

Indicatieve bestedingsruimte Woningcorporaties 2019

September 2019

Maarten van 't Hek
Erik-Jan van der Goes
Coen Ravesloot

Inhoud

1.	Inleiding.....	3
2.	Achtergrond.....	4
2.1.	Het wettelijk kader.....	4
2.2.	Vertaling van wetgeving naar berekeningen.....	4
2.3.	Het toetsingskader.....	5
2.4.	Macro-economische aannames.....	6
2.5.	Nieuwbouw.....	6
2.6.	Woningverbetering.....	7
2.7.	Verdeling naar gemeenten	7
2.8.	Het model.....	8
3.	Invoering beleidswaarde.....	9
3.1.	De beleidswaarde	9
3.2.	Nieuwe definities voor onderhoud en verbetering.....	10
3.3.	Normstelling financiële kengetallen	11
4.	Resultaten	12
4.1.	Resultaten DAEB.....	12
4.2.	Resultaten niet-DAEB.....	13
5.	Een verschillenanalyse.....	16
5.1.	Verschil IBW2019 met IBW2018.....	16
5.2.	Ontwikkeling IBW nieuwbouwwoning door de tijd	17
6.	Duiding en kanttekeningen bij de berekende bedragen	18
6.1.	Berekende bestedingsruimte in 2020 of later.....	18
6.2.	Aanpassingen normen individuele corporaties	18
6.3.	Sectorale borgingsruimte	18
6.4.	Normenkader corporaties.....	18
6.5.	Veranderende omstandigheden	19
6.6.	Omvang extra ruimte en verdeling over gemeenten niet naar opgave.....	19
6.7.	Definitieve toetsing door WSW	19
6.8.	Rekenkundige uitgangspunten investeringen.....	19
	Bijlage A: Veronderstellingen en vereenvoudigingen.....	20
	Bijlage B: Beschrijving formules.....	22
	B.1 Bestedingsruimte voor extra investeringen in nieuwbouwwoningen.....	22
	B.2 Bestedingsruimte voor extra huurmatiging.....	25
	B.3 Ruimte voor extra bijdrage ineens van de niet-DAEB-tak aan de DAEB-tak.....	28

1. Inleiding

In de Woningwet is de verplichting opgenomen voor de Minister om ieder jaar gemeenten en huurders te informeren over de middelen die corporaties het jaar daarna beschikbaar hebben voor de volkshuisvesting. In opdracht van de directie woningmarkt van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties heeft Ortec Finance een methodiek ontwikkeld waarmee dit inzicht kan worden geboden. Deze methodiek is de Indiatieve Bestedingsruimte Woningcorporaties gaan heten, vaak afgekort tot IBW. Dit rapport bevat een beschrijving van deze methodiek, de uitkomsten voor 2019 en een analyse van de verschillen tussen 2018 en 2019. Dit rapport is daarmee een geactualiseerde versie van rapporten die eerder gepubliceerd zijn.¹

Dit jaar is net als vorig jaar uitgerekend wat de beschikbare middelen zijn voor de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak. Voor de DAEB-tak is gekeken naar de financiële ruimte voor nieuwbouw, woningverbetering en huurmatiging. In de niet-DAEB-tak is gekeken naar de ruimte voor nieuwbouw van vrijesectorwoningen en een eenmalige bijdrage aan de DAEB-tak.

In 2018 is een nieuw financieel beoordelingskader ingevoerd door de Autoriteit woningcorporaties (“Aw”) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (“WSW”).² Dit jaar wordt de IBW voor het eerst berekend binnen de normen van dit nieuwe beoordelingskader.

Onderdeel van dit beoordelingskader is de beleidswaarde die de bedrijfswaarde vervangt. De bedrijfswaarde is onderdeel van de solvabiliteit en de loan to value (“LTV”). De LTV is het financiële kengetal dat de afgelopen drie bepalingen van de IBW corporaties als eerste beperkte bij het doen van extra investeringen. Een eerste analyse van de beleidswaardes die corporaties hebben aangeleverd liet zien dat er tussen corporaties grote verschillen bestaan.³ Om die reden heeft de minister publicatie van de IBW uitgesteld tot na inlevering van de Verantwoordingsinformatie (“dVi”).⁴ Dat is later dan de publicatiedatum – 1 juli – die is opgenomen in het Besluit toegelaten instellingen volkshuisvesting (“BTIV”).⁵

De beleidswaarde die in de dVi is opgeleverd, is gebruikt bij de bepaling van de IBW. De hoogte van de beleidswaarde zal mogelijk nog veranderen door het hanteren van aangescherpte definities en het doorontwikkelen van een nieuw waarderingsbegrip, maar is een meer solide basis dan de beleidswaarde uit de *Prospectieve informatie* (“dPi”). Op basis van de nieuwe beleidswaarde kunnen Aw en WSW besluiten de norm voor de LTV en de solvabiliteit in het gezamenlijke beoordelingskader voor het jaar 2020 en verder te veranderen. Dit is niet meegenomen in deze berekeningen.

In dit rapport wordt in hoofdstuk 2 een overzicht gegeven van de achtergronden van de IBW. Hoofdstuk 3 gaat dieper in op de invoering van de beleidswaarde. In hoofdstuk 4 worden de resultaten besproken. Hoofdstuk 5 bevat een verschillenanalyse waarin de verandering tussen vorig jaar en dit jaar wordt verklaard. In hoofdstuk 6 is een aantal kanttekeningen bij de berekeningen opgenomen, die belangrijk zijn voor een goed begrip van de berekende resultaten. In de bijlagen zijn de veronderstellingen (bijlage A) en formules (bijlage B) opgenomen.

De uitkomsten van de IBW, per corporatie verdeeld over de gemeente waarin de betreffende corporatie werkzaam is, zijn afzonderlijk beschikbaar gesteld. Zij zijn te vinden op www.woningwet2015.nl

Aan deze berekeningen kunnen op geen enkele wijzen rechten worden ontleend. De Aw en WSW beoordelen de financiële positie van een corporatie en voeren op basis daarvan hun eigen beleid.

¹ De eerder verschenen IBW rapporten:

- Conijn, J.B.S., & M.P. van 't Hek (2016), *Indiatieve bestedingsruimte woningcorporaties*, Ortec Finance;
- Conijn, J.B.S., M.P. van 't Hek, E.J. van der Goes & B. Broekmeulen (2017), *Indiatieve bestedingsruimte woningcorporaties 2017*, Ortec Finance;
- Conijn, J.B.S., M.P. van 't Hek & E.J. van der Goes (2018), *Indiatieve bestedingsruimte woningcorporaties voor de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak*, Ortec Finance.

² Aw en WSW (2018), *Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW*, Utrecht: ILT-Aw

³ Van Nieuwamerongen, C., & J. van Kalsbeek (2019), *Bestuurlijke brief Aw-WSW dd. 7 februari 2019*

⁴ Kst. II 2018/19, 32847, 472

⁵ Artikel 38 lid 1 BTIV

2. Achtergrond

2.1. Het wettelijk kader

De wettelijke basis voor de IBW wordt gegeven in artikel 42 Ww jo. art. 38 lid 1 BTIV.

In artikel 42 van de woningwet is opgenomen dat de minister inzicht biedt in de middelen die een corporatie beschikbaar heeft om in te zetten voor de volkshuisvesting:

- *De toegelaten instelling (“TI”) draagt met haar werkzaamheden naar redelijkheid bij aan de uitvoering van het volkshuisvestingsbeleid dat geldt in de gemeenten waar zij feitelijk werkzaam is. De eerste volzin is niet van toepassing, zolang die gemeenten geen bescheiden aan de TI hebben verstrekt, waarin zij op hoofdlijnen een toegelicht inzicht verschaffen in hun voorgenomen volkshuisvestingsbeleid waarover zij met betrekking tot onderwerpen waarbij andere gemeente een rechtstreeks belang hebben overleg hebben gevoerd met die gemeenten;*
- *De toegelaten instelling zet haar middelen bij voorrang in om te voldoen aan het eerste lid, eerste volzin, en overigens ten behoeve van de volkshuisvesting, waartoe, in bij algemene maatregel van bestuur bepaalde gevallen, behoort het inzetten van middelen ten behoeve van het door andere TI’s toepassing geven aan die volzin. Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur worden voorschriften gegeven omtrent de indicatie van de middelen welke de TI ter uitvoering van die eerste volzin ter beschikking staan.*

De IBW is verder uitgewerkt in artikel 38 lid 1 van het Besluit Toegelaten Instellingen Volkshuisvesting (“BTIV”):

- *Onze Minister draagt er zorg voor dat jaarlijks voor 1 juli elke gemeente met betrekking tot de TI’s die aldaar feitelijk werkzaam zijn en elke betrokken bewonersorganisatie beschikt over een indicatie van de middelen welke die TI ter beschikking staan voor de uitvoering van artikel 42, eerste lid, eerste volzin, van de wet in ten minste op die datum eerstvolgende kalenderjaar;*
- *Bij ministeriële regeling kunnen voorschriften worden gegeven omtrent de wijze van bepaling van de indicatie, bedoeld in het eerste lid.*

Uit de tekst van de woningwet blijkt dat de indicatie vooral bedoeld is voor gemeenten en huurdersorganisaties.⁶ Het berekenen en publiceren van een indicatie van de beschikbare middelen stelt gemeenten en huurders in staat om in overleg met corporaties te komen tot afgewogen prestatieafspraken.

2.2. Vertaling van wetgeving naar berekeningen

Het wetgevend kader van de IBW vraagt om een *indicatief* bedrag dat per corporatie aangeeft hoeveel middelen beschikbaar zijn in een gemeente voor de volkshuisvesting.

De hoeveelheid financiële middelen die beschikbaar is, is afhankelijk van de wijze waarop deze worden besteed. Iedere bestedingswijze kent andere rendementen waardoor de hoogte van het indicatief beschikbare bedrag verschilt. Daarom is voor een aantal verschillende bestedingswijzen een indicatief bedrag berekend. Voor de DAEB-tak is gekeken naar de volgende bestedingswijzen:

- Nieuwbouw van huurwoningen;
- Verbetering of verduurzaming van bestaande huurwoningen;
- Huurmatiging.

Voor de niet-DAEB-tak gaat het om:

- Nieuwbouw van middenhuurwoningen;
- Bijdrage aan de DAEB-tak.

De extra beschikbare ruimte is berekend ten opzichte van de begroting van corporaties, die aan de SBR-wonen is aangeleverd als dPi.

⁶ Evt. evaluatie van de woningwet opnemen waarin het nut benoemd wordt?

2.3. Het toetsingskader

De IBW wordt berekend ten opzichte van het financieel beoordelingskader van Aw en WSW, waarbij alléén gekeken wordt naar de 'financial risks' die in dit beoordelingskader opgenomen zijn. Het WSW kijkt ook naar 'business risks' voor de financiële beoordeling, maar deze informatie is (1) niet publiek en (2) het is niet mogelijk om dit in te verwerken in de analytische benadering die in de bepaling van de IBW wordt gehanteerd.

Beoordelingskader Aw en WSW		
	Norm DAEB	Norm niet-DAEB
ICR - Interest coverage ratio	1,4	1,8
LTV – Loan to Value	75%	75%
Solvabiliteit	20%	40%
Dekkingsratio	70%	70%
Geborgd schuldvolume*	3,5 mrd.	

