

CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

**Het extra financiële
voordeel van het
Investeringsfonds voor de
40-wijken corporaties**

1. Samenvatting en conclusies

Het Investeringsfonds zoals dat door de Aedes verenigingscommissie is uitgewerkt, is in essentie een financieringsconstructie. Corporaties die gebruik maken van het investeringsfonds betalen een lagere vergoeding over de financieringsmiddelen dan wanneer ze de middelen via de kapitaalmarkt zouden aantrekken. De voordelen van het gebruiken van het Investeringsfonds liggen dan ook in de lagere rentelasten gedurende de looptijd van de door het Investeringsfonds verstrekte financieringsmiddelen. Bij het bepalen van de voordelen van het Investeringsfonds kan het Investeringsfonds het beste worden vergeleken met het aantrekken van financiering op de kapitaalmarkt.

De financiële voordelen van het Investeringsfonds liggen in de differentiële kasstromen die optreden in vergelijking met financiering via de kapitaalmarkt. Naast de lagere rentekasstromen zijn nog een aantal specifieke kasstromen als gevolg van de werking van het Investeringsfonds van belang. Deze kasstromen zijn:

- ◆ Het rentenadeel dat verbonden is aan de storting in het Investeringsfonds. Dit is de gespiegelde kasstroom van het rentevoordeel
- ◆ Kasstroom als gevolg van de terugkoop van de woningen door de corporaties die gebruik maken van het Investeringsfonds
- ◆ Exploitatiekasstroom en liquidatiekasstroom bij liquidatie van het Investeringsfonds
- ◆ Kasstromen als gevolg van de fiscaliteit, te weten de vennootschapsbelasting en de overdrachtsbelasting

In deze notitie zijn de extra financiële voordelen van het Investeringsfonds voor de corporaties in de 40 wijken bepaald door de differentiële kasstromen voor deze corporaties te bepalen en deze contant te maken naar 1 januari 2008. Naast een basisvariant zijn ook zijn ook een aantal alternatieve varianten doorgerekend. In totaal zijn vier varianten doorgerekend. :

- ◆ Basisvariant: storting € 500 miljoen met een aandeel van 50% voor corporaties in de 40 wijken, met partiële stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken
- ◆ Variant 1: storting € 500 miljoen met een aandeel van 50% voor corporaties in de 40 wijken, zonder stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken
- ◆ Variant 2: storting € 250 miljoen met een aandeel van 100% voor corporaties in de 40 wijken, met partiële stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken
- ◆ Variant 3: storting € 250 miljoen met een aandeel van 100% voor corporaties in de 40 wijken, zonder stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken

De omvang van het extra financieel voordeel voor de '40-wijken corporaties' is in tabel 1 weergegeven. De eerste twee varianten, waarbij ook andere corporaties gebruik maken van het Investeringsfonds scoren relatief slecht voor de '40-wijken corporaties'. Ook als er zoals in de basisvariant sprake is van een partiële stortingsvrijstelling, gaat een deel van het financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties' teniet doordat ook andere corporaties gebruik maken van het Investeringsfonds. Wanneer rekening wordt gehouden met de fiscale effecten ontstaat er in de eerste twee varianten zelfs een financieel nadeel voor de '40-wijken corporaties'.

de '40-wijken corporaties als enige gebruik maken van het Investeringsfonds neemt het extra financiële voordeel duidelijk toe. Met de partiële vrijstelling is het extra financiële voordeel groter dan wanneer er geen vrijstelling is. Ook in de laatste twee varianten verdwijnt een groot deel van het voordeel door de fiscaliteit. Er resteert dan een extra financieel voordeel voor de '40-wijken corporaties' van € 133 miljoen, resp. € 110 miljoen.

Tabel 1: Het extra financieel voordeel van het Investeringsfonds voor de 40-wijken corporaties bij de vier varianten, (x € 1.000)

	Exclusief fiscaal effect	Inclusief fiscaal effect
Basisvariant	96.164	- 22.121
Variant 1	38.266	- 69.926
Variant 2	284.586	133.453
Variant 3	255.637	109.550

Het Investeringsfonds is te beschouwen als een middel om financieringsmiddelen te verwerven. Voor het verwerven van die financieringsmiddelen heeft de vastgoedtransactie, die ook deel uitmaakt van de wijze waarop het Investeringsfonds is uitgewerkt, geen toegevoegde waarde. De kosten van die vastgoedtransactie op sectorniveau als gevolg van de fiscale consequenties zijn groot en kunnen bespaard worden door de vastgoedtransactie achterwege te laten.

2. Inleiding

Op 17 september 2007 hebben de minister voor WWI en Aedes het Onderhandelaarsakkoord gesloten. Een onderdeel van dit akkoord sluit aan bij de wijkenaanpak van de minister. Van corporaties, die actief zijn in de 40 aandachtswijken, wordt extra inzet verwacht in die wijken. De extra inzet is tien jaar lang € 250 miljoen per jaar. Of deze inzet in de vorm van investeringen of directe kosten plaats vindt, is niet vastgelegd. Van de andere corporaties, die niet actief zijn in de 40 wijken wordt een financiële ondersteuning verwacht van € 750 miljoen over de periode van tien jaar. Om dit financiële voordeel van de ene groep corporaties die niet actief is in de 40 wijken, door te geven aan de corporaties die wel actief zijn in de 40 wijken, wordt overeenkomstig het akkoord een Investeringsfonds opgericht.

De Aedes Verenigingscommissie Garantie Investerings heeft in haar advies "Garanderen om te presteren" van 26 oktober 2007 een verdere uitwerking van het Investeringsfonds gegeven. Op onderdelen wijkt het advies af van het gesloten akkoord. De afwijkingen zijn door de verenigingscommissie in haar advies vermeld. In het advies is niet ingegaan op de vraag of met de voorgestelde vorm en werkwijze van het Investeringsfonds, het doel van dat Investeringsfonds, zoals dat in het akkoord is opgenomen, te weten het bieden van extra financiële ruimte van € 750 miljoen voor de '40-wijken corporaties', wordt gerealiseerd.

