7	2,5	2,5
WOZ-waarde	9,3	5,65	2,0	2,0	2,0	2,0

Bron: Handboek marktwaardering 2018

De meeste kengetallen voor een gemiddelde zelfstandige huurwoning zijn af te leiden uit de dVi2017 (tabel 4.2). De mutaties van huurders is gebaseerd op een landelijk gemiddelde voor de sociale huursector²⁴. De discontovoet en streefhuur is afgeleid uit IBW2019 voor woningverbetering. Met deze kengetallen en de bovengenoemde uitgangspunten kan op basis van een versimpelde berekening de gemiddelde beleidswaarde van een zelfstandige huurwoning van € 55.000 benaderd worden.

Tabel 4.2 Kerngegevens van een gemiddelde zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak eind 2017

WOZ-waarde woning	€ 155.500
Huur	€ 6.110
Onderhoudskosten	€ 1.660
Beheerkosten	€ 920
Verhuurderheffing ²⁵	€ 600
Discontovoet	6,4%
Mutatie huurders	6,2%
Streefhuur	€ 6.600

Bron: dVi 2017, bewerking EIB

Gehanteerde discontovoet bij de beleidswaarde is zeer hoog gegeven laag risicoprofiel

Bij de beleidswaarde wordt terecht gecorrigeerd voor het feit dat corporaties lagere huren hanteren en hogere kosten hebben dan marktpartijen. Dat leidt ertoe dat het bezit duidelijk lager moet worden gewaardeerd dan dat van marktpartijen. Wat echter sterk opvalt is de zeer hoge discontovoet die corporaties moeten hanteren bij het contant maken van toekomstige kasstromen, die op hun beurt weer van grote invloed zijn op de waardering van het bezit. De discontovoet die corporaties hanteren bedraagt 6,4% nominaal ofwel bijna 5% reëel. Dit is aanzienlijk hoger dan de reële discontovoet van 3% die de werkgroep discontovoet²⁶ adviseert voor normale economische activiteiten. De zeer hoge discontovoet die corporaties hanteren kan alleen worden verklaard als sprake zou zijn van een hoog risicoprofiel. Er is echter geen aanleiding om te veronderstellen dat corporaties een bijzonder hoog risicoprofiel hebben ten opzichte van normale economische activiteiten, waardoor hoge risicopremies zouden moeten worden gehanteerd. Integendeel, er zijn juist redenen om eerder met een lagere discontovoet te rekenen.

De belangrijkste reden voor een lager risicoprofiel hangt samen met de maatschappelijke taakuitoefening van corporaties. Zo hanteren zij gemiddeld huren die lager liggen dan de huren in de markt en hoewel dit de beleidswaarde drukt, staat daar tegenover dat dit het risicoprofiel verkleint. Zo lopen corporaties nauwelijks leegstandsrisico over hun bezit en is er juist vaak sprake van lange wachtlijsten. Ook hoeven corporaties hun huren niet neerwaarts aan te passen bij afnemende vraag op de woningmarkt. De crisis spreekt in dit verband boekdelen aangezien corporaties de huren toen hebben verhoogd (als gevolg van de verhuurderheffing), terwijl de woningprijzen stevig daalden. De corporaties lopen dus vrijwel geen afzet- of prijsrisico.

Aan de kostenkant kan een analoge redenering worden gehanteerd. De corporaties voeren een ruimhartig beleid ten aanzien van beheer en onderhoud vanuit hun maatschappelijke taak.

²⁴ CBS/WSW - Lokale Monitor Wonen (bewerking ABF).

²⁵ De verhuurderheffing is de gemiddelde betaalde verhuurderheffing van zelfstandige huurwoningen. Doordat er ook woningen boven de liberalisatiegrens zijn, is de gemiddelde verhuurderheffing lager dan het gemiddelde voor sociale huurwoningen.

²⁶ Werkgroep discontovoet, (2015), Rapport werkgroep discontovoet 2015.

Deze hogere kosten drukken de beleidswaarde, maar daar staat tegenover dat dit het risicoprofiel verkleint. De corporatie die financieel in wat lastiger weer dreigt te komen heeft daardoor namelijk ook meer mogelijkheden om de kosten te verlagen dan een marktpartij die al scherp aan de wind vaart. Meer flexibiliteit aan de kostenkant betekent dan ook een lager risicoprofiel.