*Bij de bepaling van het maximale geborgde schuldrestant neemt het WSW ook niet-volledig opgenomen variabelehoofdsomleningen mee.⁷ Deze informatie is in de dPi niet beschikbaar en daarmee is geen rekening gehouden.

Tabel 1: beoordelingskader Aw en WSW

De normen voor de ICR en de solvabiliteit zijn hoger in de niet-DAEB-tak dan in de DAEB-tak (1,8 versus 1,4 respectievelijk 40% en 20%). Voor de LTV en de Dekkingsratio wordt in beide takken eenzelfde norm gebruikt.

De normen zijn niet gewijzigd in het nieuwe financieel beoordelingskader van AW en WSW. Invoering van de beleidswaarde heeft wel effect:

- In de LTV wordt de beleidswaarde gehanteerd in plaats van de bedrijfswaarde.
- In de solvabiliteit wordt vanaf dit jaar ook de beleidswaarde gehanteerd, zowel in de DAEB-tak als de niet-DAEB-tak. Vorig jaar werd hier nog de marktwaarde minus de volkshuisvestelijke bestemming gebruikt. De solvabiliteit was toen hoger dan dit jaar. Ook gold een andere onrendabele top. De onrendabele top is dit jaar hoger, wat een negatieve impact heeft op de bestedingsruimte.

Voor de berekeningswijze van deze ratio's is in principe aangesloten bij de wijze waarop WSW deze ratio's berekent. Er is echter gekozen voor een berekening per jaarschijf, terwijl het WSW de verschillende jaarschijven weegt. Bij de berekening van de IBW wordt voor iedere jaarschijf afzonderlijk de ruimte berekend. In geen enkel jaar mogen de normen van de WSW worden over- of onderschreden.

Daarnaast WSW beoordeelt corporaties geconsolideerd. Daarbij wordt er geen onderscheid gemaakt tussen de DAEB en de niet-DAEB-tak. In de IBW wordt wél gekeken naar de beide takken. Daarbij wordt gekeken naar één DAEB-tak en één niet-DAEB-tak. De niet-DAEB-tak van corporaties die een hybride scheiding hebben geïmplementeerd, bestaat uit een niet-DAEB-tak in de TI en een niet-DAEB verbinding. Deze worden geconsolideerd meegenomen in de berekeningen. Corporaties die vallen onder het verlicht regime (geen DAEB-scheiding geïmplementeerd) worden behandeld alsof zij volledig uit DAEB-bezit staan.

In de IBW is extra bestedingsruimte beschikbaar indien en voor zover geen van de vier ratio's wordt over- respectievelijk onderschreden en voor zover het geborgd schuldrestant binnen de 3,5 mrd. blijft. Dat betekent dat de ruimte wordt berekend, die bij besteding in 2020 precies tot de grens komt van de ratio die als eerst restrictief wordt.

Het WSW hanteert overigens nog als norm dat de gemeentelijke achtervang niet hoger kan zijn dan 100% van de WOZ-waarde van het bezit dat als onderpand is ingezet in die gemeente. Deze norm mag met instemming van de gemeente worden overschreden. Met deze norm is geen rekening gehouden.

⁷ WSW (2017), *Richtlijn borgingsplafond*, Hilversum: WSW, p 4

2.4. Macro-economische aannames

Omdat de bestedingsruimte afhankelijk is van het rendement/het effect op de financiële ratio's zijn macro-economische parameters relevant. Dit zijn onder andere de inflatie, de rente en de leegwaardestijging. Deze parameters zijn gebaseerd op het Handboek Marktwaardering⁸ en de Leidraad van Aw en WSW voor de dPi 2018⁹. Deze parameters worden gebruikt voor de groeiverwachting van de kasstromen en de rente die betaald wordt om extra bestedingen te bekostigen. De parameters zijn weergegeven in Tabel 2.

Economische verwachting bepaling extra bestedingsruimte						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Prijsinflatie	1,60%	2,50%	2,30%	2,20%	2,00%	2,00%
Looninflatie		2,90%	2,80%	2,70%	2,50%	2,50%
Bouwkostenstijging		5,90%	2,80%	2,70%	2,50%	2,50%
WOZ-/leegwaardestijging	9,30%	5,65%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Rente DAEB		1,65%	2,35%	3,05%	3,15%	3,15%
Rente niet-DAEB		2,40%	3,10%	3,80%	3,90%	3,90%

Tabel 2: economische parameters voor bepaling extra bestedingsruimte

2.5. Nieuwbouw

Omdat de omvang van de bestedingsruimte afhangt van het rendement dat met een besteding wordt gerealiseerd, zijn de (financiële) kenmerken van een nieuwbouwwoning van belang voor de omvang van de bestedingsruimte. Corporaties investeren (vaak) voor een deel onrendabel. Voor de beleidswaarde betekent dit dat de stichtingskosten hoger liggen dan de beleidswaarde die wordt gerealiseerd. Het verschil tussen de stichtingskosten en de beleidswaarde die wordt gerealiseerd, wordt doorgaans de "onrendabele top" genoemd. Wanneer het rendement afneemt, neemt de onrendabele top toe – en de bestedingsruimte neemt af.

Voor de bepaling van de IBW is gebruik gemaakt van een gemiddelde huurwoning met een aanvangshuur net onder de eerste aftoppingsgrens voor de huurtoeslag (€ 607 in 2019). Nieuw dit jaar is het gebruik van een discontovoet die gedifferentieerd is. Deze is gebaseerd op het Handboek Marktwaarde.¹⁰ In de bedrijfswaarde die vorig jaar werd gehanteerd was deze voor al het bezit gelijk. De kosten zijn toegenomen ten opzichte van 2018 met € 20.000 euro, in lijn met de stijging die de afgelopen jaren zichtbaar is geweest.¹¹ Dit jaar is de onrendabele top toegenomen van 55% (IBW 2018) naar 62% (IBW 2019), een toename van 13%. De parameters zijn weergegeven in Tabel 3.

Nieuwbouwwoning DAEB					
	2019	2018	Verskil (in € / %-punt)		Verskil (%)
Huur	607	597	10		1,7%
Stichtingskosten	190.000	170.000	20.000		11,8%
WOZ-/leegwaarde	205.000	185.000	20.000		10,8%
Marktwaarde verhuurd	165.000	135.000	30.000		22,2%
Discontovoet beleidswaarde	5,9%	N.V.T.			
Beleids-/bedrijfswaarde	71.514	76.054	-4.540		-6,0%
Onrendabele top beleids-/bedrijfswaarde	62,40%	55,30%	-7,10%		12,8%
Operationele kasstroom	3.359	3.371	-12		-0,4%
Operationele kasstroomfactor / netto aanvangsrendement	1,77%	1,98%	-0,21%		-10,6%

Tabel 3: aannames nieuwbouwwoning (DAEB)

⁸ Fakton (2018), *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde*, Rotterdam: Fakton

⁹ Aw en WSW (2018), *Leidraad economische parameters*, Utrecht: ILT-Aw

¹⁰ Fakton (2018), *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde*, Rotterdam: Fakton

¹¹ Zie ook Thijs Luijckx (2019), *Monitor nieuwbouw sociale huurwoningen 2019*.

In de niet-DAEB-tak zijn vergelijkbare ontwikkelingen waarneembaar. Ook hier stijgen de stichtingskosten (€ 25.000 / 11,1%) terwijl de huur niet in dezelfde mate meestijgt (€ 50 / 5,9%). Dit is weergegeven in Tabel 4.

Nieuwbouwwoning niet-DAEB				
	2019	2018	Vershil (in € / %-punt)	Vershil (%)
Huur	900	850	50	5,9%
Stichtingskosten	250.000	225.000	25.000	11,1%
WOZ-/leegwaarde	250.000	225.000	25.000	11,1%
Marktwaaarde verhuurd	250.000	225.000	25.000	11,1%
Discontovoet beleidswaarde	5,90%	N.V.T.		
Beleids-/bedrijfswaarde	177.482	164.179	13.303	8,1%
Onrendabele top	29,00%	27,03%	-1,97%	7,3%
Operationele kasstroom	7.769	8.040	-271	-3,4%
Operationele kasstroomfactor/ netto aanvangsrendement	3,11%	3,57%	-0,46%	-12,9%

Tabel 4: aannames nieuwbouwwoning (niet-DAEB)

2.6. Woningverbetering

Zoals bij nieuwbouw het geval is, is ook bij verbetering sprake van een gemiddelde verbetering. Hier wordt deze alleen voor de DAEB-tak berekend. Dit jaar zijn de kosten voor deze verbetering toegenomen met € 5.000, van € 45.000 naar € 50.000.

Omdat de beleidswaarde is geïntroduceerd, is een aantal nieuwe variabelen geïntroduceerd die de uitkomst van de berekening beïnvloedt. Voor de discontovoet is een gemiddelde gekozen op basis van het handboek. Deze discontovoet wordt niet beïnvloed door de verbetering. Ook de beleidshuur is nieuw (ookwel: streefhuur – de huurprijs die na vrijkomen van de woning wordt gevraagd aan een nieuwe huurder). Deze wordt na uitvoering van de verbetering verhoogd tot net onder de eerste aftoppingsgrens, onder de aannahme dat de woning na verbetering weer van voldoende kwaliteit is om tegen deze huur te worden verhuurd. Deze aannames zijn indicatief: afhankelijk van de eigen situatie kan het zo zijn dat een corporatie niet volledig in staat is om de verhoging van de huur of de beleidshuur door te voeren, vanwege bijvoorbeeld de eis passend toewijzen of vanwege het voeren van een prijs-kwaliteitbeleid. De overige parameters zijn opgenomen in Tabel 5.

Verbetering DAEB				
	2019	2018	Vershil (in € / %-punt)	Vershil (%)
Huur oud	460	460	0	0,0%
Stijging huur door verbetering	30	30	0	0,0%
Beleidsuur	550	N.V.T.	N.V.T.	N.V.T.
Stijging beleidsuur door verbetering	57	N.V.T.		
Verbeterkosten	50.000	45.000	5.000	11,1%
WOZ-/leegwaardetoe name	15.000	12.500	2.500	20,0%
Marktwaaarde verhuurd toename	10.000	9.000	1.000	11,1%
Discontovoet beleidswaarde	6,40%	N.V.T.		
Beleids-/bedrijfswaarde-effect	10.976	15.305	-4.329	-28,3%
Onrendabele top	78,05%	66,00%	-12,05%	18,3%
Operationele kasstroom-effect	294	286	8	2,8%
Operationele kasstroomfactor	0,59%	0,64%	-0,05%	-7,8%

Tabel 5: Gemiddelde DAEB-verbetering

2.7. Verdeling naar gemeenten

Corporaties kunnen actief zijn in verschillende gemeenten. Wanneer dit zo is, dan dient de aanwezige bestedingsruimte verdeeld te worden over deze gemeenten. Er zijn verschillende

manieren om dit te doen. In de verdeling van de IBW is gekozen om dit te doen aan de hand van het gemeentelijk aandeel in het totaal van woningen dat een corporatie heeft (DAEB en niet-DAEB). Wanneer 10% van de woningen die de corporatie heeft, in gemeente A ligt, dan wordt 10% van het totaal aan bestedingsruimte toebedeeld aan gemeente A.

2.8. Het model

Het model waarin de IBW is berekend is gemaakt in Excel. Dit model is beschikbaar op www.woningwet2015.nl. Alle variabelen die de uitkomst van de berekeningen beïnvloeden zoals het financieel beoordelingskader, macro-economische parameters, kosten en opbrengsten van de verschillende bestedingswijzen, zijn in dat model aan te passen. Aan corporaties is het model toegestuurd, gevuld met de eigen IBW-uitkomsten.