De minister voor WWI en Aedes hebben op 7 november het Centraal Fonds gevraagd na te gaan hoe groot het extra financiële voordeel is dat de 40-wijken corporaties bij gebruikmaking van het Investeringsfonds ontvangen. Aan de heren P. Klop RA MGA (Deloitte) en B. A. Spelbos RA (PricewaterhouseCoopers) is gevraagd om de bij de beantwoording van de vraag gebruikte definities, uitgangspunten, berekeningsmethodiek en plausibiliteit te valideren. Het rapport van bevindingen is als bijlage 2 aan deze notitie toegevoegd.

De opbouw van deze notitie is verder als volgt. In de volgende paragraaf worden de vormgeving en de werkwijze van het Investeringsfonds beschreven. Aansluitend wordt de aan het Centraal Fonds gestelde vraag weergegeven. Vervolgens wordt in de vierde paragraaf de gestelde vraag beantwoord.

3. Het voorgestelde Investeringsfonds

De uitwerking van het Investeringsfonds zoals dat door de verenigingscommissie is voorgesteld, ziet er in hoofdlijnen als volgt uit:

- ◆ er wordt een Investeringsfonds opgericht in de vorm van een toegelaten instelling;
- ◆ de voeding van het Investeringsfonds vindt plaats via obligo's gedurende vier jaar met een maximum van €500 miljoen per jaar; de obligo's worden omgezet in een achtergestelde obligatie als het Investeringsfonds de financiële middelen nodig heeft;
- ◆ alle corporaties dragen bij aan het verstrekken van de obligo's en aansluitend achtergestelde obligaties naar rato van de WOZ-waarde van het woningbezit onder aftrek van de rentabiliteitswaarde van de uitstaande leningen;
- ◆ de rentevergoeding van het Investeringsfonds aan de corporaties over de verstrekte obligaties wordt vastgesteld door de leden van de toegelaten instelling, in casu de obligatiehouders; te verwachten is dat de vergoeding gelijk is aan de inflatie;
- ◆ corporaties kunnen gebruik maken van het Investeringsfonds indien zij aannemelijk kunnen maken dat zij over onvoldoende middelen beschikken, voldoende inspanning hebben verricht om zelf bezit te verkopen en er ook geen andere mogelijkheden van collegiale financiering blijken te zijn;
- ◆ corporaties die gebruik maken van het Investeringsfonds dragen voor het bedrag dat ze gebruik maken van het Investeringsfonds, het juridische eigendom van woningen over aan het Investeringsfonds; het economische eigendom blijft bij de betreffende corporaties;
- ◆ de waardering van de overgedragen woningen is op basis van de marktwaarde onder de veronderstelling dat de exploitatie als sociale huurwoning onveranderd wordt voortgezet; de verenigingscommissie beschouwt dit waardebegrip als een werkbegrip, dat nog nadere uitwerking behoeft en niet als een exacte definitie;
- ◆ als vergoeding voor het behoud van het economische eigendom (of gebruiksrecht) betalen de betreffende corporaties aan het Investeringsfonds jaarlijks een vergoeding gelijk aan de inflatie plus een geringe verhoging om daarmee de kosten van het Investeringsfonds te kunnen dekken;
- ◆ na 15 jaar hebben de corporaties het recht de woningen terug te kopen van het Investeringsfonds waarbij de helft van de waardeverhoging ten goede komt aan het Investeringsfonds; als er sprake is van een waardedaling komt die daling volledig ten laste van het Investeringsfonds;
- ◆ aan het einde van de periode, die maximaal 19 jaren bedraagt (4 plus 15), wordt het Investeringsfonds geliquideerd en komt het saldo ten goede aan, of ten laste van alle corporaties naar rato van de aan het Investeringsfonds verstrekte leningen.

Zoals in het voorafgaande al is aangegeven, wijkt deze uitwerking van het Investeringsfonds op onderdelen af van hetgeen in het Onderhandelaarsakkoord is overeengekomen.

De verschillen zijn in het advies van de verenigingscommissie opgesomd. De verschillen ten opzichte van het Onderhandelaarsakkoord hebben een grote invloed op de werking van het Investeringsfonds.

4. De aan het Centraal Fonds gestelde vraag

De minister voor WWI en Aedes hebben aan het Centraal Fonds de volgende vraag gesteld:

Wat is het extra financiële voordeel voor de corporaties in de 40 wijken van het gebruik van het Investeringsfonds?

Bijlage 1 bevat de precieze vraagformulering.

De aannames over de werking van het Investeringsfonds in de vraagformulering sluiten niet aan bij het voorstel van de verenigingscommissie. Belangrijke verschillen zijn:

- ◆ de mogelijkheid om gebruik te maken van het Investeringsfonds is niet vier maar tien jaar; rekening houdend met het feit dat elk gebruik een periode van 15 jaar beslaat, is de liquidatie van het Investeringsfonds in principe pas na 25 jaar;
- ◆ verondersteld wordt dat de '40-wijken corporaties' in ieder geval jaarlijks voor een bedrag van € 250 miljoen gebruik maken van het Investeringsfonds; de mogelijkheid dat andere corporaties jaarlijks voor eenzelfde bedrag eveneens gebruik maken van het Investeringsfonds vormt een variant;
- ◆ wat betreft de mogelijke vrijstelling van de '40-wijken corporaties' om ook obligo's en vervolgens achtergestelde obligaties aan het Investeringsfonds te verstrekken, wordt in de vraagformulering een scenario onderscheiden waarbij er sprake is van geen vrijstelling en een ander scenario met een vrijstelling in de mate dat het woningbezit van de betreffende corporaties zich in de 40 wijken bevindt (partiële vrijstelling);
- ◆ in alle gevallen zullen de betreffende corporaties het juridische eigendom van de woningen na 15 jaar weer terugkopen van het Investeringsfonds; de veronderstelde waarde-ontwikkeling is gelijk aan de inflatie.

