



Autoriteit woningcorporaties  
*Inspectie Leefomgeving en Transport*

# Sectorbeeld 2016





Autoriteit woningcorporaties  
*Inspectie Leefomgeving en Transport*

## **Sectorbeeld 2016**

Datum                      30 november 2016



## Colofon

Uitgegeven door

Inspectie Leefomgeving en Transport  
ILT/Autoriteit woningcorporaties

Graadt van Roggenweg 500 Utrecht  
Postbus 16191, 2500 BD Den Haag

[www.ilent.nl/onderwerpen/autoriteitwoningcorporaties/](http://www.ilent.nl/onderwerpen/autoriteitwoningcorporaties/)



# Inhoud

<b>Colofon</b>	<b>5</b>
<b>Samenvatting</b>	<b>9</b>
SYNOPSIS	9
ANALYSE	12
<b>1 Kasstromen en resultatenrekening</b>	<b>22</b>
1.1 Kasstromen	23
1.1.1 Operationele kasstromen	23
1.1.2 Investeringskasstromen	30
1.1.3 Financieringskasstroom	33
1.2 Functionele Resultatenrekening	35
1.2.1 Jaarresultaat 2015 zeer fors	36
1.2.2 Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille neemt toe	37
1.2.3 Stabiel verkoopresultaat	38
1.2.4 Verdere teruggang van lasten overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid	39
1.2.5 Verandering marktwaarde vastgoedportefeuille reflecteert marktontwikkeling	39
1.2.6 Financiële baten en lasten ontwikkelen zich positief	40
1.2.7 Resultaat belastingen daalt	41
1.2.8 Positief resultaat deelnemingen	41
<b>2 Balans</b>	<b>43</b>
2.1 Volkshuisvestelijke en marktwaardebalans	44
2.1.1 Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde	46
2.1.2 Marktwaarde in verhuurde staat	49
2.1.3 Financiële en vlottende activa samen stabiel	50
2.1.4 Sterke daling schulden en voorzieningen	51
2.1.5 Direct rendement op marktwaarde en eigen vermogen	55
2.1.6 Invloed overheidsarrangementen op de sector	57
<b>3 Woningmarktregio's en regionale corporatiesector</b>	<b>59</b>
3.1 Inleiding	59
3.2 Solvabiliteit, risicobuffer en vrije ruimte	60
3.3 Effecten van een eventuele verhoging van de verhuurderheffing	62
3.4 Huur en WOZ-waarde van DAEB-woningen	62
3.5 Afstemming tussen beleid inzake verhuurderheffing, wws-sytematiek, huursom en passend toewijzen kan beter	64
<b>4 Meerjarenverkenning</b>	<b>66</b>
4.1 Basisscenario	66
4.1.1 (Des)investeringsprogramma	66
4.1.2 Uitgangspunten inflatie en rente	67
4.1.3 Uitkomsten basisscenario	69
4.2 Gevoeligheidsanalyses	71
4.2.1 Uitkomsten gevoeligheidsanalyses	73
4.3 DAEB-scheiding	77
4.3.1 Uitgangspunten	77
4.3.2 Uitkomsten DAEB-scheiding	77





## Samenvatting

Jaarlijks brengt de Autoriteit Woningcorporaties (Aw) de financiële positie en prestaties van de woningcorporatiesector in beeld. Het voorliggende sectorbeeld bevat onder meer de verantwoordingsinformatie die corporaties in 2016 aanleverden over verslagjaar 2015. De verantwoordingsinformatie van drie kleinere corporaties kwam te laat voor verwerking hier (Humanitas, SHBB en SBOM). Zij bezitten samen minder dan 0,15% van alle verhuureenheden in de sector.

### SYNOPSIS

Er is weer financiële ruimte in de sector. De vorig jaar geconstateerde positieve ontwikkeling van de financiële positie heeft verder doorgezet. De operationele kasstroom is weer op orde en ondersteunt het sterk positieve jaarresultaat over 2015. De sterke kasstroomratio's en hoge volkshuisvestelijke solvabiliteit op sectorniveau zijn het effect van zowel de in afgelopen jaren gerealiseerde huurverhogingen en rationalisering in de bedrijfsvoering, als van de aanhoudend lage rentestand, het lage investeringsniveau en de aflossingen op de leningenportefeuille. Op sectorniveau is het financieel goed mogelijk om de door corporaties opgegeven investeringsvoornemens voor de periode tot en met 2020 uit te voeren plus een trendmatige voortzetting van deze voornemens tot en met 2025. In 2025 liggen kasstroomratio's en solvabiliteit dan nog steeds ruim boven geldende normen.