Ten slotte hebben corporaties lagere financieringslasten dan marktpartijen doordat de borging van WSW zorgt voor een lagere rente op leningen. Dit kan WSW doen, omdat het waarborgstelsel voldoende robuust is om in 99% van de mogelijke economische omstandigheden aan zijn verplichtingen te voldoen. Hierdoor is lenen bij WSW bijna risicovrij voor de DAEB-tak en een teken dat de DAEB-tak als laag risico's wordt ingeschat door schuldeisers. Voor de niet-DAEB-tak gelden deze voordelen niet, net zoals in de markt. Hierdoor betalen marktpartijen en niet-DAEB-instellingen een (extra) risico-opslag boven op de rente van DAEB-instellingen. Ortec heeft bij de indicatieve bestedingsruimte rekening gehouden met een risico-opslag van 0,75% bij niet-DAEB-instellingen ten opzichte van DAEB-instellingen. Bij een verhouding van 70% (vreemd vermogen/totaal vermogen) zou dit een kostenvoordeel opleveren van 0,5% van de marktwaarde per jaar.

Er lijkt al met al weinig reden om bij het verdisconteren van toekomstige kasstromen van corporaties discontovoeten te hanteren die uitgaan boven de gemiddelde discontovoet die voor normale economische activiteiten wordt aanbevolen.

De te hanteren discontovoet zou ook kunnen worden bepaald door een directe vergelijking te maken met de discontovoeten die marktpartijen in de commerciële verhuur impliciet hanteren. De wijze waarop dit kan worden bepaald wordt uiteengezet in bijgaand kader.

Gemiddelde impliciete discontovoet commerciële verhuurders 6,6%

Beleggers drukken de rentabiliteit uit in een bruto aanvangsrendement (BAR). Dit is het percentage van de huur op jaarbasis ten opzichte van de waarde van een woning. Het BAR dat beleggers vragen is afhankelijk van het bouwjaar, de locatie, risico's en andere specificaties van een woning. Het netto aanvangsrendement (NAR) volgt hier uit door voor deze factoren te corrigeren. Dit is de quotiënt tussen de netto huur (huur na aftrek van verwachte beheer- en onderhoudskosten) en de marktwaarde van een woning.

Het BAR van investeringen is vaak openbaar. Collier²⁷ geeft aan dat een BAR van gemiddeld 5,2% in Nederland wordt gehanteerd met een tendens tot daling. Particuliere beleggers als Altera²⁸ en Syntrus Achmea hanteren een BAR van respectievelijk 4,8% en 5%. Op basis van het voorgaande lijkt een BAR van 5% dus een redelijke inschatting voor wat marktpartijen hanteren. Daarnaast zijn zij gemiddeld 1,1% van de marktwaarde van een woning kwijt aan onderhouds- en beheerkosten en hanteren dus een NAR van ongeveer 3,9%.

Gegeven de gemiddelde WOZ-waarde van een woning is het mogelijk om een schatting te maken van het vereiste rendement (VR) dat particuliere verhuurders gemiddeld hanteren. Het VR is hetzelfde als de discontovoet (d). Marktpartijen waarderen een woning op basis van de verwachte huurinkomsten en onderhouds- en beheerkosten. Dit is weergegeven aan de hand van onderstaande formule:

$$W = \sum \frac{h_i}{(1+d)^i} - \frac{k_i}{(1+d)^i} \quad (1)$$

In de formule (1) zijn h_i en k_i respectievelijk de huuropbrengsten en de kosten in jaar i . De W staat voor de waarde van de woning. Marktpartijen hebben een redelijke vrijheid om de huren te verhogen, maar kunnen door concurrentie en betaalbaarheid niet elk jaar de

²⁷ Collier, 2017, "De Nederlandse vastgoedmarkt, update 2017".

²⁸ Altera, 2017, 'Jaarverslag 2017'.

huren te veel laten stijgen. Historisch gezien stijgen de huren gemiddeld met 1% boven de inflatie. De kosten nemen op lange termijn naar verwachting met een ½% boven de inflatie per jaar toe. Dit laatste komt overeen met het Handboek marktwaardering. Door bovenstaande in te vullen is de groeivoet van de huren (h_g) $i+0,01$ en de groeivoet voor de onderhouds- en beheerkosten (k_g) $i+0,005$. De som van vergelijking (1) is een oneindig geometrische reeks die als oplossing heeft:

$$W = \frac{h_0(1+h_g)}{d-h_g} - \frac{k_0(1+k_g)}{d-k_g} \quad (2)$$

Waar h_0 en k_0 de huur en de kosten aan het begin van de reeks zijn. Op basis van de BAR weten we dat de kosten in jaar nul gelijk zijn aan $0,05W$ en de huren in jaar nul gelijk zijn aan $0,011W$. Verder gaan wij uit van een inflatie van 1,5%. Door deze waarde in vergelijking (2) in te vullen krijg je vergelijking (3):

$$1 = \frac{0,05(1+0,015+0,01)}{d-(0,015+0,01)} + \frac{0,011(1+0,015+0,005)}{d-(0,015+0,005)} \quad (3)$$