Veronderstellingen die in het model zijn gehanteerd zijn opgenomen in bijlage A. Een beschrijving van het model zelf is opgenomen in bijlage B.

3. Invoering beleidswaarde

In 2018 is de beleidswaarde ingevoerd. Dit wordt beschreven in paragraaf 3.1. In paragraaf 3.2 en 3.3 wordt gewezen op een aantal zaken die nog niet in de dPi/dVi meegenomen zijn maar de uitkomsten van de IBW in latere jaren zou kunnen beïnvloeden, namelijk de aangescherpte definitie tussen onderhoud en verbetering en de mogelijke aanpassing van normstelling van de financiële kengetallen door WSW. Voor een goed begrip van de IBW dit jaar zijn die aanpassingen relevant.

3.1. De beleidswaarde

In 2018 is door Aw en WSW een nieuw beoordelingskader geïntroduceerd.¹² In het nieuwe beoordelingskader wordt de bedrijfswaarde vervangen voor de beleidswaarde. De beleidswaarde wordt gebruikt bij de berekening van de Loan to Value (LTV) en de solvabiliteit. Doordat de beleidswaarde wordt gebruikt, verandert de hoogte van deze kengetallen en daarmee de financiële positie van de corporatie: In de IBW is de Loan to Value ieder jaar het kengetal geweest dat de meeste corporaties heeft beperkt bij het doen van extra bestedingen.

De beleidswaarde is een nieuwe waarderingsgrondslag die afgeleid is van de marktwaarde in verhuurde staat. De marktwaarde in verhuurde staat is in de woningwet verplicht gesteld voor de waardering van het vastgoed in exploitatie van corporaties op de balans. De marktwaarde in verhuurde staat biedt onvoldoende informatie voor de financiële beoordeling van corporaties omdat de marktwaarde in verhuurde staat niet is gebaseerd op het eigen beleid en kasstromen van de corporatie, maar op marktconforme exploitatie van het bezit. De beleidswaarde is wel gebaseerd op het eigen beleid en kasstromen van de corporatie.

De beleidswaarde volgt de berekeningswijze van de marktwaarde in verhuurde staat. Dat wil zeggen dat de beleidskasstromen voor 15 jaar contant worden gemaakt tegen een discontovoet uit de marktwaardeberekening. Na 15 jaar resteert in de berekening een eindwaarde die weer wordt bepaald op basis van de marktconforme discontovoet. Daarbij wordt de fictie gehanteerd dat de exploitatie oneindig voortduurt.

Dit is een andere berekeningswijze dan de (oude) bedrijfswaarde. In de bedrijfswaarde werden de verwachte kasstromen over de resterende exploitatietermijn (de 'levensduur') contant gemaakt tegen een vaste discontovoet. De verlenging van de administratieve levensduur maakte dat het verlies bij investeringen in woningverbetering (in vergelijking met de beleidswaarde) beperkt bleef. Bij beleidswaarde wordt de levensduur niet verlengd omdat aangenomen wordt dat de exploitatie oneindig voortduurt.

Eerste resultaten

De invoering van de beleidswaarde is niet van het ene op het andere moment geregeld. Corporaties hebben op 1 oktober 2018 voor het eerst de door hen berekende beleidswaarde aan SBR-wonen aangeleverd.

Uit een analyse van de eerste resultaten bleek dat er grote verschillen bestaan tussen corporaties die niet altijd een duidelijk verklaring kennen. Blijkbaar zijn niet alle definities zo eenduidig geweest dat ze in de eerste aanlevering van de beleidswaarde door alle corporaties op gelijke wijze zijn gehanteerd.¹³ Onder andere naar aanleiding van de invoering van de beleidswaarde zijn sommige definities nader aangescherpt¹⁴.

Dit heeft de Minister ertoe gebracht de publicatie van de IBW dit jaar uit te stellen tot na de zomer. Zo kan de beleidswaarde uit de dVi worden gebruikt.

Verfijning en doorontwikkeling

De invoering van de beleidswaarde is nog niet 'af'. Corporaties verfijnen hun eigen beleidswaarde (o.a. op basis van aangescherpte definities, zie paragraaf 3.2) en het WSW kan, als dat nodig is, de normen van de financiële kengetallen aanpassen (zie paragraaf 3.3).

¹² Aw en WSW (2018), Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW, Utrecht: ILT-Aw

¹³ Van Nieuwamerongen, C., & J. van Kalsbeek (2019), *Bestuurlijke brief Aw-WSW dd. 7 februari 2019*

¹⁴ BZK, Aw en WSW (2019)

Daarnaast is het zo dat in de beleidswaardeberekening op dit moment de reguliere huurverhoging boven prijsinflatie wordt overgenomen uit de marktwaardeberekening. Deze is (na een ingroeiperiode) voor alle jaren 0,5% (boven prijsinflatie). Het nieuwe sociaal huurakkoord dat Woonbond en Aedes met elkaar gesloten hebben ziet in principe toe op een inflatievolgende reguliere huurverhoging. Voor de nieuwe dPi is de hoogte van de jaarlijkse huurverhoging boven inflatie daarom vrijgegeven.¹⁵ Voor corporaties die de huur niet boveninflatoir verhogen betekent dit een neerwaartse bijstelling van de beleidswaarde.

Gebruik beleidswaarde in IBW

Omdat de dPi een beleidswaarde bevat die nog van onvoldoende kwaliteit is wordt gebruik gemaakt van de dVi beleidswaarde. In de dVi is maar voor één jaarschijf de beleidswaarde opgenomen, waar in de IBW voor zes jaarschijven de beleidswaarde opgenomen is.

De beleidswaarde uit de dVi heeft waardepeildatum 31-12-2018. Om deze reden is de beleidswaarde niet zomaar te vervangen, maar wordt er gerekend met een schaalfactor. Deze schaalfactor geldt echter alleen voor de woongelegenheden, omdat de beleidswaarde van niet-woningen gelijk is aan de marktwaarde en deze was van voldoende kwaliteit. De schaalfactor wordt op corporatieniveau voor DAEB en niet-DAEB afzonderlijk berekend. Daarbij wordt de vergelijking gemaakt tussen de beleidswaarde per woongelegenheden tussen de dPi en de dVi met waardepeildatum 31-12-2018:

$$\text{Schaalfactor} = \frac{\text{blw dVi per woongelegenheden}}{\text{blw dPi per woongelegenheden}}$$

Vervolgens is de beleidswaarde voor de woongelegenheden uit de dPi over de gehele horizon (2018-2023) gecorrigeerd.

De beleidswaardecorrectie is corporatie-specifiek en kan zowel positief als negatief uitvallen. Op sectorniveau is echter in de DAEB-tak een stijging tussen de dPi en de dVi te zien. Voor de niet-DAEB tak laat dVi ook een lichte positieve verandering zien.

Ontwikkeling bedrijfs-/beleidswaarde			
	dPi 2017 bedrijfswaarde	dPi 2018 beleidswaarde	dVi 2018 beleidswaarde
DAEB-tak	111.493	127.286	134.613
Niet-DAEB-tak	21.355	23.841	24.257

Tabel 6: Ontwikkeling bedrijfs-/beleidswaarde

In de bovenstaande tabel is de hogere beleidswaarde ten opzichte van de bedrijfswaarde inzichtelijk gemaakt op sectorniveau. De bedrijfswaarde die is opgenomen is heeft als waardepeildatum 31-12-2018 om een juist vergelijk kunnen maken.

3.2. Nieuwe definities voor onderhoud en verbetering

Bij uitgaven die betrekking hebben op het bestaande bezit kan sprake zijn van ofwel onderhoudsuitgaven ofwel verbeteringen. Het onderscheid tussen beiden was niet altijd helder. Corporaties hebben hier nog niet (volledig) rekening mee gehouden – de aangescherpte norm was immers nog niet bekend. Vanaf de volgende dPi en jaarrekening moet dit onderscheid conform de aangescherpte definities worden verwerkt. Het onderscheid tussen verbetering en onderhoud kan een aanzienlijke invloed hebben op de hoogte van de beleidswaarde (en daarmee de LTV en de solvabiliteit) en de ICR.

Kosten voor onderhoud verlagen beleidswaarde en ICR, kosten voor verbetering blijven buiten deze beide kengetallen.¹⁶ Wanneer een corporatie vóór gebruikmaking van de aangescherpte definities een deel van de onderhoudskosten onder de verbeterinvesteringen rekende terwijl deze mét gebruikmaking onder de onderhoudskasstroom wordt geschaard, dan verlaagt dit de beleidswaarde en de ICR. De financiële positie van een corporatie verslechtert dan.

¹⁵ Aw en WSW (2019), *Leidraad economische parameters dPi 2019*, Utrecht: ILT-Aw

¹⁶ Indirect lopen de kosten voor verbetering én onderhoud mee in de leningportefeuille en de rentelasten, zoals alle kosten van de corporatie.

Dat heeft gevolgen voor de IBW in latere jaren. Corporaties hebben dit onderscheid nog niet kunnen maken. Indien corporaties bij het juist toepassen van de aangescherpte definities kasstromen anders rubriceren, dan kan de hoogte van de ICR en de kengetallen waarin de beleidswaarde een rol speelt (LTV en solvabiliteit) veranderen. Als de hoogte van deze kengetallen verandert dan verandert de financiële ruimte van de corporatie en dus de IBW.

3.3. Normstelling financiële kengetallen

In dit onderzoek wordt gekeken naar de financiële ruimte van corporaties. Die ruimte wordt begrensd door de normen die Aw en WSW stellen voor vier financiële kengetallen en het maximaal geborgd schuldvolume (zie ook paragraaf 2.3). Aw en WSW hebben aangekondigd op basis van de dVi die op 1 juli 2019 ingeleverd is, de normen voor de financiële kengetallen in het gezamenlijk beoordelingskader op nieuw vast te stellen, indien dat nodig blijkt. Deze norm zal naar verwachting aan het einde van 2019 bekend worden gemaakt.

Op dit moment is het niet mogelijk om aan te geven of, en in welke mate, deze bijstelling zal plaatsvinden. Dat betekent dat de financiële ruimte die in deze analyse wordt berekend kan wijzigen, nadat corporaties de meerjarenbegroting voor 2020 en verder, en de meerjarige prestatieafspraken hebben gemaakt.

4. Resultaten

Dit hoofdstuk beschrijft de uitkomsten van de IBW op sectorniveau. Deze uitkomsten zijn gebaseerd op de uitgangspunten en veronderstellingen die hiervoor besproken zijn, en op de berekeningen die beschreven zijn in bijlage 1. De uitkomsten zijn een optelling van alle individuele corporatieresultaten. De uitkomst is geen indicatie van de financiële ruimte op sectorniveau. Voor de ruimte op sectorniveau geldt dat deze kleiner is dan de som van de ruimte die voor individuele corporaties beschikbaar is, als gevolg van afspraken tussen WSW en haar achtereenvolgende overnemers over de risicobereidheid.

Het uitgangspunt van de berekening wordt gevormd door de dPi 2018 die corporaties uiterlijk 15 december 2018 hebben ingeleverd, en voor de beleidswaarde, de dVi 2018 die corporaties uiterlijk 15 december hebben ingeleverd.