De financiële ruimte blijkt aanmerkelijk groter indien er rekening wordt gehouden met de opkomst van een 'nieuwe economische werkelijkheid' die economen buiten de Aw signaleren. Bij deze nieuwe economische werkelijkheid duurt het herstel naar evenwichtsniveau van de rente significant langer dan de sectorparameters veronderstellen. De doorrekening van het toekomstperspectief volgens de nieuwe economische werkelijkheid laat zien dat er tot en met 2025 voldoende financiële ruimte is om naast de realisatie van de door corporaties opgegeven investeringsvoornemens (inclusief trendmatige voortzetting) ook nog de gemiddelde huurverhoging te beperken tot inflatie (cumulatief kasstroomverlies á € 4,3 miljard in tien jaar), de tijdelijke verhoging van de verhuurderheffing te betalen (cumulatief kasstroomverlies 650 miljoen in tien jaar) en bovendien € 17,9 miljard extra te investeren in nieuwbouw en € 11 miljard in verbetering. In deze doorrekening is er bewust voor gekozen dat kengetallen steeds ruim boven de ondergrens blijven die voor individuele corporaties geldt. In vergelijking met de indicatieve bestedingsruimte die de minister voor Wonen en Rijksdienst op 21 juni 2016 publiceerde, zijn een andere methodiek en andere uitgangspunten gehanteerd. De keuze voor een andere methodiek is conform de brief die de Aw op 4 juli 2016 aan de minister stuurde over indicatieve bestedingsruimte. De keuze om uit te gaan van een minder snel stijgende rente, toont hoeveel invloed de rente heeft op de ruimte in de sector.

Voor de publieke taakvervulling door de sector biedt de financiële ruimte mogelijkheden. Behoedzaamheid én wendbaarheid zijn daarbij noodzakelijk. Op de korte termijn is er een risico dat de sector te weinig inspeelt op de financiële ruimte die er is. Onder invloed van verhuurderheffing en parlementaire enquête focuste de sector in de afgelopen jaren juist op reorganiseren en bezuinigen. De sector werd efficiënter en doelmatiger en zette de exploitatie van het DAEB-bezit weer centraal. Ook werden sectoraal de investeringsvoornemens sterk teruggeschroefd en

ontwikkelaafdelingen sterk ingekrompen. Het vergt tijd om dit opnieuw op te bouwen en afgestemde plannen te ontwikkelen. Tezelfdertijd is er ook nog steeds veel energie gemoeid met de implementatie van wijzigingen die voortkomen uit de nieuwe Woningwet die sinds 1 juli 2015 geldt.

Behoedzaamheid en wendbaarheid zijn op de wat langere termijn eveneens onmisbaar. Hoe reëel de verwachtingen over een langer tijdspad voor het herstel naar de evenwichtsrente nu ook lijken, het is denkbaar dat het anders wordt. Wellicht stijgt de reële rente toch sneller naar de 3%, die nu geldt als het evenwichtsniveau voor de sector. Mocht dat gebeuren, dan moet er tijdig kunnen worden bijgestuurd. Dat is in principe mogelijk. De termijn waarvoor harde investeringsverplichtingen worden aangegaan in de sector is ongeveer drie jaar. Dergelijke harde verplichtingen zullen moeten worden nagekomen. Voor zachtere plannen hoeft dat niet.

Het is verstandig om de financiële ruimte over een langere periode evenwichtig in te zetten. Dat komt de kwaliteit van besluitvorming, planning en risicobeheersing ten goede en voorkomt tevens onnodige (prijsverhogende) druk op de bouwmarkt. Dit vergt wijsheid van alle betrokkenen in de sector; de neiging om de huidige gunstige situatie te verjubelen kan groot zijn. De verschillende bestedingsmogelijkheden: investeren, verduurzamen, lagere huren of een hogere verhuurderheffing, zullen in de komende periode vechten om aandacht.