De oplossing van vergelijking (3) is $d = 0,066$. De particuliere sector hanteert dus impliciet een gemiddelde discontovoet van nominaal 6,6%. Dit is bijna dezelfde discontovoet als corporaties gemiddeld moeten hanteren. Hierbij wordt dan echter niet gecorrigeerd voor het feit dat corporaties een duidelijk lager risicoprofiel hebben dan marktpartijen.

4.2 Maatschappelijk Economische Waarde (MEW)

Maatschappelijk economische waarde van het bezit is € 75.000 per zelfstandige huurwoning

Als het bezit economisch gewaardeerd wordt op basis van maatschappelijke kasstromen met inachtneming van redelijke discontovoeten, dan ontstaat een ander beeld van de maatschappelijke waarde van het bezit van corporaties. Hiervoor worden twee varianten doorgerekend: een variant sluit aan bij een gebruikelijke reële discontovoet van 3%, de andere variant volgt uit een vergelijking waarbij de discontovoet wordt afgeleid vanuit de kengetallen van commerciële verhuurders (NAR: 3,9%).

Indien een reële discontovoet van 3% wordt gehanteerd met een inflatie van 1,5% dan zou formule (2) gebruikt kunnen worden om de waarde van een gemiddelde huurwoning uit te rekenen:

$$W = \frac{6.110(1 + 0,015)}{(0,045 - 0,015)} - \frac{1.660(1 + 0,02)}{(0,045 - 0,02)} - \frac{920(1 + 0,02)}{0,045 - 0,02} - \frac{600(1 + 0,02)}{(0,045 - 0,02)} = 77.000$$

De maatschappelijk economische waarde van een gemiddelde zelfstandige huurwoning zou daarmee toenemen naar ruim € 75.000. Een vergelijkbare waarde kan afgeleid worden door middel van een NAR-berekening met maatschappelijke kengetallen (tabel 4.2). De waarde van een gemiddelde sociale huurwoning is € 75.000 op basis van een NAR van 3,9% bij maatschappelijke kasstromen (zie tabel 4.3). Dit is nog een behoedzame inschatting omdat er vanuit wordt gegaan dat de lagere financieringskosten en de duidelijk geringere risico's van corporaties volledig wegvallen tegen de wat grotere mogelijkheden van marktpartijen om huren in de tijd extra te verhogen. Beide varianten leiden tot een maatschappelijk economische waarde die bijna 40% hoger is dan de beleidswaarde. De waarde van het DAEB-bezit komt daarmee uit op € 173 miljard.

Tabel 4.3 Kengetallen voor een gemiddelde zelfstandige huurwoning in de sociale huursector in 2017

Gemiddelde zelfstandige huurwoning	
Huur	€ 6.110
Onderhoudskosten	- € 1.660
Beheerkosten	- € 920
Verhuurderheffing	- € 600
Maatschappelijke kasstroom	€ 2.930
Maatschappelijk economische waarde	€ 75.000

Bron: dVi 2017, bewerking EIB

Investeringscapaciteit neemt toe naar € 40 miljard bij MEW

Door het waarderen van het bezit volgens de MEW in plaats van de beleidswaarde neemt de gemiddelde LTV-ratio af van 54% naar 37% op sectorniveau. Het hanteren van de MEW in plaats van de bedrijfswaarde heeft verschillende effecten voor individuele corporaties. Op basis van de gemiddelde toename neemt het aantal corporaties met een LTV-ratio boven de 60% af van 149 naar 4 (tabel 4.4). Aangezien voor relatief veel corporaties de LTV-ratio het belangrijkste knelpunt is, is berekend wat bij gebruik van de MEW het nieuwe knelpunt is²⁹. Voor twee derde van de corporaties is de ICR nu het belangrijkste knelpunt³⁰. Daarna volgt de LTV-ratio die voor 15% van de corporaties de beperkende ratio vormt. Solvabiliteit en dekkingsratio is voor een kleiner aantal corporaties het belangrijkste knelpunt.