4.1. Resultaten DAEB

De indicatieve bestedingsruimte voor de drie categorieën bestedingen die in de DAEB-tak beschikbaar is, is weergegeven in Tabel 7.

Bestedingscategorieën DAEB	
	IBW 2019
Nieuwbouw	€ 28,80 mrd.
Verbetering	€ 22,75 mrd.
Huurmatiging	€ 0,66 mrd.

Tabel 7: IBW-bedragen DAEB 2019

De bedragen die in Tabel 7 worden weergegeven zijn niet optelbaar. Het is of/of/of en niet én/én/én. Wanneer een corporatie de volledig beschikbare ruimte zou besteden aan bijvoorbeeld nieuwbouw, dan is er geen extra ruimte meer beschikbaar voor huurmatiging en niet voor verbetering.

Het hoogst beschikbare bedrag kan worden besteed aan nieuwbouw. Dit is € 28,80 mrd. Dat is aanmerkelijk hoger dan in de IBW 2018, toen was nog 16,23 mrd. beschikbaar. De stijging is voor het overgrote deel verklaarbaar door de invoering van de beleidswaarde. Een verschillenanalyse tussen de uitkomsten van dit jaar en die van vorig jaar is opgenomen in hoofdstuk 5.

Het beschikbare bedrag voor nieuwbouw (€ 28,8 mrd) en de gehanteerde stichtingskosten (€ 190.000 per woning) maakt dat met dit bedrag een bouwproductie van 152.000 woningen zou kunnen worden gerealiseerd, bovenop de al in de dPi opgenomen nieuwbouwvoornemens van corporaties over de jaren 2019-2023.

De uitkomst voor verbetering is dit jaar € 22,75 mrd. Het bedrag is lager dan nieuwbouw doordat verbeteringen minder rendement genereren dan nieuwbouwwoningen. Bij verbeteringen is gerekend met een onrendabele top (aanvangsverlies) van 78% van de investeringskosten, waar dit bij nieuwbouw 62% is. Bij een beschikbaar bedrag van € 22,75 mrd. en investeringskosten van € 50.000 per woning zouden corporaties bovenop de bestaande plannen in de dPi ruim 450.000 woningen kunnen verbeteren. Er zou dan geen ruimte meer zijn voor extra nieuwbouwplannen of huurmatiging. Corporaties kunnen (een deel van) dit bedrag inzetten voor (verdere) verduurzaming van hun woningbezit.

Corporaties hebben ongeveer € 0,66 mrd. ruimte voor huurmatiging. Op een geprognosticeerde huursom van € 14,7 mrd. in de DAEB-tak is dit 4,5%. De ruimte voor huurmatiging is relatief veel beperkter dan de ruimte voor nieuwbouw of verbetering. Dat komt doordat huurmatiging geen rendement genereert. Huurmatiging verlaagt de waarde en de gedeerde inkomsten moeten corporaties ceteris paribus lenen waarvoor extra rente betaald zal moeten worden.

Bij deze bedragen kan een aantal kanttekeningen worden geplaatst, die voortkomen uit de werking van het borgingsstelsel en de wijze van modelleren van investeringen. Deze kanttekeningen zijn

opgenomen in hoofdstuk 6 en zijn belangrijk voor een goed begrip van de betekenis van de resultaten.

Beperkende restricties nieuwbouw DAEB		
	2018	2019
ICR	8	24
LTV	284	267
Solvabiliteit	8	6
Dekkingsratio	1	0
WSW (bijzonder beheer of geborgd schuldvolume)	19	15
Totaal	320	312

Tabel 8: Beperkende restricties nieuwbouw - IBW 2018 en 2019 voor de DAEB-tak

In Tabel 8 is te zien dat net zoals vorig jaar, de meeste corporaties beperkt worden bij het doen van extra investeringen door de LTV, hoewel het er minder zijn dan vorig jaar. In plaats daarvan is de ICR vaker ook restrictief. Dit kan worden verklaard doordat de verhouding tussen het rendement (1,77%) en de rente (1,65% - de verhouding is dan 1,07) minder gunstig is dan vorig jaar (1,98% resp. 1,55%, de verhouding was 1,28). Daarnaast hebben de corporaties in de dPi 2018 de stijgende Vpb als gevolg van ATAD1 in de begroting meegenomen. Corporaties met een lage ICR worden hier sterker door getroffen dan corporaties met een hoge ICR¹⁷. Door de extra Vpb-last wordt de ICR lager en dus sneller restrictief.

Gevoeligheidsanalyse

Net zoals in voorgaande jaren het geval was is er een gevoeligheidsanalyse gemaakt van de IBW, waarbij is uitgerekend wat het effect is van een strengere normstelling voor de financiële kengetallen, op de IBW.

Gevoeligheidsanalyse DAEB				
X € mld.	Basis	LTV 70%	ICR 1,6	Solvabiliteit 25%
Nieuwbouw	28,8	20,9	23,2	28,4
Verbetering	22,7	16,8	17,4	22,4
Huurmatiging	0,7	0,5	0,5	0,7

Tabel 9: gevoeligheidsanalyse IBW DAEB

De bestedingsruimte in de IBW is afhankelijk van (1) de investering die een corporatie doet en (2) van de ruimte ten opzichte van de normen van het WSW. Wanneer strengere normen gehanteerd worden, dan neemt de IBW-uitkomst af. Dat is zichtbaar gemaakt in Tabel 9. Een verlaging van de LTV-norm met vijf bijvoorbeeld procentpunten leidt ertoe dat het IBW-getal voor nieuwbouw afneemt met € 7,9 mrd. Een verhoging van de ICR-eis met 0,2 naar 1,6 leidt tot een afname van de indicatieve bestedingsruimte van € 5,6 mrd. Het verhogen van de solvabiliteitseis met vijf procentpunt leidt tot een zeer beperkte verlaging van het IBW-getal voor nieuwbouw, met € 0,5 mrd.

4.2. Resultaten niet-DAEB

Net zoals vorig jaar is ook dit jaar de beschikbare bestedingsruimte voor de niet-DAEB-tak uitgerekend. Anders dan in de DAEB-tak het geval is, wordt in de niet-DAEB-tak alleen gekeken naar nieuwbouw en naar een eenmalige bijdrage aan de DAEB-tak. De reden dat niet naar huurmatiging wordt gekeken heeft te maken met het feit dat in de niet-DAEB-tak in principe marktconforme huren

¹⁷ Bij ATAD1 mogen hebben corporaties een renteaftrekkingscapaciteit van 30% van de EBITDA, waar dit eerder onbegrensd was. EBITDA/rente (de I in EBITDA) is een goede benadering van de ICR. Lage EBITDA in verhouding tot de rentelasten maken corporaties dus extra gevoelig voor deze belastingmaatregel.

gevraagd worden.¹⁸ Verbetering wordt achterwege gelaten omdat aangenomen is dat niet-DAEB-bezit verhoudingsgewijs van betere kwaliteit is dan DAEB-bezit.

De uitkomsten voor de beschikbare bestedingsruimte in de niet-DAEB-tak zijn weergegeven in Tabel 10. Net zoals bij de DAEB-tak het geval is, zijn deze bedragen óf/óf en niet én/én. Bij volledige besteding aan één van beide bestedingscategorieën is het geld op en kan het niet ook nog aan een andere categorie worden besteed.

Bestedingscategorieën niet-DAEB	
	IBW 2019
Nieuwbouw	€ 8,88 mrd.
Enmalige bijdrage aan de DAEB-tak	€ 4,95 mrd.

Tabel 10: IBW-bedragen niet-DAEB 2019

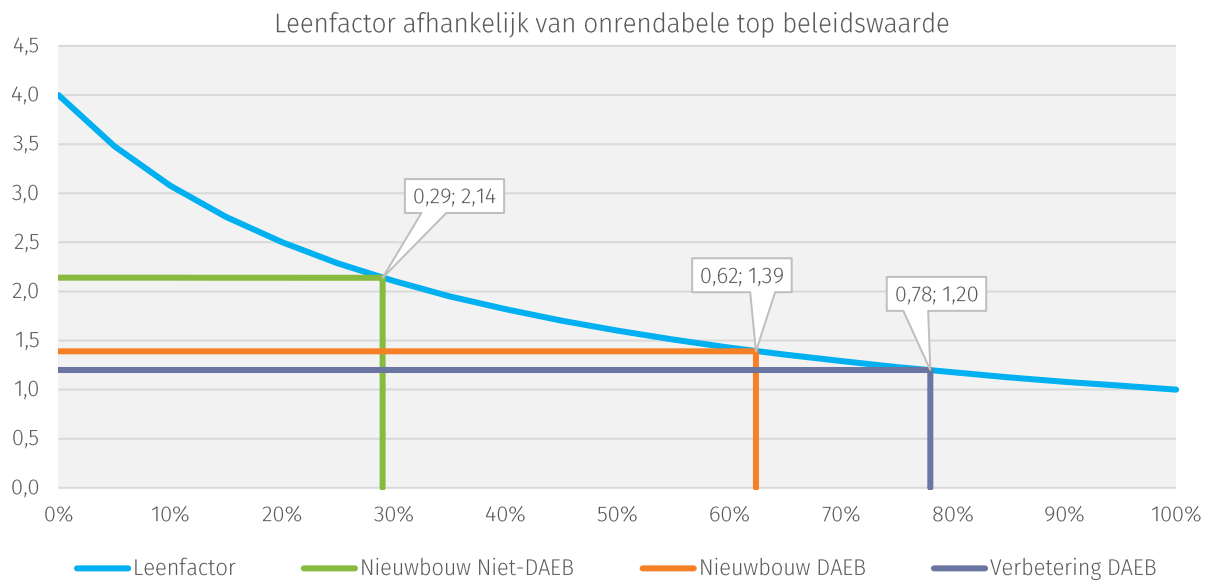
De ruimte voor nieuwbouw in de niet-DAEB-tak komt uit op € 8,88 mrd., lager dan vorig jaar toen nog € 9,79 mrd. beschikbaar was. Dit wordt veroorzaakt door de gewijzigde waarderingsgrondslag in de bepaling van de solvabiliteit. Vorig jaar was dit op basis van de marktwaarde in verhuurde staat waar dit jaar de beleidswaarde als basis dient. De beleidswaarde is lager dan de marktwaarde en de onrendabele top is hoger. Waar eerst de LTV beperkend was, is dat nu de solvabiliteit.

Gemeten naar het aantal woningen in de niet-DAEB-tak is de ruimte veel groter dan in de DAEB-tak. Dit wordt veroorzaakt door vier factoren:

- De woningen in de niet-DAEB-tak kennen een hogere gemiddelde waarde;
- De niet-DAEB-tak heeft minder schulden (in % LTV) waardoor meer ruimte beschikbaar is;
- De niet-DAEB-tak heeft minder bestaande investeringsplannen waardoor meer ruimte beschikbaar is;
- De niet-DAEB-tak kent veel gunstiger investeringscondities, daardoor kan met de aanwezige financiële ruimte meer worden geïnvesteerd (zie ook hieronder over de leencurve).

Indien een corporatie zou besluiten om de ruimte in niet-DAEB af te storten aan de DAEB-tak dan kan die ruimte in de DAEB-tak ingezet worden. Er is daarbij sprake van een leenfactor, die afhankelijk is van de wijze waarop het geld wordt besteed. De leenfactor beschrijft het aantal maal dat één euro financiële ruimte geleend kan worden. Die leenfactor is afhankelijk van het rendement van de investering. Als het rendement 100% is dan kan met één euro financiële ruimte vier euro worden geleend. Is het rendement 0% dan is dit nog maar een euro. In Figuur 1 is de curve van de leenfactor weergegeven, waarbij alléén gekeken is naar de beleidswaarde.