5. Het voordeel van het Investeringsfonds

Bij de beantwoording van de vraag wat het extra financiële voordeel is voor de '40-wijken corporaties' die gebruik maken van het Investeringsfonds wordt verondersteld dat de extra inzet in de 40 wijken als zodanig vaststaat. Het gaat erom gegeven deze extra inzet, te bepalen welke financieel voordeel het Investeringsfonds oplevert voor de '40-wijken corporaties'. Voor een juiste bepaling van het financiële voordeel, dat verbonden is aan het Investeringsfonds, dient de situatie waarin gebruik gemaakt wordt van het Investeringsfonds, vergeleken te worden met een alternatieve situatie. Kijkend naar de opzet van het Investeringsfonds ligt het voor de hand om twee mogelijke alternatieven te beschouwen om de benodigde financiering te verkrijgen:

- ◆ Verkoop van bezit in verhuurde staat door corporaties in de 40 wijken aan derden.
- ◆ Aantrekken van leningen op de kapitaalmarkt door corporaties in de 40 wijken.

In de vraagformulering is sprake van een verkoop van woningen aan het Investeringsfonds. Het juridische eigendom gaat over naar het Investeringsfonds; het economische eigendom blijft bij de corporatie. De corporatie oefent na 15 jaar het terugkooprecht uit. De verkopende corporatie behoudt het beheer over de woningen. Uitgangspunt is dat de corporatie de exploitatie van het vastgoed voor eigen rekening en risico uitvoert en betaalt het Investeringsfonds een vergoeding voor het gebruik van het vastgoed. In de vraagformulering is deze vergoeding op 2% gesteld. Ook ten behoeve van de volkshuisvestelijke doelstellingen van de verkopende corporatie blijven de verkochte woningen beschikbaar. Daarnaast is sprake van een verkoopprijs aan het Investeringsfonds die (in beperkte mate) onder de marktwaarde van het bezit ligt. Bij een vergelijking van het Investeringsfonds met de verkoop van het bezit aan derden zijn er verschillen. Verkoop aan derden leidt tot het beëindigen van de exploitatie. Bij verkoop aan derden kan naar verwachting ook een hogere prijs worden gerealiseerd.

Bij een nadere beschouwing dient de vastgoedtransactie, die de corporaties met het Investeringsfonds sluit, te worden gekwalificeerd als een 'sale and lease back' constructie. De transactie is te beschouwen als een middel om financieringsmiddelen te verwerven. Een vergelijking van de werking van het Investeringsfonds met verkoop van het bezit aan derden is geen passende vergelijking.

Omdat het Investeringsfonds kan worden beschouwd als een middel om financieringsmiddelen te verwerven, ligt het in de rede om de vergelijking uit te voeren met het alternatief van het aantrekken van financieringsmiddelen via de kapitaalmarkt. De effecten van het Investeringsfonds worden daarom vergeleken met de situatie dat de corporatie aangewezen is op financiering via de kapitaalmarkt.

Bij een vergelijking van het Investeringsfonds met financiering via de kapitaalmarkt, kunnen twee mogelijke vormen van voordeel worden onderscheiden:

- ◆ De beschikbaarheid van financieringsmiddelen voor de corporaties in de 40 wijken.
- ◆ De prijs, in casu het rentevoordeel bij de financiering voor de corporaties in de 40 wijken.

Er zijn situaties denkbaar waarin door gebruik te maken van het Investeringsfonds, corporaties over financieringsmiddelen kunnen beschikken die zij niet via de kapitaalmarkt kunnen aantrekken. Indien de borgingsruimte bij corporaties in de 40 wijken klein is, kan het Investeringsfonds de beschikbaarheid van financiering vergroten. Of dit voordeel daadwerkelijk van betekenis is, hangt af van de mate waarin de financiële positie van de corporaties in de 40 wijken substantieel slechter is dan de positie van corporaties buiten de 40 wijken. Om te bezien of de beschikbaarheid van financiering via het Investeringsfonds voor de corporaties in de 40 wijken een factor van belang is, zijn de corporaties in de 40 wijken vergeleken met de overige corporaties.

Er zijn in totaal 74 corporaties die woongelegenheden hebben in één of meer van de 40 wijken. Het aandeel van het woningbezit dat zich in de 40 wijken bevindt loopt sterk uiteen. Er is een corporatie met slechts één woning in één van de 40 wijken. Er is ook een corporatie waarvan 100% van het woningbezit zich in één van de 40 wijken bevindt. In de onderstaande vergelijking zijn de corporaties met bezit in de 40 wijken in twee afzonderlijke subgroepen onderscheiden. Een subgroep met meer dan 10% van het woningbezit in de 40 wijken (42 corporaties) en een subgroep met minder dan 10% in de 40 wijken (32 corporaties).

In tabel 2 zijn de groepen corporaties met elkaar vergeleken. Er zijn twee belangrijke verschillen. De '40-wijken corporaties' met meer dan 10% van het woningbezit in de 40 wijken zijn gemiddeld veel groter dan de andere corporaties.

Deze corporaties hebben gemiddeld 19.324 woonegelegenheden; de corporaties zonder bezit in de 40 wijken gemiddeld 'slechts' 3.185. Verder verkopen de '40-wijken corporaties' met meer dan 10% van het woningbezit in de 40 wijken aanmerkelijk meer huurwoningen. De afgelopen drie jaren verkochten deze corporaties per 1.000 woonegelegenheden er 11,5 per jaar. De andere corporaties zonder enig bezit in de 40 wijken verkochten in die periode iets meer dan de helft.