Tabel 4.4 Onderverdeling LTV-ratio in aantal corporaties en aantal zelfstandige huurwoningen DAEB in 2017 op basis van MEW

LTV-ratio	Aantal corporaties	Aantal zelfstandige huurwoningen DAEB
>75%	1	51.000
70%-75%	1	4.000
60%-70%	2	28.000
<60%	316	1.997.000
Totaal	320	2.080.000

Bron: dPi 2017, bewerking EIB

Gegeven deze beperkingen neemt de indicatieve bestedingsruimte bij het hanteren van de MEW toe tot € 40 miljard in de periode tot 2023. Dat is € 17 miljard meer dan de investeringscapaciteit volgens Ortec op basis van de nieuwste gegevens (zie kader).

²⁹ Voor solvabiliteit is de marktwaarde op basis van volkshuisvestelijke bestemming genomen, omdat te weinig bekend is over de verdeling van de beleidswaarde/MEW en de mogelijke aanpassing van de grenswaarden.

³⁰ Uitgaande van een rente van 3% op nieuwe leningen. Dit is een voorzichtige schatting en is zeker op korte termijn nog lager. Door onzekerheid op lange termijn is besloten om dit voorzichtig in te schatten.

Beleidswaarde oud en nieuw

De beleidswaarde is vanaf dPi2018 een nieuw waardebegrip en nog niet op corporatieniveau beschikbaar. De gemiddelde beleidswaarde per zelfstandige huurwoning is berekend op basis van de beleidswaarde op sectorniveau (IBW2019). Op corporatieniveau is de bedrijfswaarde uit dPi2017 het meest recent. Volgens de eerste inventarisatie begin 2019 bleek de beleidswaarde gemiddeld 5% hoger te liggen dan de bedrijfswaarde. Gegeven dit beperkte verschil is de bedrijfswaarde gehanteerd als proxy voor corporaties op individueel niveau.

Zeer recent werd de IBW2019 gepubliceerd, waaruit blijkt dat de beleidswaarde op sectorniveau 10% hoger lag dan uit de eerste inventarisatie van 2019 volgde. Ruim 80% van dit verschil kan door een lagere discontovoet verklaard worden. De nieuwste inschatting van de beleidswaarde met een lagere discontovoet komt dan ook dichterbij de MEW. Hieruit blijkt hoe belangrijk de discontovoet is voor de berekening van de beleidswaarde en de investeringscapaciteit die daarmee samenhangt. Tevens kan worden opgemerkt dat het vanuit stabiliteitsperspectief wenselijk is om structurele discontovoeten te hanteren, die met een beperkte periodiciteit worden aangepast.

De investeringscapaciteit van € 40 miljard is echter niet gelijk verdeeld over de verschillende corporaties. Zo zijn er nog altijd ten minste 13 corporaties zonder investeringsruimte, wat wel een halvering is ten opzichte van de bestedingsruimte op basis van de beleidswaarde (tabel 4.5)³¹. Het aantal corporaties met een bestedingsruimte tot en met € 5.000 per zelfstandige huurwoning neemt nog sterker af, terwijl het aantal corporaties met een investeringscapaciteit van meer dan € 15.000 per zelfstandige huurwoning met 140% toeneemt.

Tabel 4.5 Bestedingsruimte³² in 2019 volgens de beleidswaarde en MEW gecategoriseerd naar investeringsruimte per zelfstandige huurwoning in de DAEB-tak, in aantallen corporaties

Bestedingsruimte in €	Beleidswaarde	MEW
0	28	13
0-5.000	81	16
5.000-10.000	59	33
10.000-15.000	58	33
>15.000	94	225
Totaal	320	320

Bron: EIB

³¹ De investeringsruimte per corporatie is het totaal van de DAEB-tak en neemt ook de investeringscapaciteit mee dat voor andere bezittingen gebruikt kan worden. Hierdoor kan de investeringscapaciteit per zelfstandige huurwoning voor een aantal corporaties een vertekenend beeld geven.

³² Bestedingsruimte is hier afwijkend van de indicatieve bestedingsruimte, omdat het per corporatie lastig is te achterhalen welke investeringen gepland zijn. Hierdoor is in deze tabel een indicatie gegeven van de totale investeringsruimte. Een verschil met Ortec is dat hier alleen naar de investeringsruimte in 2019 wordt gekeken, terwijl Ortec hanteert dat geen van de financiële ratio's in de periode 2020-2023 overtreden kan worden.