¹⁸ Er zij aangetekend dat de middenhuuropgave corporaties in een aantal woningmarkten ertoe brengt om voor woningen in het middensegment een niet-marktconforme huur te vragen.



Figuur 1: Leenfactor IBW 2019

Het rendement van een nieuwbouwwoning in de niet-DAEB-tak (29% onrendabel) is hoger dan in de DAEB-tak (62% onrendabel). Dit vertaalt zich in een leenfactor van 2,14 om 1,39. Met het geld dat in niet-DAEB beschikbaar is om een bijdrage te leveren aan DAEB (€ 4,95 mrd.) kan dus 1,39 maal worden geleend om zo € 6,88 mrd. aan nieuwbouw bij te dragen. Zou het geld worden besteed aan verbetering, dan is nog maar € 5,94 mrd. beschikbaar, 1,2 maal de bijdrage.

Beperkende restricties nieuwbouw - DAEB		
	2018	2019
ICR	10	16
LTV	124	9
Solvabiliteit	63	172
Dekkingsratio	4	0
WSW (bijzonder beheer)	11	13
Verlicht regime	108	102
Totaal	320	312

Tabel 11: Beperkende restricties nieuwbouw - IBW 2018 en 2019 voor de niet-DAEB-tak

De beperkende restricties in de niet-DAEB-tak zijn te zien in Tabel 11. De LTV is dit jaar niet meer zo beperkend als vorig jaar. In plaats daarvan is de solvabiliteit bijna altijd beperkend. De oorzaak is gelegen in de gewijzigde berekening van de solvabiliteit. Vorig jaar werd deze berekend op basis van de balans (marktwaarde) verminderd met de volkshuisvestelijke bestemming. Dit jaar wordt deze berekend op basis van de beleidswaarde, daardoor wordt de solvabiliteit lager. Ook de onrendabele top is hoger. De solvabiliteit en de LTV zijn in wezen elkaars tegengestelde en zijn communicerende vaten. De norm bij de solvabiliteit (40% buffer) is strenger dan bij de LTV (100% - 75% = 25% buffer).

5. Een verschillenanalyse

5.1. Verschil IBW2019 met IBW2018

Sinds de invoering van de IBW is de hoogte van de bestedingsruimte in de DAEB-tak steeds verminderd. Met de invoering van de beleidswaarde is hier verandering in gekomen. In de IBW 2019 stijgt de indicatieve ruimte in de DAEB-tak.

Tabel 12 geeft een overzicht van de verschillen van de IBW 2019 ten opzichte van de IBW 2018. De indicatieve ruimte voor extra investeringen in nieuwbouw is met € 12,57 mrd. (+77%) toegenomen. Bij woningverbetering is de stijging € 8,88 mrd. (+63%). Bij huurmatiging is de stijging € 0,15 mrd. (+29%).

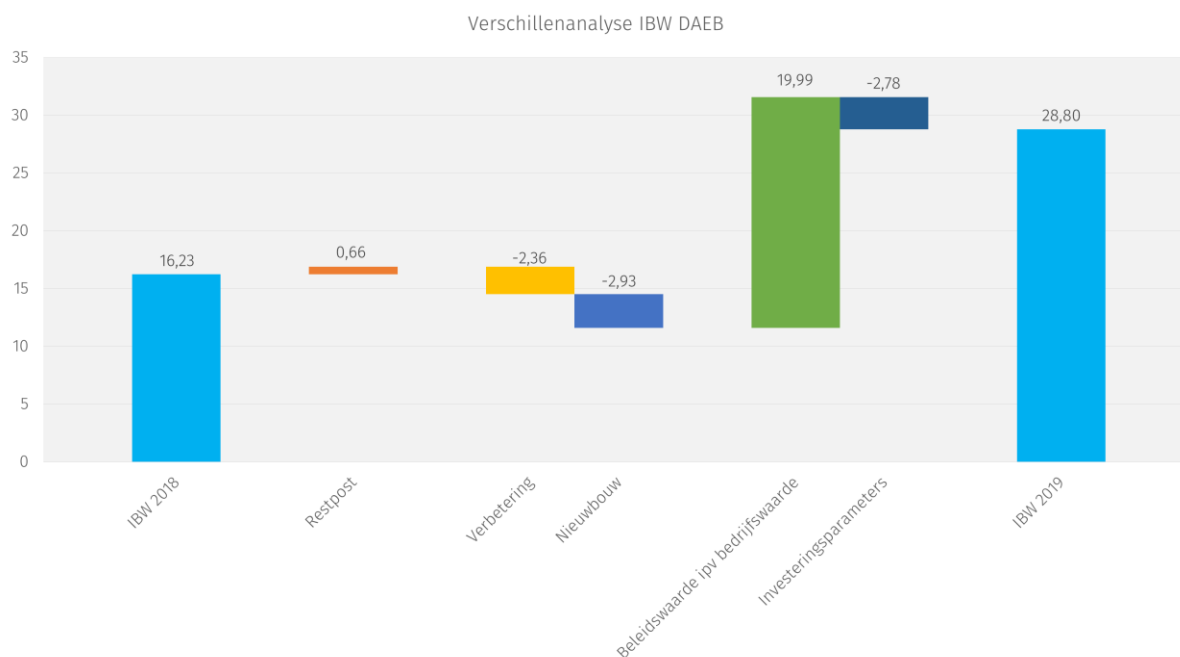
Bestedingscategorieën			
	IBW 2018	IBW 2019	stijging (%)
Nieuwbouw	€ 16,23 mrd.	€ 28,80 mrd.	€ 12,57 mrd. (+77%)
Verbetering	€ 13,94 mrd.	€ 22,75 mrd.	€ 8,81 mrd. (+63%)
Huurmatiging	€ 0,51 mrd.	€ 0,66 mrd.	€ 0,15 mrd. (+29%)

Tabel 12: uitkomsten IBW DAEB 2018 en 2019

Er is een nadere analyse uitgevoerd naar de factoren die hebben geleid tot de stijging van de indicatieve bestedingsruimte. Deze analyse heeft betrekking op de nieuwbouw van de woningen. In de verschillenanalyse hebben we de groei verklaard aan de hand van de onderstaande categorieën:

- Beleidsintensiveringen (nieuwbouw en verbetering);
- Vervanging van de bedrijfswaarde door de beleidswaarde;
- Aanpassing investeringsparameters;
- Restpost met overige wijzigingen.

Figuur 1 toont het effect van de bovenstaande factoren opgenomen. Alle factoren tezamen resulteren in een stijging van de indicatieve bestedingsruimte voor de nieuwbouw van huurwoningen van € 12,57 mrd.



Figuur 2: Verschillen tussen IBW nieuwbouw 2018 en 2019

In lijn met voorgaande jaren zorgen beleidsintensiveringen ook in de IBW 2019 voor een afname van de indicatieve bestedingsruimte van € 5,29 mrd., waarvan € 2,36 mrd. door extra verbeteruitgaven en

€ 2,93 mrd. door extra nieuwbouwwitgaven. Corporaties hebben meer nieuwbouw en verbeteringen in de prognose opgenomen waardoor de resterende bestedingsruimte daalt.

Waar in de verschillenanalyse van afgelopen jaren extra huurmatiging ook inzichtelijk werd gemaakt, is dat in de IBW 2019 niet het geval. Huurmatiging vindt in de praktijk plaats door een ander streefhuurbeleid. Dit krijgt in de kasstromen langzaam effect maar wordt meteen in de waarde meegenomen. In het verleden werd het effect van huurmatiging afgeleid uit de verschillen in de contante waarden van de huren. Dit jaar is dat niet goed uit de waarde af te leiden omdat de bedrijfswaarde en beleidswaarde op dit punt niet vergelijkbaar zijn. Het effect van gewijzigd huurbeleid is meegenomen in de verandering van bedrijfswaarde naar beleidswaarde.

De vervanging van de bedrijfswaarde door de beleidswaarde heeft de grootste invloed op het nieuwe getal. Het bedrag voor nieuwbouw stijgt met € 20 mrd. als gevolg van de verandering van beleidswaarde naar bedrijfswaarde. De onrendabele top neemt ook toe (zowel als gevolg van een andere waarderinggrondslag als door stijgende bouwkosten). Door de toename van de onrendabele top daalt het nieuwbouwwedrag op sectorniveau met € 2,8 mrd.

De restpost bevat alle overige factoren die tot een wijziging leiden van de IBW. Dat kan een gewijzigde begroting zijn, maar ook corporaties die vorig jaar nog onder bijzonder beheer van het WSW vielen en dit jaar niet meer. Die corporaties hadden vorig jaar een IBW van 0 terwijl voor hen dit jaar wel een IBW wordt berekend.

De totale stijging van de indicatieve bestedingsruimte geldt voor de gehele sector. Tussen individuele corporaties zijn grote schommelingen. Gemiddeld genomen ligt de beleidswaarde boven de bedrijfswaarde, maar dit geldt niet voor alle corporaties. Zo zijn er corporaties waarbij de beleidswaarde lager ligt dan de bedrijfswaarde, wat een negatief effect heeft op de IBW-uitkomsten.

5.2. Ontwikkeling IBW nieuwbouwwoning door de tijd

Dit jaar is het vierde jaar dat de IBW is gepubliceerd. Daarin is te zien dat de IBW door de tijd verschilt. De afgelopen jaren nam de IBW af doordat corporaties de investeringsvoornemens hebben laten toenemen en omdat investeringen financieel minder gunstig werden. Dat is weergegeven in Tabel 13.

Investeringsparameters IBW2019						
	IBW2016	IBW2017	IBW2018	IBW2019	Verschil 2019-2016	
					19 -/ - 16	In %
Stichtingskosten	€ 150.000	€ 150.000	€ 170.000	€ 190.000	€ 40.000	26,67%
Netto aanvangsrendement jaar 1 (€)	€ 3.343	€ 3.393	€ 3.371	€ 3.359	€ 16	0,48%
Netto aanvangsrendement jaar 1 (%)	2,30%	2,26%	1,98%	1,77%	-0,53%	-23,04%
Onrendabele top (bedrijfswaarde beleidswaarde)	46%	47%	55%	62%	16%	34,78%

Tabel 13: verandering investeringskengetallen door de tijd

Hierin is duidelijk zichtbaar dat de investeringscondities verslechteren door toenemende stichtingskosten. De onrendabele top toeneemt van 46% naar 62%, een stijging van 16%-punt. Ook het netto aanvangsrendement neemt af, van 2,30% naar 1,77%, een daling van 0,53%-punt. Dit ligt niet aan de verdien capaciteit van de nieuwbouwwoning. Deze heeft zich de afgelopen jaren bewogen binnen een bandbreedte van € 50, tussen de € 3.343 en € 3.393. Dat betekent dat de verdien capaciteit niet meegroeit met de inflatie, die over 2016 tot en met 2018 3,4% bedraagt. De toename van de stichtingskosten van € 150.000 naar € 190.000 leidt er in de IBW toe dat corporaties steeds minder kunnen investeren, omdat corporaties de toegenomen kosten niet kunnen compenseren.