Er zijn ook overeenkomsten tussen beide groepen corporaties. De financiële kengetallen zoals bedrijfswaarde en WOZ-waarde laten slechts beperkte verschillen zien. Ook de gemiddelde hoogte van het weerstandsvermogen en de netto exploitatiekasstroom per woonelegenheden komen redelijk met elkaar over. De corporaties buiten de 40 wijken hebben een weerstandsvermogen van gemiddeld € 14.661 per woonelegenheden; bij de '40-wijken corporaties' met meer dan 10% van het woningbezit in de 40 wijken is het gemiddeld € 12.797 per woonelegenheden.

Tabel 2 Een vergelijking van de corporaties met bezit in de 40 wijken en corporaties buiten de 40 wijken

	Meer dan 10% in 40 wijken	Minder dan 10% in 40 wijken	Geen bezit in 40 wijken
Aantal corporaties	42	32	400
Totaal aantal woonegelegenheden	811.587	318.344	1.273.811
waarvan in de 40 wijken	228.696	13.605	0
Gemiddeld aantal woonegelegenheden per corporatie	19.324	9.948	3.185
Gemiddelde bedrijfswaarde per woonelegenheden	36.032	35.807	34.180
Gemiddelde rentabiliteitswaarde per woonelegenheden	26.286	24.946	21.950
Gemiddelde WOZ-waarde per woonelegenheden	131.620	116.155	135.630
Gemiddeld weerstandsvermogen per woonelegenheden	12.797	11.791	14.661
Gemiddelde netto exploitatiekasstroom per woonelegenheden 2007 - 2016	10.371	11.271	12.079
Gemiddeld aantal verkochte huurwoningen, 2004 - 2006, per 1.000 woonegelegenheden	11,5	8,7	5,7
Gemiddeld aantal voorgenomen verkoop huurwoning, 2007 - 2011, per 1.000 woonegelegenheden	8,7	6,8	5,6

Het feit het weerstandsvermogen per woonelegenheden van de groep '40-wijken corporaties' niet sterk afwijkt van het gemiddelde in de sector, leidt tot de conclusie dat voor de '40-wijken corporaties' gemiddeld genomen de toegang tot de kapitaalmarkt geen probleem vormt. Dit neemt niet weg dat dit voor afzonderlijke corporaties anders kan liggen, maar dat geldt evenzeer voor de corporaties buiten de 40 wijken. Als het gaat om het voordeel van het

Investeringsfonds voor de '40-wijken corporaties' kan het mogelijke voordeel van de beschikbaarheid van financieringsmiddelen buiten beschouwing blijven.

Het rentevoordeel voor corporaties in de 40 wijken is wel een duidelijk voordeel dat corporaties in de 40 wijken kunnen behalen. Door gebruik te maken van het Investeringsfonds kunnen corporaties feitelijk lenen tegen een lagere rentevoet dan zij op de kapitaalmarkt zouden moeten betalen.

6. Benadering via kasstromen

De voor- en nadelen van het Investeringsfonds zullen worden uitgedrukt in kasstromen. Hierbij is dus bepalend welke differentiële kasstromen ontstaan bij de vergelijking tussen financiering via het Investeringsfonds enerzijds, en financiering via de kapitaalmarkt anderzijds.

Deze totale differentiële kasstromen zullen contant worden gemaakt naar de veronderstelde startdatum van het Investeringsfonds, te weten 1 januari 2008. Bij de uitwerking van de kasstromen worden in eerste instantie de kasstromen bepaald zowel voor de corporaties die achtergestelde obligaties verstrekken aan het Investeringsfonds (de stortende corporaties) als voor de corporaties die gebruik maken van het Investeringsfonds (de trekkende corporaties). Als deze kasstromen in beeld zijn gebracht, kunnen deze contant worden gemaakt. Vervolgens kan dan het aandeel van de '40-wijken corporaties' in deze kasstromen worden bepaald, mede afhankelijk van de mate van vrijstelling die deze corporaties hebben om te storten in het Investeringsfonds. Het gaat om de volgende kasstromen:

- ◆ Rentevoordeel als gevolg van het gebruikmaken van het Investeringsfonds. Voor trekkende corporaties geldt dat zij, gedurende de looptijd van de lening een rentevoordeel hebben. Dit is het verschil tussen de marktrentevoet en de gehanteerde vergoeding door het Investeringsfonds.
- ◆ Rentnadeel als gevolg van het Investeringsfonds. Voor de stortende corporaties geldt juist een rentnadeel dat exact gelijk is aan het voordeel voor de trekkende corporaties.
- ◆ Het nadeel voor trekkende corporaties bij de terugkoop van de woningen. Na 15 jaar kopen de trekkende corporaties de woning terug, waarbij 50% van de waarde-ontwikkeling ten goede komt aan de trekkende corporaties. Dit betekent dat zij een negatieve kasstroom hebben van 50% van die waarde-ontwikkeling. Immers, bij het terugbetalen van een kapitaalmarktlening zouden zij de slechts de oorspronkelijke leningwaarde terugbetalen. De constructie met het Investeringsfonds leidt ertoe dat de corporatie naast de oorspronkelijke waarde van de verkregen financieringsmiddelen ook 50% van de waardevermeerdering van de woningen dient terug te betalen.
- ◆ Exploitatie en liquidatie van het Investeringsfonds. Het Investeringsfonds zal exploitatie-uitgaven hebben, maar ook geld incasseren via de terugverkoop van de woningen. Onder de veronderstelling dat na 25 jaar het Investeringsfonds geliquideerd wordt, kan over de periode van 25 jaar een kasstroom van de exploitatie-uitgaven en die van de liquidatie-uitkering kunnen worden opgemaakt. Voor deze exploitatie-uitgaven wordt in 2008 0,5 % van de leningsom genomen, die in de opvolgende jaren zal stijgen met de inflatie (2%). In deze kasstroom wordt ook rekening gehouden met de 50% waardevermeerdering die wederverkoop aan corporaties in het fonds vloeit. Het netto kasstroomresultaat komt ten goede aan de stortende corporaties.