5 Investeringscapaciteit en verduurzaming

Het vorige hoofdstuk liet zien welke ruimte corporaties hebben om te investeren volgens de beleidswaarde en de MEW. Deze ruimte kan gebruikt worden voor investeringen in betaalbaarheid (lagere huren), toegankelijkheid van de sociale huursector (meer huurwoningen bouwen) en verbetering van de kwaliteit (o.a. verduurzaming en onderhoud). Investeren in één van deze categorieën verminderen mogelijke investeringen in de andere categorieën. Aangezien in het Klimaatakkoord een belangrijke rol voor corporaties is weggelegd in de gebouwde omgeving, gaat dit hoofdstuk in op wat corporaties op dit gebied kunnen doen (paragraaf 5.1), zonder investeringen te doen in betaalbaarheid en toegankelijkheid van de sociale sector. In paragraaf 5.2 wordt ingegaan op wat een klein aantal corporaties die zelfs met de MEW niet of nauwelijks investeringscapaciteit hebben, kunnen doen om hun bestedingsruimte te vergroten.

5.1 Duurzaamheidsinvesteringen en besparingen

Huidige voorraad is gemiddeld energielabel C

In het energieakkoord is afgesproken dat de gehele sociale woningvoorraad in 2020 een gemiddeld energielabel B heeft. In 2018 was de huurvoorraad echter nog gemiddeld energielabel C (figuur 5.1)³³. De verwachting is dan ook niet dat corporaties gemiddeld label B in 2020 gaan halen³⁴. Voor 2030 is het doel zelfs om op gemiddeld energielabel A uit te komen. Hiervoor zullen corporaties de investeringen in verduurzaming verder moeten opvoeren om dit te halen.

Verduurzaming veelal gecombineerd met kwaliteitsverbeteringen

Het verduurzamen van woningen gaat bijna altijd gepaard met andere kwaliteitsverbeteringen, zoals het vernieuwen van een dak, een badkamer of een keuken. Het komt zelden voor dat andere kwaliteitsverbeteringen niet gelijktijdig worden meegenomen, omdat huurders al last hebben van een verbouwing en het ook goedkoper is om deze werkzaamheden gelijktijdig mee te nemen dan dit op een later moment te doen. Woningen met een relatief slecht energielabel hebben in het algemeen ook vaak een slechtere staat waardoor aangenomen kan worden dat daarvoor ook meer additionele maatregelen genomen worden dan bij woningen met een beter energielabel.

Kosten verduurzamen afhankelijk van gekozen pad

De kosten van verduurzaming van bestaand corporatiebezit hangen verder af van de uitgangssituatie en de vraag in hoeverre gekozen wordt voor maximale kosteneffectiviteit. In tabel 5.1 zijn de investeringskosten weergegeven van drie routes om te verduurzamen. Als alle woningen naar minimaal label B worden opgetrokken is sprake van een investering van € 12 miljard. Hiermee zou 1,3 miljoen woningen verbeterd moeten worden. Worden alle woningen opgetrokken naar label A dan gaat het om een investeringsbedrag van € 22 miljard en naar BENG zou het zelfs gaan om bijna € 80 miljard. Bij de laatste optie moeten bijna alle corporatiewoningen worden aangepakt. In de praktijk zullen corporaties een deel naar label B verduurzamen, een deel naar label A en een klein deel soms ook naar BENG of zelfs Nul op de Meter (NOM).

Corporaties halen het niet om minimaal energielabel A te halen met de beleidswaarde

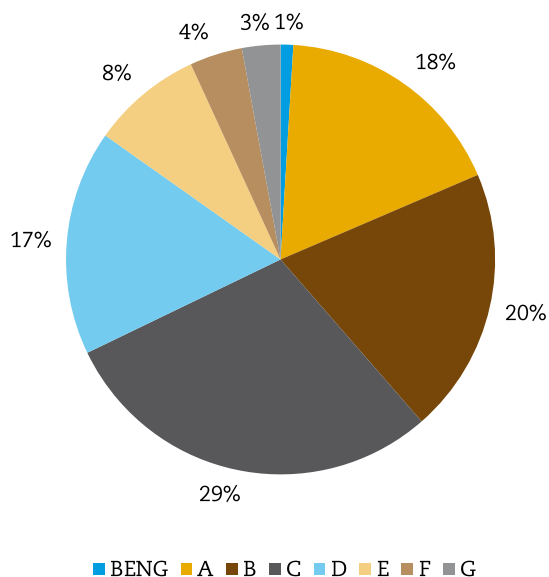
Als we minimaal label A als uitgangspunt nemen, vergt dit een investering van € 22 miljard. Deze investering lijkt mogelijk bij de bestedingsruimte zoals die in 2018 is berekend van € 23 miljard. Echter kunnen niet alle individuele corporaties tegelijkertijd maximaal lenen om dit te realiseren. Weliswaar is die bestedingsruimte gekoppeld aan de analyse van 2019-2022, zodat kan worden verondersteld dat de bestedingsruimte tot 2030 naar verwachting hoger zal zijn,