6. Duiding en kanttekeningen bij de berekende bedragen

De indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties laat zien hoeveel middelen extra besteed kunnen worden door een corporatie binnen een gemeente. Het gaat hierbij om extra investeringen in nieuwbouw, verbetering of huurmatiging in de DAEB-tak en in de niet-DAEB tak om extra investeringen in nieuwbouw of een extra bijdrage ineens aan de DAEB-tak. De modelmatige aannames die zijn gedaan bij het berekenen van deze extra bestedingsruimte zijn een benadering van de complexe werkelijkheid. Een goede duiding wat de betekenis is van deze bedragen en welke kanttekeningen en relativeringen erbij moeten worden geplaatst, is daarom van groot belang.

6.1. Berekende bestedingsruimte in 2020 of later

Zoals aangegeven hebben de berekende bedragen betrekking op het jaar 2020, waarbij de eenmalige aanpassing van het huurniveau een structureel karakter heeft en dus ook in de daaropvolgende jaren doorwerkt. Als de berekende bestedingsruimte geheel zou worden gebruikt in het jaar 2020 is de ruimte voor alle jaren daarna afwezig dan wel aanmerkelijk minder groot. In principe ontstaat er, mede afhankelijk van het verloop van de parameters, in de toekomst weer ruimte, maar die zal zeker de eerste jaren beperkt zijn. Er kunnen goede redenen zijn om de ruimte die in 2020 aanwezig is, pas in een later jaar te benutten. Bovendien is de kans klein dat de bestedingsruimte ook daadwerkelijk in 2020 geheel wordt gebruikt. Naarmate de ruimte groter is, is de kans daarop kleiner. Investeringskenners over het algemeen een lange aanlooptijd en vragen niet alleen financiële capaciteit, maar ook plancapaciteit en organisatorische capaciteit.

6.2. Aanpassingen normen individuele corporaties

De invoering van de beleidswaarde kan voor Aw en WSW reden zijn om de normen voor de financiële kengetallen aan te passen. De beleidswaarde ligt nu immers hoger dan de bedrijfswaarde, terwijl de norm gelijk gebleven is. Aw en WSW hebben aangekondigd op basis van de dVi die op 1 juli 2019 ingeleverd is, de normen voor de financiële kengetallen in het gezamenlijk beoordelingskader op nieuw vast te stellen, indien dat nodig blijkt. Deze norm zal dan naar verwachting aan het einde van 2019 bekend worden gemaakt.

6.3. Sectorale borgingsruimte

De sectorale borgingsruimte is afhankelijk van de risicobereidheid van de achtervangers van het WSW en het risico dat ontstaat uit de beleidsvoornemens van woningcorporaties.¹⁹ Deze risicobereidheid is gebaseerd op door de achtervangers (Rijk en gemeenten) vastgestelde zekerheidsmarge van 99% dat er geen bijdrage nodig is om verliezen bij het WSW te dekken. Uitgaande van de voornemens, die de corporaties eind 2016 via dPi hebben aangeleverd, bedroeg de totale extra borgingsruimte ten opzichte van deze voornemens voor investeringen € 13,6 mrd.. Dit bedrag is lager dan de som van de IBW-uitkomsten van alle corporaties tezamen dat toen voor nieuwbouw in de DAEB-tak uitkwam op € 22,0 mrd..

6.4. Normenkader corporaties

Corporaties hanteren bij hun financiële sturing vaak normen die strenger zijn dan de normen van het WSW. Een belangrijke reden hiervoor is dat veel corporaties de kans dat door onverwachte ontwikkelingen de grenzen van de financiële ratio's toch over- resp. onderschreden worden, klein willen houden. Dit is mogelijk door een zekere marge (de 'vluchtstrook') ten opzichte van de externe normen aan te houden. Als gevolg hiervan kan het indicatieve bedrag wel passen binnen de normen van het WSW, maar niet binnen de normen van de corporatie. De rationaliteit van deze voorzichtigheid is groter naarmate de financiële ratio's naar verwachting in de toekomst een negatieve tendens gaan vertonen en/of als er in de toekomst zwaardere financiële risico's zijn te voorzien. Ook voorzienbare toekomstige investeringen kunnen een reden zijn om nu op veiliger financiële ratio's te willen koersen. Ook een hogere beleidswaarde kan hier een reden voor zijn.

¹⁹ Zie Waarborgfonds Sociale Woningbouw (2018): *Hoeveel duurzaamheid kan de borg aan?* Hilversum: WSW

6.5. Veranderende omstandigheden

Het berekende bedrag aan bestedingsruimte voor zowel investeringen, huurmatiging als bijdrage ineens kan gedateerd zijn omdat het gebaseerd is op prognoses die eind vorig jaar zijn aangeleverd. Ondertussen zijn de omstandigheden veranderd. Verder kunnen de economische verwachtingen zijn aangepast (lage rente en inflatie). Ook kunnen de lokale of regionale omstandigheden gewijzigd zijn, onder meer door demografische ontwikkelingen. Tot slot is het ook mogelijk dat corporaties ten opzichte van de voornemens die eind 2018 via dPi zijn aangeleverd, het voorgenomen beleid hebben aangepast.

6.6. Omvang extra ruimte en verdeling over gemeenten niet naar opgave

Bij de berekening van de omvang van de extra financiële ruimte is op geen enkele wijze rekening gehouden met de volkshuisvestelijke opgave. De per corporatie berekende extra financiële ruimte is niet noodzakelijkerwijs in overeenstemming met de volkshuisvestelijke opgave in het werkgebied van de betreffende corporatie. Verder speelt dit punt ook bij de verdeling van de berekende bestedingsruimte over de gemeenten op basis van de relatieve omvang van het aantal woningen per gemeente. Deze verdeelsleutel kan sterk afwijken van de verdeling van de volkshuisvestelijke opgave over de gemeenten. Het meeste bezit kan in gemeente A liggen terwijl de grootste opgave in gemeente B ligt. In zo'n situatie ligt het niet voor de hand dat de verdeling van de berekende bestedingsruimte over de gemeenten, maatgevend is voor de verdeling van de feitelijke bestedingen over de gemeenten.

6.7. Definitieve toetsing door WSW

Benutting van de extra financiële ruimte vereist het aantrekken van extra geborgde leningen. Het WSW heeft het laatste woord over de borgbaarheid van de financiering en daarmee over de leencapaciteit die corporaties hebben. Of een gewenst pakket aan investeringen in combinatie met een bepaald huurbeleid borgbaar is, kan uiteindelijk alleen worden bepaald door het WSW. Ook als volledig aan de financiële ratio's wordt voldaan kan borging door het WSW achterwege blijven als het WSW de 'business risks' van de corporatie als te hoog inschat. Omgekeerd kan het ook voorkomen dat niet geheel aan de ratio's wordt voldaan maar het WSW op grond van risicobeoordeling en (positieve) verwachtingen omtrent de ratio's toch borging afgeeft.

6.8. Rekenkundige uitgangspunten investeringen

Bij het berekenen van het bedrag dat beschikbaar is voor extra investeringen is de hoogte van de onrendabele top van belang. Naarmate de onrendabele top groter is, wordt het bedrag dat extra geïnvesteerd kan worden, kleiner. Bij het berekenen van het indicatieve bedrag voor de bestedingsruimte is uitgegaan van een in Nederland gemiddelde nieuwbouwwoning, met een betaalbare huur van € 607 per maand en gemiddelde stichtingskosten. De bouwkosten kunnen lokaal afwijken evenals de beleidswaarde en marktwaarde van een nieuwe huurwoning. Zijn de bouwkosten lager, dan neemt de onrendabele top af en neemt de investeringsruimte toe. Als onderhoud en beheer van de corporatie lager zijn dan nu is verondersteld, is de onrendabele top ook lager. Is daarentegen de WOZ-waarde hoger, dan wordt de onrendabele top groter omdat de hoogte van de verhuurderheffing bepaald wordt op basis van de WOZ-waarde. Bij woningverbetering wordt op vergelijkbare wijze uitgegaan van 'gemiddelde' veronderstellingen die lokaal of per complex anders kunnen liggen en daardoor een positief of negatief effect kunnen hebben op de beschikbare ruimte.

Bijlage A: Veronderstellingen en vereenvoudigingen

Deze bijlage beschrijft de aannames bij de indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties. Uitgangspunt is een precieze, algebraïsche oplossing. Geredeneerd vanuit Excel wil dat zeggen dat alles met formules opgelost kan worden en dat doelzoeken of goal seeking niet wordt gebruikt. Omwille van eenvoud en begrijpelijkheid is het wenselijk om hier en daar vereenvoudigingen ten opzichte van de werkelijkheid toe te passen. Bij het bepalen van de extra investeringscapaciteit en de extra ruimte voor huurmatiging, dan wel bijdrage ineens is uitgegaan van een aantal veronderstellingen die hieronder worden genoemd.

Extra investeringen (nieuwbouw of woningverbetering)

Alle extra investeringen worden gefinancierd met vreemd vermogen.

De door investeringen toegevoegde beleidswaarde blijft constant in de beschouwde tijdsperiode. In werkelijkheid groeit de beleidswaarde van nieuwbouwwoningen langzaam in de eerste jaren van exploitatie.

Het rentepercentage voor nieuwe leningen wordt niet beïnvloed door de omvang van de financiering.

De vermogens- en de kasstroomkengetallen worden per jaarschijf berekend conform de berekeningswijze van het WSW. Anders dan het WSW doet wordt niet gekeken naar historie en wordt geen gewogen gemiddelde gemaakt van de prognose.

Aantrekken van financiering vindt plaats op 1-1 van het jaar en de rente wordt aangenomen nog in hetzelfde jaar op 31-12 betaald te worden.

De operationele kasstroom die voortkomt uit de nieuw te bouwen woningen heeft een effect op de financieringsbehoefte en dus op de kengetallen die betrekking hebben op de balans (solvabiliteit, LTV en dekkingsratio). Dit kan positief of negatief zijn en is vooral afhankelijk van de gehanteerde rente. We nemen dit (vervolg)effect op de financieringsbehoefte niet mee in deze drie kengetallen die betrekking hebben op de balans. Hetzelfde effect wordt wél meegenomen in de kengetallen die betrekking hebben op de kasstromen (ICR).

Bij extra investeringen in woningverbetering, wordt de onrendabele top op basis van beleidswaarde bepaald door de oude beleidswaarde vóór verbetering in mindering te brengen op de beleidswaarde na verbetering. Dit wordt vervolgens gedeeld door de kosten van de verbetering.

Er wordt geen rekening gehouden met eventuele fiscale effecten van extra investeringen.

Extra huurmatiging bij DAEB

De aannames gelden dat de huurmatiging wordt gegeven in het jaar 2020. We nemen aan dat de matiging geldt over het hele jaar 2020 en alle volgende jaren. Dit wordt dus al ingerekend in de beleidswaarde van ultimo 2019. Voor de solvabiliteit en LTV betekent dit dat gekeken wordt naar deze kengetallen voor een periode van vijf prognosejaren, namelijk 2019 tot en met 2023.

Wanneer huurmatiging wordt toegepast, gaat de huurkasstroom omlaag. Dit beïnvloedt de contante waarde van de huren, de beleidswaarde en de solvabiliteit, maar ook de operationele kasstroom en daarmee de leningbehoefte in alle jaren na 2019. Bij gelijkblijvende uitgaven en wegvallende inkomsten is het nodig extra leningen aan te trekken.