- ♦ Een bijzonder aandachtspunt is de kasstroom als gevolg van de fiscaliteit. Het gaat hierbij om overdrachtsbelasting (Ovb) bij de levering van de woning aan het Investeringsfonds en/of terugkoop van het Investeringsfonds en om vennootschapsbelasting (VpB) over de totale differentiële kasstroom.

7. Uitgangspunten berekeningen basisvariant

De minister voor WWI en Aedes hebben in de formulering van de vraag een aantal uitgangspunten opgesteld. Deze worden hieronder opgenoemd en zijn aangevuld met een aantal specifieke rekentechnische uitgangspunten:

- ♦ In de periode 2008-2017 zullen er jaarlijkse stortingen in het Investeringsfonds plaatsvinden.
- ♦ In de basisvariant dragen de stortingen € 500 miljoen per jaar en dit bedrag zal in de volgende jaren stijgen met de inflatie. Voor de inflatie wordt voor de gehele rekenperiode 2% gehanteerd.
- ♦ In de periode 2008-2017 zullen in de basisvariant onttrekkingen plaatsvinden, van een gelijke omvang aan de stortingen. De helft van deze onttrekkingen worden gedaan door de corporaties uit de 40 wijken. De andere helft wordt onttrokken door corporaties buiten de 40 wijken.
- ♦ De stortingen en de onttrekkingen hebben een looptijd van 15 jaar. De totale looptijd van het investeringsfonds is dus 10 stortingsjaren plus 15 jaar is 25 jaar.
- ♦ De kapitaalmarktrente is voor de hele periode vastgesteld op 5%.
- ♦ De vergoeding aan de stortende corporaties over de achtergestelde obligaties als ook de vergoeding aan het Investeringsfonds is voor de hele periode vastgesteld op 2%.
- ♦ Stortingen en onttrekkingen vinden plaats primo van elk jaar. De rentebetalingen vinden plaats ultimo van het jaar.
- ♦ De storting in het Investeringsfonds worden aan de corporaties toegeedeeld op basis van de WOZ waarde van het bezit minus de rentabiliteitswaarde van de leningen. In de basisvariant zullen de corporaties in de 40 wijken voor deze storting worden vrijgesteld voor het deel van het woningbezit dat zich in de 40 wijken bevindt. Er is dus sprake van partiële vrijstelling.
- ♦ De '40- wijken corporaties' hebben een aandeel van 38,28% in de totale grondslag van de storting. Dit wijkt als gevolg van actualisatie van gegevens af het door de verenigingscommissie in haar advies genoemde percentage (39,0%)
- ♦ Voor de overdrachtsbelasting geldt een percentage van 6% over de koopsom van de woningen. Voor de vennootschapsbelasting geldt een tarief van 25,5%.
- ♦ De kasstromen worden contant gemaakt tegen 6% en naar het moment 1 januari 2008.

8. De uitkomsten van de basisvariant

Tabel 3 geeft het extra financiële voordeel weer voor de '40-wijken corporaties' in de basisvariant, zonder nog rekening te houden met de effecten van fiscaliteit. Het extra voordeel voor de '40-wijken corporaties' bedraagt € 96 miljoen. Dit voordeel is opgebouwd uit de contante waarde van het rentevoordeel voor het aandeel van 50% dat de '40-wijken corporaties' gebruik maken van het Investeringsfonds.

Omdat in deze basisvariant de '40-wijken corporaties' ook in het Investeringsfonds storten, hebben de '40-wijken corporaties' voor hun aandeel in de totale storting (38,28%) ook een rentenadeel. Verder ondervinden de '40 wijken corporaties' een nadeel bij de terugkoop van de woningen. Tot slot is er nog een voordeel bij de '40-wijken corporaties' bij de liquidatie van het Investeringsfonds.

Tabel 3: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', exclusief fiscaliteit, in de basisvariant (x € 1.000) 1)

	totaalbedrag	aandeel 40 wijken	bedrag 40 wijken
CW rentevoordeel trekkers	1.257.428	50,00%	628.714
CW rentenadeel storters	-1.257.428	38,28%	-481.343
CW terugverkoopnadeel trekkers	-311.412	50,00%	-155.706
CW exploitatie en liquidatie fonds storters	272.986	38,28%	104.499
subtotaal voor fiscaliteit			96.164

1) Bij een discontovoet van 5% bedraagt totale voordeel exclusief fiscaliteit € 103.827,-

Als uitgegaan wordt van voorgenomen invoering van de integrale vennootschapsbelasting (VpB) voor corporaties dan zal het voordeel lager uitvallen. In de eerste plaats is er een afdracht voor de vennootschapsbelasting voor corporaties in de 40 wijken over de totale positieve kasstroom als gevolg van gebruik van het Investeringsfonds. Daarnaast zal het Investeringsfonds als toegelaten instelling vennootschapsbelasting moeten gaan betalen over de winsten bij terugverkoop van woningen. Deze nadelige kasstroom uit hoofde van de vennootschapsbelasting komt ten laste van stortende corporaties.

Ten aanzien van de overdrachtsbelasting (Ovb) wordt als uitgangspunt aangenomen dat de overdracht van woningen aan het Investeringsfonds vrijgesteld is, zoals bij een wijkontwikkelingsmaatschappij. Bij terugkoop aan de trekkende corporaties wordt wel rekening gehouden met overdrachtsbelasting. Deze kasstroom komt ten laste van de trekkende corporaties.

Op basis van deze fiscale uitgangspunten kan het eerder berekende voordeel voor de corporaties in de 40 wijken aangevuld worden met de fiscale effecten. Per saldo ontstaat in de basisvariant nu een nadeel voor de '40 wijken corporaties' van € 22 miljoen. Vooral de overdrachtsbelasting bij terugkoop van de woningen door de trekkende corporaties heeft een grote invloed op het negatieve eindresultaat.