³³ Voor deze figuur is A+ meegerekend bij A en A++ benoemd als BENG.

³⁴ <https://www.cobouw.nl/woningbouw/nieuws/2017/06/corporaties-hebben-huzarenstukje-nodig-om-label-b-te-halen-101249943>.

maar aan de andere kant geldt dat corporaties ook moeten investeren in nieuwe woningen en in betaalbaarheid. De conclusie lijkt dan ook gerechtvaardigd dat het met de huidige beleidswaarde niet goed mogelijk lijkt om verduurzaming van het corporatiebezit tot gemiddeld label A in 2030 te verwezenlijken.

Figuur 5.1 Verdeling woningvoorraad woningcorporaties naar energielabel, in 2018



Bron: dPi 2017, bewerking EIB

Tabel 5.1 Netto contante waarde van totale investeringskosten bij drie varianten van verduurzaming tot 2030

	Totale investering in miljard €		
	Minimaal label B	Minimaal label A	Minimaal BENG
Verduurzaming	6,2	11,4	40,3
Groot onderhoud	5,9	10,8	38,3
Totaal	12,1	22,2	78,6
	Gemiddelde investering in €		
Per DAEB-woning	6.000	10.500	38.000

Bron: EIB

Gemiddeld energielabel A haalbaar bij waardering MEW

Bij waardering volgens de MEW stijgt de investeringscapaciteit tot € 40 miljard. Op geaggregeerd niveau is dit ruim voldoende om de totale verduurzaming naar gemiddeld label A te realiseren en daarnaast ook te investeren in nieuwbouw en betaalbaarheid. Op individueel niveau is dit overigens niet altijd gegarandeerd. Uit tabel 4.5 kan worden afgeleid dat 80% van de corporaties dan een bestedingsruimte hebben van meer dan € 10.000 per woning en aangenomen mag worden dat de autonome bestedingsruimte tot 2030 – in plaats van tot 2022 – nog hoger uitvalt. Zo zal de overgrote meerderheid van de corporaties in staat worden gesteld om de verduurzaming richting label A te realiseren en dit ook te combineren met ambities rond nieuwbouw en betaalbaarheid. Op sectorniveau kan dan worden geconcludeerd dat een gemiddeld label A haalbaar is als de beleidswaarde op de MEW wordt gebaseerd.

Er blijft overigens ook in die situatie een (beperkte) groep corporaties over die dit doel niet kunnen halen. Een eerste oplossing hier is om in ieder geval een deel van de besparing op de energierekening die huishoudens realiseren terug te halen via de huur of via extra servicekosten. Ortec (2018) houdt hier ook rekening mee in hun berekeningen tot 2022 en ook daarna zou extra inrijzen van energiebesparing de corporaties kunnen helpen die ook bij de hogere beleidswaarde de duurzaamheidsambities nog niet volledig kunnen realiseren.