Aangenomen wordt dat het contante waarde-effect relatief gezien in alle jaren even groot is. Dus: als er een huurmatiging is van 10%, dan neemt de contante waarde van de huurkasstromen in de beleidswaardeberekening in ieder jaar met 10% af. Dit geldt gelijk voor huur en beleidshuur, waardoor de hele contante waarde van de huren met 10% daalt.

Rente op huurmatiging wordt meegenomen bij de kasstroomkengetallen maar rente op rente niet. Dat wil zeggen dat de gederfde huurinkomsten leiden tot extra rentebetalingen, maar dat buiten beschouwing blijft dat die rentebetalingen zelf ook weer leiden tot extra rentebetalingen.

Extra bijdrage ineens van niet-DAEB naar DAEB

Ook de extra bijdrage ineens van niet-DAEB naar DAEB wordt met een extra lening gefinancierd. Binnen de IBW-systematiek blijven eventueel aanwezige liquiditeiten in de niet-DAEB tak buiten

beschouwing. Dit vloeit voort uit het algemene uitgangspunt dat de aangeleverde voornemens, waaronder de opgegeven liquiditeitspositie, niet worden aangepast.

Doordat voor de extra bijdrage ineens een lening moet worden aangetrokken, nemen de rentelasten toe waarvoor vervolgens ook extra geleend moet worden.

De maximale omvang van het bedrag dat als extra bijdrage ineens kan worden uitgekeerd, is zo bepaald dat de geen van de vier financiële ratio's wordt onder- of overschreden.

Bijlage B: Beschrijving formules

Bij het berekenen van de extra bestedingsruimte wordt voor elk jaar t gekeken naar het bedrag dat extra besteed kan worden in de vorm van investeringen, huurmatiging of bijdrage ineens, zonder dat de financiële ratio's worden onder- of overschreden. Het uitgangspunt is een algebraïsche oplossing of indien niet mogelijk, een benadering van het bedrag dat extra aan leningen kan worden aangetrokken. Extra bestedingsruimte zal immers altijd via extra leningen gerealiseerd worden.

Beoordelingskader

Bij het bepalen wat de omvang van de extra bestedingsruimte is, passen we het financiële beoordelingskader van Aw en WSW toe. Bij de normering van de financiële ratio's wordt onderscheid gemaakt tussen de DAEB-tak en de niet-DAEB tak, die zijn weergegeven in

Financieel beoordelingskader Aw en WSW			
	DAEB	Niet-DAEB	
Solvabiliteit	>20%	>40%	Is er voldoende buffervermogen?
Loan to Value (LTV)	<75%	<75%	Is er voldoende kasstroomgenererende capaciteit?
Dekkingsratio	<70%	<70%	Is er voldoende verhaal in geval van discontinuïteit?
Interest coverage ratio (ICR)	>1,4	>1,8	Is er voldoende kasstroom om de rente te betalen?
Geborgd schuldvolume	< € 3,5 mrd.	N.V.T.	Vormt één corporatie niet teveel risico voor het stelsel?

Tabel 14: Financieel beoordelingskader Aw en WSW

B.1 Bestedingsruimte voor extra investeringen in nieuwbouwwoningen

Solvabiliteit

De solvabiliteit S wordt voor zowel de DAEB als de niet-DAEB-tak als volgt berekend:

$$S = \frac{EV_t \text{ obv beleidswaarde}}{BT_t \text{ obv beleidswaarde}}$$

Hierbij staat EV_t voor het eigen vermogen in jaar t en BT_t voor het balanstotaal in jaar t . Beide zijn op basis van de beleidswaarde, welke niet overeenkomen met de het gepresenteerde eigen vermogen en balanstotaal. Normaliter zijn deze namelijk op basis van de marktwaarde. Om tot de EV_t en BT_t op basis van de beleidswaarde te komen wordt de marktwaarde uit beide variabelen gehaald en komt hiervoor de beleidswaarde in de plaats. Voor de DAEB-tak wordt er ook nog een correctie gedaan op de netto vermogenswaarde van de niet-DAEB-tak gedaan. Hiervoor is de berekening gelijk aan de zojuist beschreven methode; de marktwaarde van de niet-DAEB-tak wordt vervangen door de beleidswaarde.

Voor de bepaling van de investeringsruimte wordt binnen de horizon T voor elk jaar t gekeken wat in dat jaar de extra investeringsruimte is, gegeven een minimumeis voor solvabiliteit S_{min} .

Wat is het effect aan de passiefzijde van extra investeringen? Voor elke euro die wordt geïnvesteerd, geldt dat een deel onrendabel is en een deel rendabel is. Dit werkt op de passiefzijde zo uit, dat voor het hele bedrag van de investering leningen worden aangetrokken, maar dat het percentage verlies per geïnvesteerde euro, OT_{BW} , tot een verlaging van het eigen vermogen leidt. Wanneer de stichtingskosten hoger zijn dan de beleidswaarde is dit percentage negatief. Aan de actiefzijde van de balans vindt een groei van de beleidswaarde plaats van $1 + OT_{BW}$ vermenigvuldigd met het geleende bedrag.

Men moet dus op zoek naar het bedrag dat extra aan leningen aangetrokken kan worden. Daarvoor kan de volgende vergelijking worden opgesteld:

$$S_{min} = \frac{EV_t + X \times OT_{BW}}{BT_t + X(1 + OT_{BW})}$$

Met voor:

X Het aan te trekken bedrag aan leningen

OT_{BW} De onrendabele top op basis van de beleidswaarde, uitgedrukt in een negatief percentage van verlies ten opzichte van de investering.

Vervolgens herschrijven we de formule zodat deze tot een uitkomst leidt voor X , het aan te trekken lening bedrag:

$$X = \frac{EV_t - BT_t \times S_{min}}{S_{min} \times OT_{BW} + S_{min} - OT_{BW}}$$

Hiermee kan voor elk jaar t aan de hand van het balanstotaal, het eigen vermogen, een minimumeis voor de solvabiliteit en het balans-effect van een investering gekeken worden voor welk bedrag extra financiering aangetrokken kan worden zodat precies aan de minimumeis voor de solvabiliteit wordt voldaan.

Loan to Value

Voor zowel de DAEB-tak als de niet-DAEB tak wordt de Loan to Value LTV als volgt berekend:

$$LTV = \frac{L_t}{BW_t}$$

Bij de loan to value geldt de aanname dat over het aantal jaren binnen de horizon T voor elk jaar t gekeken wordt wat in dat jaar de extra investeringsruimte is, gegeven een maximumeis voor de Loan to Value LTV_{max} .

$$LTV_{max} = \frac{L_t + X}{BW_t + X \times (1 + OT_{BW})}$$

Met voor BW_t de beleidswaarde en voor L_t de hoogte van de netto leningportefeuille in jaar t . Wanneer we dit herschrijven dan ontstaat de volgende formule:

$$X = \frac{L_t - BW_t \times LTV_{max}}{LTV_{max} \times OT_{BW} + LTV_{max} - 1}$$

Met voor:

LTV_{max} De maximale LTV

OT_{BW} De onrendabele top op basis van beleidswaarde

BW_t De beleidswaarde op tijdstip t

L_t De netto leningpositie op tijdstip t

Hiermee kan het extra aan te trekken bedrag aan financiering worden berekend in het jaar t .

Dekkingsratio

De dekkingsratio is de omvang van de leningen ten opzichte van de marktwaarde verhuurd. Deze definitie is gelijk bij de DAEB-tak en de niet-DAEB tak.

Bij de dekkingsratio is sprake van een maximumeis D_{max} . Aan de hand van dit maximum kan, gegeven de huidige netto leningportefeuille en totale marktwaarde verhuurd, berekend worden hoeveel extra leningen aangetrokken kunnen worden.

$$D_{max} = \frac{L_t + X}{MW_t + X \times (1 + OT_{MW})}$$

Met voor:

D_{max}	De maximale dekkingsratio
X	Het maximale investeringsbedrag
L_t	De leningen in jaar t
MW_t	De marktwaarde in jaar t
OT_{MW}	De onrendabele top of winstpercentage o.b.v. marktwaarde, uitgedrukt in een negatief percentage van verlies ten opzichte van de investeringsom.

Wanneer we dit herschrijven dan ontstaat de volgende formule:

$$X = \frac{L_t - MW_t \times D_{max}}{D_{max} \times OT_{MW} + D_{max} - 1}$$

Hiermee kan het extra aan te trekken bedrag aan financiering worden berekend in het jaar t .

Rentedekkingsgraad – ICR

Bij de berekening van de extra investeringsruimte op basis van de rentedekkingsgraad is het doel de extra investering te bepalen waardoor kasstromen zich zodanig ontwikkelen dat in enig jaar precies de ondergrens voor de rentedekkingsgraad wordt gehaald. Deze berekening is gelijk voor de DAEB en de niet-DAEB-tak, daargelaten dat het minimum van de ICR van de DAEB en niet-DAEB verschillend is.

Allereerst moet gekeken worden naar de ruimte in de operationele kasstroom in de dPi. De ICR wordt als volgt berekend:

$$ICR = \frac{OKS + NR}{BR}$$

Met voor

OKS	Operationele kasstroom
NR	Netto rente-uitgaven (gesaldeerd met renteontvangsten op interne lening – positief getal)
BR	Bruto rente-uitgaven (gesaldeerd met renteontvangsten op interne lening – positief getal)

Het effect van extra investeringen in de ICR is tweeledig. Enerzijds neemt de operationele kasstroom toe met een bedrag dat wordt uitgedrukt in een percentage van het investeringsbedrag, de operationele kasstroomfactor $OKSF$. Dit is het rendement op basis van de stichtingskosten. Dit percentage wordt als volgt berekend:

$$\frac{(Huur - beheerkosten - onderhoudskosten - verhuurdersheffing)}{Stichtingskosten}$$

De rentekosten nemen ook toe, met het rentepercentage ultimo 2019, $t = 1$, immers het moment waarop de lening moet worden aangetrokken.

$$ICR_{min} = \frac{OKS_t + NR_t + X \times OKSF}{BR + X \times r_t}$$

Wanneer deze vergelijking wordt opgelost voor X dan ontstaat de volgende vergelijking:

$$X = \frac{-BR_t \times ICR_{min} + NR_t + OKS_t}{r_t \times ICR_{min} - OKSF}$$

Hiermee kan het investeringsbedrag X worden berekend waarmee de ICR voor ieder jaar uitkomt op een waarde ICR_{min} .

Bestedingsruimte voor extra investeringen in woningverbetering

Bij het berekenen van de extra investeringscapaciteit voor woningverbetering wordt voor elk jaar t gekeken naar het bedrag dat extra geïnvesteerd kan worden in verbetering van huurwoningen zonder dat de financiële ratio's worden onder- of overschreden. Dit wordt gedaan met een algebraïsche oplossing.

De methodiek verschilt in opzet niet van die van nieuwbouw en wordt hier ook alleen besproken voor zover zij anders is dan bij nieuwbouw.

De Loan to Value, solvabiliteit, dekkingsratio en ICR worden op gelijke wijze berekend als bij nieuwbouw, uiteraard met andere waarden voor de $OKSF_{verb}$ en voor de OT_{VBW} en OT_{VMW} . Hierbij wordt verder de aanname gedaan dat de marktwaarde met en zonder bestemming in gelijke mate toeneemt. De operationele kasstroomfactor wordt berekend door de extra huurverhoging te verminderen met de verhoging van de verhuurderheffing als gevolg van WOZ-waardestijging. Dit wordt vervolgens gedeeld door de kosten van de verbetering.