Tabel 4: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', inclusief fiscaliteit, in de basisvariant (x € 1.000) 1)

	CW totale kasstroom	Aandeel 40 wijken	Bedrag 40 wijken
CW Kasstroom voor fiscaliteit			96.164
CW VpB over kasstroom			- 24.522
CW Ovb nadeel terugkoop trekkers	126.730	50,00%	- 63.365
CW VpB investeringsfonds storters	79.410	38,28%	- 30.398
Totaal nadeel 40 wijken			- 22.121

1) Bij een discontovoet van 5% bedraagt totale voordeel inclusief fiscaliteit € - 35.151

9. De uitkomsten van enkele varianten

In de door de minister voor WWI en Aedes gestelde vraag worden ook enkele varianten onderscheiden. Behalve de basisvariant is gevraagd de variant door te rekenen waarbij geen sprake is van een partiële vrijstelling van storting voor corporaties in de 40 wijken. Een andere variant is dat alleen de '40-wijken corporaties' gebruik maken van het Investeringsfonds. In dat geval is sprake van een storting van € 250 miljoen per jaar. Deze twee varianten kunnen ook gecombineerd worden.

De gevraagde varianten zijn als volgt uitgewerkt:

- ◆ Variant 1: storting € 500 miljoen met een aandeel van 50% voor corporaties in de 40 wijken, zonder stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken
- ◆ Variant 2: storting € 250 miljoen met een aandeel van 100% voor corporaties in de 40 wijken, partiële stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken
- ◆ Variant 3: storting € 250 miljoen met aandeel van 100% voor de corporaties in de 40 wijken, zonder stortingsvrijstelling voor corporaties in 40 wijken.

In de varianten zonder stortingsvrijstelling voor de corporaties in de 40 wijken bedraagt het aandeel van deze corporaties in de storting op basis van de WOZ-waarde van het bezit minus de rentabiliteitswaarde van de lening 44,16%.

In variant 1 zonder stortingsvrijstelling voor de '40-wijken corporaties', waarbij het effect van de fiscaliteit nog niet is meegerekend, bedraagt het extra financiële voordeel voor de '40 wijken corporaties' € 38 miljoen. De partiële vrijstelling levert de '40-wijken corporaties' dus een financieel voordeel op van € 58 miljoen.

Tabel 5: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', exclusief fiscaliteit, variant met € 500 miljoen storting, geen vrijstelling, (x € 1.000)

	totaalbedrag	aandeel 40 wijken	bedrag 40 wijken
CW rentevoordeel trekkers	1.257.428	50,00%	628.714
CW rentenadeel storters	-1.257.428	44,16%	-555.297
CW terugverkoopnadeel trekkers	-311.412	50,00%	-155.706
CW exploitatie en liquidatie fonds storters	272.986	44,16%	120.554
subtotaal voor fiscaliteit			38.266

Wanneer in variant 1 rekening wordt gehouden het effect van de fiscaliteit ontstaat een nadeel voor de '40-wijken corporaties' van € 70 miljoen.

Tabel 6: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', inclusief fiscaliteit, variant met € 500 miljoen storting, geen vrijstelling, (x € 1.000)

	Totale kasstroom	Aandeel 40 wijken	Bedrag 40 wijken
CW Kasstroom voor fiscaliteit			38.266
CW VpB over kasstroom			- 9.758
CW Ovb nadeel terugkoop trekkers	126.730	50,00%	- 63.365
CW VpB investeringsfonds storters	79. 410	44,16%	- 35.068
Totaal nadeel 40 wijken			- 69.926

In variant 2 waarin er een partiële stortingsvrijstelling is voor de '40-wijken corporaties' en zij alleen gebruik maken van het Investeringsfonds, bedraagt het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties' € 285 miljoen, waarbij nog geen rekening is gehouden met het effect van de fiscaliteit.

Tabel 7: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', exclusief fiscaliteit, variant met € 250 miljoen storting, partiële vrijstelling, (x € 1.000)

	totaalbedrag	aandeel 40 wijken	bedrag 40 wijken
CW rentevoordeel trekkers	628.714	100,00%	628.714
CW rentenadeel storters	-628.714	38,28%	-240.672
CW terugverkoopnadeel trekkers	-155.706	100,00%	-155.706
CW exploitatie en liquidatie fonds storters	136.493	38,28%	52.250
subtotaal voor fiscaliteit			284.586

Wanneer in variant 2 rekening wordt gehouden het effect van de fiscaliteit vermindert het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties' tot € 133 miljoen.

Tabel 8: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', inclusief fiscaliteit, variant met € 250 miljoen storting, partiële vrijstelling, (x € 1.000)

	Totale kasstroom	Aandeel 40 wijken	Bedrag 40 wijken
CW Kasstroom voor fiscaliteit			284.586
CW VpB over kasstroom			- 72.569
CW Ovb nadeel terugkoop trekkers	63.365	100,00%	- 63.365
CW VpB investeringsfonds storters	39. 705	38,28%	- 15.199
Totaal voordeel 40 wijken			133.453

In variant 3 hebben de '40-wijken corporaties' geen stortingsvrijstelling en maken als enige gebruik van het Investeringsfonds. Zonder nog rekening te houden met het effect van de fiscaliteit daalt het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporatie ten opzichte van variant 2 met vrijstelling tot € 256 miljoen.

Tabel 9: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', exclusief fiscaliteit, variant met € 250 miljoen storting, geen vrijstelling, (x € 1.000)

	totaalbedrag	aandeel 40 wijken	bedrag 40 wijken
CW rentevoordeel trekkers	628.714	100,00%	628.714
CW rentenadeel storters	-628.714	44,16%	-277.648
CW terugverkoopnadeel trekkers	-155.706	100,00%	-155.706
CW exploitatie en liquidatie fonds storters	136.493	44,16%	60.277
subtotaal voor fiscaliteit			255.637

Wanneer in variant 3 rekening wordt gehouden het effect van de fiscaliteit vermindert het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties' tot € 110 miljoen.