5.2 Alternatieven voor corporaties met slechte investeringspositie

Verkoop en fusies oplossing voor corporaties met een slechte investeringspositie

Het hanteren van de MEW in plaats van de beleidswaarde zorgt voor meer armslag van corporaties. Desondanks zijn er, ook bij waardering van het bezit volgens maatschappelijke kasstromen, een klein aantal corporaties (maximaal 25) die geen of weinig aan verduurzaming kunnen doen als gevolg van een beperkte investeringscapaciteit. Voor deze corporaties biedt verkoop van bezit een mogelijkheid om de financiële positie te versterken. Zoals hierboven al is geconstateerd is de marktwaarde zowel in verhuurde als in onverhuurde staat ook bij toepassing van de MEW gemiddeld nog altijd aanzienlijk hoger dan de beleidswaarde. Door woningen af te stoten verkrijgen corporaties met een kwetsbare financiële positie duidelijk meer armslag. Dit kan door woningen aan marktpartijen te verkopen, maar het kan ook gaan om transacties binnen de sociale sector. Corporaties met relatief veel investeringsruimte investeren dan in woningen van corporaties die zelf te weinig investeringscapaciteit hebben. Voor de kleinere corporaties zou een fusie ook een oplossing kunnen zijn, zeker als hiermee ook efficiencyvoordelen door extra schaalgrootte kunnen worden gerealiseerd. Voor de totale duurzaamheidsambities is het oplossen van de restproblematiek van een zeer beperkt aantal corporaties overigens van ondergeschikt belang. De centrale conclusie blijft dat de corporatiesector de verduurzamingsambitie voor 2030 goed kan realiseren als de beleidswaarde op de MEW wordt afgestemd.

Bijlage A Waardebegrippen

Marktwaarde in onverhuurde staat

De marktwaarde in onverhuurde staat is de WOZ-waarde per woning. In 2016 was de gemiddelde WOZ-waarde van een zelfstandige huurwoning € 147.500. Echter, de beleidswaarde in 2017 is alleen bekend per gewogen verhuureenheid in de DAEB-tak. Om de waardebegrippen te vergelijken moeten ze beide in dezelfde eenheid uitgedrukt worden. Voor 2016 en 2017 is het aantal verhuureenheden bekend. Bij het aantal gewogen verhuureenheden zijn naast zelfstandige wooneenheden, ook onzelfstandige wooneenheden, intramuraal vastgoed, parkeergelegenheden, bedrijfsmatig en maatschappelijk onroerend goed meegenomen³⁵.

De huuropbrengst per gewogen verhuureenheid is hoger dan de huuropbrengst per zelfstandige wooneenheid. Bekend is wat de huur per zelfstandige wooneenheid is en op basis hiervoor kon het aantal (fictieve) zelfstandige wooneenheden worden berekend (tabel A.1). Gegeven de verhouding van marktwaarde in onverhuurde staat en verhuurde staat in 2016 is de marktwaarde in onverhuurde staat voor 2017 geschat op ongeveer € 155.500 per zelfstandige wooneenheid.

Tabel A.1 Berekening van de WOZ-waarde in 2017 op basis van gegevens over 2016

	Jaar	Totaal DAEB	Per zelfstandige wooneenheid	Per gewogen verhuureenheid
Marktwaarde onverhuurde staat	2016	€ 351 miljard	€ 147.500 ²	€ 152.000
	2017	€ 359 miljard	€ 155.500	€ 160.000
Marktwaarde verhuurde staat	2016	€ 232 miljard ¹	€ 97.500	€ 100.500
	2017	€ 237 miljard ¹	€ 102.500	€ 106.000
Beleidswaarde	2018	€ 127 miljard ³	€ 55.000	€ 57.000 ³
Aantal	2016		2.382.000 ¹	2.314.000 ¹
	2017		2.310.000 ¹	2.245.000 ¹

1 Op basis van dVi 2017.

2 Aedes, <https://www.aedes.nl/feiten-en-cijfers/woning/hoe-ziet-de-gemiddelde-corporatiewoning-eruit/expert-hoe-ziet-de-gemiddelde-corporatiewoning-eruit.html>

3 Op basis van IBW2018.

Bron: dVi 2017, AW/WSW, bewerking EIB

Marktwaarde in verhuurde staat

Corporaties waarden elk jaar de marktwaarde in verhuurde staat van hun bezit. Hierbij moeten ze aan bepaalde voorwaarden voldoen die jaarlijks in een Handboek marktwaardering staan. Corporaties zijn verplicht jaarlijks een derde van hun bezit op basis van een 'full-waardering' te laten waarden door taxateurs. Voor het overige deel kan een modelmatige aannemelijkheidstoets of taxatie-update plaatsvinden.

Corporaties moeten met twee scenario's rekening houden bij het waarden van het bezit:

- het doorexploiteerscenario
- het uitpondscenario.

³⁵ <https://cbc.databank.nl/faq/Prestatievelden-en-indicatoren>.

In beide scenario's is de waarde gelijk aan de netto contante waarde van de verwachte huurinkomsten en exploitatiekosten voor een periode van 15 jaar en de eindwaarde in jaar 15 op basis van een voortdurende looptijd. Het verschil tussen de twee scenario's betreft de aanname bij mutatie (het verlaten van de woning door de huurder):

- Corporaties verhuren alle vrijkomende woningen aan nieuwe huurders in het doorexploiteerscenario. De nieuwe huur is gelijk aan de markthuur of de maximale huur op basis van het WWS.
- Corporaties verkopen alle vrijkomende woningen in het uitpondscenario. Uiteindelijk verkopen corporaties alle woningen.