B.2 Bestedingsruimte voor extra huurmatiging

Bij het bepalen van de bestedingsruimte voor extra huurmatiging dient rekening te worden gehouden met effecten die bij huurmatiging een rol spelen. Waar inkomsten teruglopen, ontstaat bij gelijkblijvend beleid een financieringsbehoefte en de speelruimte voor boven-inflatoire huurverhoging wordt beperkt door de huursombenadering.

Voor het eerste jaar waarin de matiging wordt toegepast (2020, $t = 2$) wordt de huurmatiging in meerdering gebracht op de leningportefeuille ultimo jaar. Voor elk volgend jaar wordt $t - 1$ maal de huurmatiging meegenomen in de leningbehoefte.

Solvabiliteit

Bij het berekenen van de extra huurmatiging op basis van de solvabiliteit kijken we naar de mate waarin huurmatiging kan worden gegeven zodanig dat de beleidswaarde niet te veel afneemt en de financieringsbehoefte niet te veel toeneemt.

Voor deze berekening kijken we allereerst gemiddelde discontovoet (doorexploiteren), welke opgehaald wordt uit de aangeleverde dVi. Aan de hand deze corporatie specifieke discontovoet wordt aan de hand van de beleidswaardeberekening de contante waarde (CWH_t) van H_t euro huurmatiging berekend. Tussen beiden veronderstellen we een lineair verband dat wordt beschreven door de factor $C = CWH_t/H_t$. Voor elke euro huurmatiging neemt de contante waarde van de huurkasstroom met C euro af.

Het geven van huurmatiging heeft meer effecten dan alleen de daling van de beleidswaarde. Het eigen vermogen neemt ook af, niet alleen doordat de beleidswaarde afneemt maar ook doordat de financieringsbehoefte toeneemt als gevolg van wegvallende huurinkomsten. Het effect van de huurmatiging is dat voor elke euro korting de beleidswaarde met C euro afneemt en de financieringsbehoefte neemt toe met de korting vermenigvuldigd met het aantal jaar geleden dat de korting werd gegeven. Aan het eind van 2022 is het immers 4 jaar geleden dat de korting werd verstrekt en dus heeft de corporatie vier jaar extra leningen moeten aantrekken. Voor 2018 en 2019, $t = 0$ en $t = 1$, geldt dat de huurmatiging nog geen effect op de financieringsbehoefte heeft omdat de korting pas gaat lopen vanaf 2020. Het effect op het eigen vermogen is dus $(t - 1) \times C$ euro voor elke gegeven euro huurmatiging voor alle t groter dan 1.

Wanneer huurmatiging wordt toegepast wordt het eigen vermogen verlaagd met C maal de huurmatiging X_t en daarbovenop de financieringsbehoefte $X_t \times (t - 1)$. Het balanstotaal BT_t verandert met de huurmatiging X_t vermenigvuldigd met de factor C .

Daarmee komt men op de volgende vergelijking uit:

$$S_{min} = \frac{EV_t - C \times X_t - X_t \times (t - 1)}{BT_t - C \times X_t}$$

Wanneer we dit herschrijven ontstaat de volgende vergelijking:

$$X_t = \frac{S_{min} \times BT_t - EV_t}{C \times S_{min} - C - (t - 1)}$$

Voor ieder jaar in de dPi horizon T kan zo de extra huurmatiging worden bepaald zodanig dat de solvabiliteit niet wordt onderschreden. Het laagste bedrag over de horizon T is de extra huurmatiging.

Loan to Value

Bij de Loan to Value kijken we naar de mate waarin de beleidswaarde verandert, zodanig dat de leningen niet een te groot volume bereiken. Ook hier kijken we niet alleen naar de beleidswaarde maar ook naar de groei van de leningportefeuille als gevolg van de wegvallende huurinkomsten.

Het effect van de afnemende huurinkomsten op de beleidswaarde is een afname van C maal de wegvallende huurinkomsten X_t . Het effect op de leningen is een toename ter grootte van $X_t \times (t - 1)$ voor alle jaren t groter dan 1.

Dat leidt tot de volgende vergelijking:

$$LTV_{max} = \frac{L_t + X_t \times (t - 1)}{BW_t - C \times X}$$

Wanneer we deze herschrijven is de extra huurmatiging X als volgt te berekenen:

$$X_t = \frac{LTV_{max} \times BW_t - L_t}{C \times LTV_{max} + (t - 1)}$$

Hiermee is X het extra bedrag aan huurmatiging dat primo 2019 gegeven kan worden zodanig dat de corporatie niet een te hoge Loan to Value krijgt.

Dekkingsratio

Bij het bepalen van de dekkingsratio spelen dezelfde effecten als bij de Loan to Value op basis van beleidswaarde. De basis is echter de marktwaarde in plaats van de beleidswaarde. Voor de marktwaarde in verhuurde staat wordt een factor C van 20 verondersteld, wat in lijn is met voorgaande IBW jaren.

$$DR_{max} = \frac{L_t + X_t \times (t - 1)}{MW_t - C \times X}$$

Wanneer we dit omschrijven ontstaat de volgende vergelijking:

$$X_t = \frac{DR_{max} \times MW_t - L_t}{C \times DR_{max} + t - 1}$$

Hiermee kan op basis van de dekkingsratio een bedrag worden berekend waarmee de huren in 2020 kunnen worden verlaagd.

Rentedekkingsgraad – ICR

Bij het bekijken van het extra bedrag aan huurmatiging dat op basis van de ICR gegeven kan worden speelt een aantal effecten een rol. Allereerst de huurmatiging die wordt gegeven, en vervolgens het effect van meer rentelasten voortkomende uit het kastekort dat ontstaan is als gevolg van de wegvallende huurinkomsten.

De wegvallende huurinkomsten hebben het effect dat de teller lager wordt met X euro, de extra rente r_e krijgt een plek in de noemer. De wegvallende huurinkomsten blijven ieder jaar gelijk, maar de extra rente loopt ieder jaar op omdat ieder jaar opnieuw een kastekort ontstaat als gevolg van de wegvallende huuropbrengsten. De rente wordt betaald in het jaar nadat de korting gegeven. Voor de korting die wordt gegeven in het jaar $t = 2$, namelijk 2020, wordt in $t = 3$, dus in 2021, rente betaald ter grootte van het bedrag kortingsbedrag X vermenigvuldigt met de rente r_{t-1} voor alle $t \leq 2$. Deze rente moet ook in de latere jaren worden betaald, maar in elk later jaar moet ook geld worden geleend ter grootte van het kortingsbedrag X tegen een dan geldende rente r_{t-1} . Voor ieder jaar neemt de rente dus toe met $X \times \sum_{i=1}^t r_{t-1}$.

Per saldo moet dus ieder jaar gekeken worden naar de volgende vergelijking:

$$ICR_{min} = \frac{\text{Operationele kasstroom} - X + NR_t}{BR_t + X \times \sum_{i=1}^t r_{t-1}}$$

Met voor

X	Het bedrag aan huurmatiging
NR_t	De netto rente-uitgaven (gesaldeerd met rente-inkomsten interne lening) in jaar t
BR_t	De bruto rente-uitgaven (gesaldeerd met rente-inkomsten interne lening) in jaar t
r_t	De renteverwachting in jaar t voor geborgde leningen

Met voor ICR_{min} het minimum voor de ICR. Wanneer we dit omschrijven ontstaat de volgende vergelijking:

$$X = \frac{\text{Operationele kasstroom} - BR_t \times ICR_{min} + NR_t}{ICR_{min} \times (\sum_{i=1}^t r_{t-1}) + 1}$$

Hiermee kan het extra bedrag voor huurmatiging worden berekend voor een matiging die wordt gegeven per 1-1-2020.

B.3 Ruimte voor extra bijdrage ineens van de niet-DAEB-tak aan de DAEB-tak

Bij het berekenen van de extra bijdrage ineens wordt voor elk jaar t gekeken naar het bedrag dat in dat jaar afgedragen kan worden zonder dat de financiële ratio's worden onder- of overschreden. Dit wordt gedaan met een algebraïsche oplossing. De methodiek verschilt in opzet niet van die van nieuwbouw. Het verschil is dat er in het geheel geen verdieneffecten staan tegenover de bijdrage. In feite wordt gerekend met een onrendabele top van 100%. De Loan to Value, solvabiliteit, dekkingsratio en ICR worden op gelijke wijze berekend als de bepaling van de investeringsruimte.

Om te bepalen hoe groot deze ruimte is, wordt gebruikt gemaakt van dezelfde formule die ook gebruikt wordt om de investeringsruimte in de DAEB-tak te bepalen. Dat is de volgende formule:

$$X = \frac{L_t - BW_t \times LTV_{max}}{LTV_{max} \times OT_{BW} + LTV_{max} - 1}$$

Met voor:

LTV_{max}	De maximale LTV
OT_{BW}	De onrendabele top op basis van beleidswaarde
BW_t	De beleidswaarde op tijdstip t
L_t	De netto leningpositie op tijdstip t

In de teller van bovenstaande formule wordt 'de ruimte' berekend in de LTV. $BW_t \times LTV_{max}$ is de maximale leningruimte, L_t zijn de al aanwezige leningen. Het residu kan in principe worden geleend. Omdat het geleende geld tot een waardevermeerdering leidt, moet dit nog worden gedeeld door een factor (kleiner dan 1) die vertelt hoeveel uiteindelijk écht kan worden geleend.

Het effect van een bijdrage aan de DAEB-tak door de niet-DAEB-tak werkt, technisch gezien, door als een aflossing op de leningportefeuille. Wanneer we de formule aanpassen om alleen het effect van de verandering de leningportefeuille te laten zien, ontstaat de formule voor de leenfactor:

$$X = \frac{-L}{LTV_{max} \times OT_{BW} + LTV_{max} - 1}$$

De noemer in de breuk is afhankelijk van twee variabelen, de bovengrens van de LTV en de rentabiliteit van investeringen. Wanneer we uitgaan van een LTV_{max} van 75% en een OT_{BW} van -62%, dan ontstaat de volgende uitkomst, en een bijdrage van 1 euro, dan ontstaat de volgende uitkomst:

$$1,4 = \frac{-1}{75\% \times -62\% + 75\% - 1}$$

Met andere woorden, iedere euro bijdrage vanuit de niet-DAEB-tak kan 1,4 keer worden uitgegeven aan nieuwbouw in de DAEB-tak.

Rotterdam

Ortec Finance B.V.
Boompjes 40
3011 XB Rotterdam
The Netherlands
Tel. +31 10 700 50 00

Amsterdam

Ortec Finance B.V.
Naritaweg 51
1043 BP Amsterdam
The Netherlands
Tel. +31 20 700 97 00

London

Ortec Finance Ltd.
Bridge House
181 Queen Victoria Street
London, EC4V 4EG
United Kingdom
Tel. +44 20 3770 5780

Pfäffikon

Ortec Finance AG
Poststrasse 4
8808 Pfäffikon SZ
Switzerland
Tel. +41 55 410 38 38

Toronto

Ortec Finance Canada Inc.
250 University Ave. #200
Toronto, ON M5H 3E5
Canada
Tel. +1 416 736 4955

Hong Kong

Ortec Finance Asia Ltd.
Unit 211, 2/F, Building 12W
Phase 3, Hong Kong Science Park
Shatin, Hong Kong
Tel. +852 2477 9838

www.ortec-finance.com