Tabel 10: Het extra financiële voordeel voor de '40-wijken corporaties', inclusief fiscaliteit, variant met € 250 miljoen storting, geen vrijstelling, (x € 1.000)

	Totale kasstroom	Aandeel 40 wijken	Bedrag 40 wijken
CW Kasstroom voor fiscaliteit			255.637
CW VpB over kasstroom			- 65.187
CW Ovb nadeel terugkoop trekkers	63.365	100,00%	- 63.365
CW VpB investeringsfonds starters	39.705	44,16%	- 17.534
Totaal voordeel 40 wijken			109.550

Bijlage 1: De vraag van de minister van WWI en Aedes aan het Centraal Fonds

Wat is het extra financiële voordeel voor de corporaties in de 40 wijken van het gebruik van het Investeringsfonds?

1. De verenigingscommissie adviseert de oprichting van een IF om bestaand vastgoed van corporaties die dit aanbieden, aan te kopen. Het IF wordt gefund door alle corporaties. Dit gebeurt op basis van een obligo-verplichting. In ruil voor een verplichte storting na het inroepen van de obligo door het IF verkrijgt de corporatie een obligatie van het IF. Het IF betaalt een vergoeding op de obligatie van tenminste inflatie (aanname: 2%).
Het IF koopt woningen aan van een corporatie. Deze corporatie wordt daardoor liquide omdat zij de aankoopprijs cash ontvangt. Vervolgens wordt de corporatie economisch eigenaar van de verkochte woningen. Zij betaalt daarvoor een vergoeding van 2% aan het IF.
2. Overige aannamen:
 - ◆ Het Investeringsfonds wordt in ieder geval gebruikt door de corporaties in de 40 wijken in de omvang zoals in het Onderhandelaarsakkoord is aangegeven, dus voor 10 maal € 250 miljoen; een grotere benutting van het Investeringsfonds, tot 10 maal € 500 miljoen is een mogelijk scenario.
 - ◆ Alle corporaties funden het Investeringsfonds en moeten daarvoor leningen aantrekken á 5% rente.
 - ◆ In één scenario zijn de corporaties in de 40 wijken alleen vrijgesteld voor het bezit dat zij in de 40 wijken hebben. In een ander scenario heeft geen enkele corporatie een vrijstelling.
 - ◆ Van het investeringsfonds maken zowel de corporaties in de 40 wijken als daarbuiten gebruik, in de verhouding 50/50. Daarnaast kunt u hiervoor een tweetal andere scenario's hanteren die u reëel acht.
 - ◆ Alle verkochte woningen worden 15 jaar later teruggekocht door de verkopende corporaties.
 - ◆ De waardeontwikkeling van de woningen is 2% per jaar (cf. inflatie).
 - ◆ Bij terugkoop ontvangen de kopende corporaties 50% van de waardetoename na de verkoop.
 - ◆ De periode waarover gerekend wordt 25 jaar (2008 t/m 2032).



Deloitte Accountants B.V.

Wilgenbos 4
3311 JX Dordrecht
Postbus 1165
3300 BD Dordrecht

Tel: (078) 6112500
Fax: (078) 6112577
www.deloitte.nl

Aan Aedes
Vereniging van woningcorporaties
t.a.v. de heer mr. H.W. van Heuven
postbus 611
1200 AP HILVERSUM

Aan het Ministerie voor Wonen, Wijken en Integratie
t.a.v. de Minister, mevrouw drs. E. Vogelaar
Rijnstraat 8
2515 XP DEN HAAG

Datum
13 november 2007

Behandeld door

Ons kenmerk
07R2657/mv/5510

Onderwerp
Rapport van feitelijke bevindingen -
onderzoek met betrekking tot het Investeringsfonds

Uw kenmerk

Geachte mevrouw Vogelaar, geachte heer Van Heuven,

Ingevolge uw schriftelijke opdracht d.d. 7 november 2007 hebben wij overeengekomen specifieke werkzaamheden uitgevoerd met betrekking tot de vraagstelling 'wat is het extra financiële voordeel voor de corporaties in de 40 wijken van het gebruik van het Investeringsfonds?'.

Als uitkomst van onze werkzaamheden treft u bijgaand ons onderzoeksrapport aan. De rapportage (gedateerd 13 november 2007) met betrekking tot de analyse van de vraagstelling is samengesteld door het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (hierna CFV). Op deze rapportage hebben wij geen accountantscontrole toegepast en is evenmin een beoordelingsopdracht uitgevoerd.

Hieronder gaan wij beknopt in op de door ons uitgevoerde werkzaamheden en onze bevindingen hierbij.

Werkzaamheden

Op 7 november 2007 is de voorgenomen opdracht besproken. Bij deze bespreking waren aanwezig de heer Van Heuven (namens Aedes), de heer Schaap (namens het Ministerie van WWI), de heren Conijn en Van Ens (namens het CFV), de heer P. Klop (namens Deloitte) en de heer B.A. Spelbos (namens PwC).

Tijdens dit overleg is besloten dat het CFV een analyse maakt met betrekking tot de vraagstelling zoals deze is opgenomen in de opdracht en dat 'de accountants' (P. Klop RA en B.A. Spelbos RA) een validatie uitvoeren op de rapportage met betrekking tot de aspecten definities, uitgangspunten, plausibiliteit en de berekeningsmethodiek.

Als documenten ten behoeve van onze beoordeling hebben wij gebruik gemaakt van:

- brief aan de Ledenraad van Aedes d.d. 26 oktober 2007 inzake het advies 'Garanderen om te presteren';
- rapport van de Advies Verenigingscommissie Garantie Investerings 'Garanderen om te presteren' d.d. 26 oktober 2007;
- onderhandelaarsakkoord Rijk - Aedes d.d. 17 september 2007.

Op 9 november 2007 hebben 'de accountants' met het CFV een eerste verkennende bespreking gevoerd omtrent het doorspreken van de aanpak en de uitgangspunten voor de uitvoering van de opdracht, de te hanteren definities alsmede het toetsingskader met betrekking tot 'het extra financiële voordeel'.