Voor beide scenario's berekenen corporaties een aparte mutatiekans die (deels) gebaseerd is op het gemiddelde aantal mutaties in de vijf voorgaande jaren. De markthuur en exploitatiekosten zijn in deze berekeningen modelmatig bepaald op basis van kenmerken uit het Handboek marktwaardering. Exploitatiekosten bestaan uit onderhouds- en beheerkosten, belastingen gerelateerd aan het corporatiebezit (dus exclusief vennootschapsbelasting), verzekeringen, overige zakelijke lasten en de verhuurderheffing.

De gehanteerde discontovoet is bij een modelmatige waardering bepaald op basis van de volgende parameters:

- De gehanteerde discontovoet in het voorgaande jaar
- De bouwjaarklasse
- Het type verhuureenheid (eensgezins/meergezins)
- De regio waarin de verhuureenheid zich bevindt op COROP-niveau en een aparte opslag voor de vier grote steden
- Een opslag voor wanneer de verhuureenheid zich in krimp- en/of aardbevingsgebied bevindt
- Marktontwikkelingen waarvan de impact afhankelijk is van de COROP en vier grote steden

Aanvullend is in het uitpondscenario een opslag gehanteerd ten opzichte van het doorexploiteerscenario. Deze op- of afslagen zijn het resultaat van onderzoek naar de toegepaste discontovoeten op basis van 'full-waarderingen' door taxateurs en zijn daarna getest voor validatie.

Wanneer een 'full-waardering' is gedaan door taxateurs, hebben zij de mogelijkheid om de volgende parameters van de waardering aan te passen ten opzichte van de modelmatige waardering om zo beter aan te sluiten bij de praktijk: schematische vrijheid, markthuur (stijging), exit yield, leegwaarde(stijging), discontovoet, onderhoud, technische splitsingskosten, mutatie- en verkoopkans, bijzondere uitgangspunten, erfpacht en het gekozen exploitatiescenario. Taxateurs moeten hun keuzes verantwoorden en de aannemelijkheid van de rest van de marktwaarde beoordelen.

Gegeven het fictief aantal zelfstandige wooneenheden komt de marktwaarde in verhuurde staat uit op ongeveer € 102.500 per woning in 2017.

Beleidswaarde

De beleidswaarde is een nieuw waardebegrip dat vanaf 2019 het begrip bedrijfswaarde vervangt. Deze is afgeleid van de marktwaarde in verhuurde staat, maar dan nog gecorrigeerd voor vier posten:

- De eerste correctie betreft het altijd moeten kiezen voor het doorexploiteerscenario. Ook is het geen optie meer om de eindwaarde te bepalen op basis van de exit yield.
- De tweede correctie betreft betaalbaarheid. Bij mutatie moeten corporaties met een zogenoemde streefhuur werken in plaats van de markthuur of maximale huur op basis van het woningwaarderingssysteem. Deze streefhuur is beïnvloed door regelgeving en afspraken over de maximale huurstijging, zoals beschreven in paragraaf 2.2.
- De derde correctie betreft hogere onderhoudskosten die corporaties hebben ten opzichte van marktpartijen.
- De vierde correctie betreft hogere beheerkosten die corporaties hebben ten opzichte van marktpartijen.

In 2018 is een eerste inventarisatie gedaan van de beleidswaarde onder corporaties, waaruit is gebleken dat de gemiddelde beleidswaarde van een gewogen verhuureenheid in de DAEB-tak ruim € 51.000 bedraagt, ongeveer 45% van de marktwaarde in verhuurde staat. Recent is door Ortec in IBW2018 op basis van dPi2018 een meer recentere schatting gegeven van de beleidswaarde. Hieruit kwam een beleidswaarde van de DAEB-tak van € 127 miljard. Gegeven het fictief aantal zelfstandige wooneenheden en het gewogen aantal verhuureenheden in 2017, komt de beleidswaarde uit op ongeveer € 55.000 per zelfstandige huurwoning in 2018. Dit is circa 10% hoger dan volgens de eerste inventarisatie.



Koninginneweg 20
1075 CX Amsterdam
t (020) 205 16 00
eib@eib.nl
www.eib.nl