Op 13 november 2007 heeft er een tweede bespreking plaatsgevonden tussen het CFV en 'de accountants' waar de conceptrapportage van het CFV is besproken en geanalyseerd.

Bevindingen

Wij hebben vastgesteld dat de aannamen zoals benoemd onder punt 2 van de opdracht zijn opgenomen in de analyse van het CFV en zijn gebruikt als uitgangspunt voor de berekeningen.

Voorts hebben wij vastgesteld dat in de analyse van het CFV de definities, de uitgangspunten en de berekeningsmethodiek met betrekking tot het berekenen van het extra financiële voordeel op een toereikende wijze zijn uiteengezet.

Deloitte.

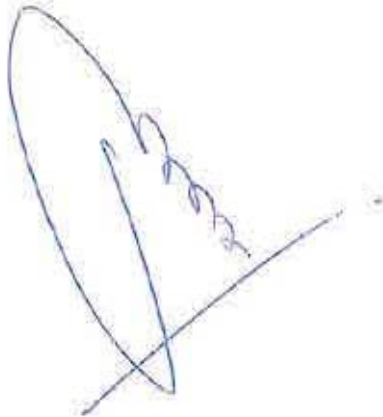
3
13 november 2007
07R2657

De analyse van het CFV geeft naar onze mening op een plausibele wijze inzicht in het extra financiële voordeel voor de corporaties in de 40 wijken van het gebruik van het Investeringsfonds.

Vertrouwende u hiermee te hebben geïnformeerd.

Hoogachtend,

Deloitte Accountants B.V.

A handwritten signature in blue ink, consisting of a large, stylized loop followed by several smaller, connected strokes.

P. Klop RA MGA

Aedes
vereniging van woningcorporaties
t.a.v. de heer mr H.W. van Heuven
Postbus 611
1200 AP Hilversum

Ministerie voor Wonen, Wijken en Integratie
t.a.v. de Minister mevrouw drs E. Vogelaar
Rijnstraat 8
2515 XP Den Haag

13 november 2007

Betreft: Rapport van feitelijke bevindingen – onderzoek met betrekking tot het Investeringsfonds

Geachte mevrouw Vogelaar, geachte heer Van Heuven,

Ingevolge uw schriftelijke opdracht d.d. 7 november 2007 hebben wij overeengekomen specifieke werkzaamheden uitgevoerd met betrekking tot de vraagstelling 'wat is het extra financiële voordeel voor de corporaties in de 40 wijken van het gebruik van het Investeringsfonds?'. .

Als uitkomst van onze werkzaamheden treft u bijgaand ons onderzoeksrapport aan. De rapportage (gedateerd 13 november 2007) met betrekking tot de analyse van de vraagstelling is samengesteld door het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (hierna CFV). Op deze rapportage hebben wij geen accountantscontrole toegepast en is evenmin een beoordelingsopdracht uitgevoerd.

Hieronder gaan wij beknopt in op de door ons uitgevoerde werkzaamheden en onze bevindingen hierbij.

PricewaterhouseCoopers
Accountants N.V.
Tunerstraat 2
1322 CA Almere-Stad
Postbus 10016
1301 AA Almere
Telefoon (036) 547 62 00
Fax (036) 547 62 01
www.pwc.com/nl

Aedes/Ministerie voor Wonen, Wijken en Integratie
13 november 2007

Werkzaamheden

Op 7 november 2007 is de voorgenomen opdracht besproken. Bij deze bespreking waren aanwezig de heer Van Heuven (namens Aedes); de heer Schaap (namens het Ministerie van WWI; de heren Conijn en Van Ens (namens het CFV); de heer P. Klop (namens Deloitte) en de heer B.A. Spelbos namens PwC.

Tijdens dit overleg is besloten dat het CFV een analyse maakt met betrekking tot de vraagstelling zoals deze is opgenomen in de opdracht en dat 'de accountants' (P. Klop RA en B.A. Spelbos RA) een validatie uitvoeren op de rapportage met betrekking tot de aspecten definities, uitgangspunten, plausibiliteit en de berekeningsmethodiek.

Als documenten ten behoeve van onze beoordeling hebben wij gebruik gemaakt van:

- brief aan de Ledenraad van Aedes d.d. 26 oktober 2007 inzake het advies 'Garanderen om te presteren';
- rapport van de Advies Verenigingscommissie Garantie Investerings 'Garanderen om te presteren d.d. 26 oktober 2007;
- onderhandelaarsakkoord Rijk – Aedes d.d. 17 september 2007.

Op 9 november 2007 hebben 'de accountants' met het CFV een eerste verkennende bespreking gevoerd omtrent het doorspreken van de aanpak en de uitgangspunten voor de uitvoering van de opdracht, de te hanteren definities alsmede het toetsingskader met betrekking tot 'het extra financiële voordeel'.

Op 13 november 2007 heeft er een tweede bespreking plaatsgevonden tussen het CFV en 'de accountants' waar de concept rapportage van het CFV is besproken en geanalyseerd.

Bevindingen

Wij hebben vastgesteld dat de aannamen zoals benoemd onder punt 2 van de opdracht zijn opgenomen in de analyse van het CFV en zijn gebruikt als uitgangspunt voor de berekeningen.

Aedes/Ministerie voor Wonen, Wijken en Integratie
13 november 2007

Voorts hebben wij vastgesteld dat in de analyse van het CFV de definities, de uitgangspunten en de berekeningsmethodiek met betrekking tot het berekenen van het extra financiële voordeel op een toereikende wijze zijn uiteengezet.

De analyse van het CFV geeft naar onze mening op een plausibele wijze inzicht in het extra financiële voordeel voor de corporaties in de 40 wijken van het gebruik van het Investeringsfonds.

Vertrouwende u hiermee te hebben geïnformeerd.

Hoogachtend,
PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.

B.A. Spelbos RA
Partner