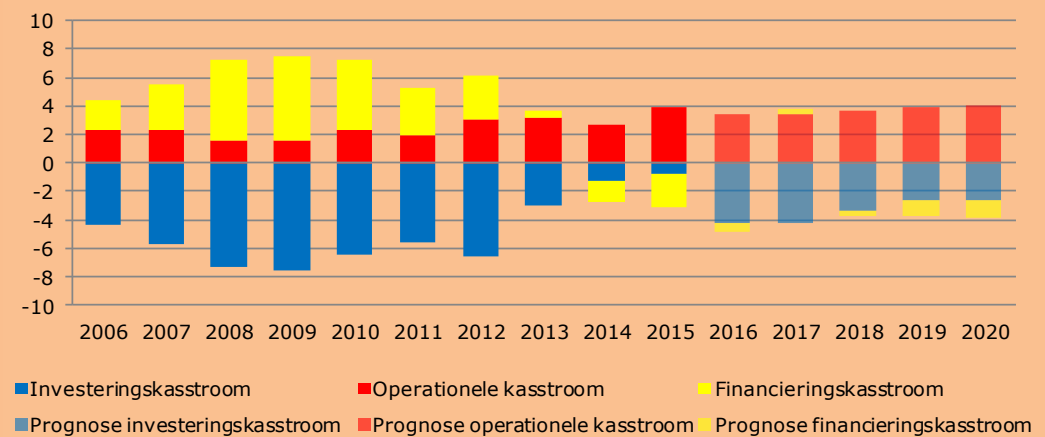
Het is niet aan de Aw om in dit gevecht een standpunt in te nemen, maar wel om aan te dringen op voorzichtigheid. De toekomst is extreem onzeker en de marges om de verschillende berekeningen heen ook. Corporaties en overheden moeten wennen aan de nieuwe verhoudingen zoals in de Woningwet beschreven en 2017 brengt nog veel werk vanwege de door te voeren scheiding respectievelijk splitsing tussen DAEB en niet-DAEB. Bij de beoordeling van corporaties in 2017 blijven de voorzichtige parameters gelden uit de in september 2016 gepubliceerde 'Update economische parameters beoordelingskader' en zal er niet worden uitgegaan van het hier verkende gunstiger rentepad. Ook zonder dit rentepad is er ruimte in de sector. Voor beoordelingen ná 2017 overlegt de Aw met WSW over de parameters.

De gunstige financiële situatie geldt op het totaalniveau van de sector. Het beeld per regio of individuele corporatie echter kan daar sterk van afwijken. Algemeen geldende conclusies of plannen ter aanwending van het vermogen vragen dus om de nodige voorzichtigheid. In dit verband vraagt de Aw ook aandacht voor de interactie tussen huursombeleid, passend toewijzen, woningwaarderingssysteem en verhuurderheffing binnen het stelsel. Deze generieke beleidsinstrumenten zijn ontwikkeld vanuit deels verschillende uitgangspunten. In de praktijk kunnen hierdoor spanningsvelden ontstaan.

### Box Investeringskasstroom, financieringskasstroom en operationele kasstroom

Sinds 2014 financiert de sector haar investeringskasstroom per saldo geheel uit de operationele kasstroom én lost ze daarbij zelfs nog af op leningen. Deze historisch bijzondere situatie is mogelijk door twee deels samenhangende ontwikkelingen, te weten de sterke toename van de operationele kasstroom vanaf circa 2012 en de gelijktijdige afname van de investeringskasstroom.

*Operationele kasstroom, financieringskasstroom en investeringskasstroom, realisatie en prognose (x € 1 miljard)*



De groei van de operationele kasstroom is deels het effect van de bezuinigingen die corporaties realiseerden op hun variabele lasten. Nog belangrijker is evenwel dat corporaties gebruik gingen maken van nieuwe en bestaande mogelijkheden in het huurbeleid. Nieuw was het inkomensafhankelijke huurbeleid dat per 1 juli 2013 van kracht werd. De jaarlijkse huurverhoging per 1 juli mocht voortaan afhankelijk van het inkomen van de huurder, variëren tussen 2,5% en 6% boven de inflatie in het voorgaande jaar. Voor die tijd was de jaarlijks toegestane huurverhoging gelijk aan de inflatie in het voorgaande jaar. Daarnaast zijn corporaties in deze tijd ook meer gaan inzetten op het al langer bestaande instrument voor harmonisatie ineens. Op grond hiervan mag de huur van een woonruimte, bij toewijzing aan een nieuwe huurder, worden opgetrokken naar een hoger niveau. De minister voerde het inkomensafhankelijke huurbeleid in opdat de sector via verhoging van haar inkomsten de extra lasten van de nieuwe verhuurderheffing zou kunnen compenseren. Bij de eerste heffing in 2013 gold nog een aanlooptarief dat in 2014, conform planning, overging in een fors hoger heffingstarief. Deze stijging van het heffingstarief verklaart meteen ook de dip in de operationele kasstroom van 2014. In 2015 herstelt de sector zich weer van deze dip. Aanvullend op de inmiddels gerealiseerde huurverhogingen en bezuinigingen dragen de inmiddels dalende rente-uitgaven ook bij aan dit herstel. Na 2015 verwacht de sector een vrijwel stabiliserende operationele kasstroom. De investeringskasstroom ontwikkelde zich vanaf 2012 min of meer tegengesteld aan de operationele kasstroom. De afname na 2012 is deels de voortzetting van een al eerder ingezette trend die verband hield met de financiële en economische crises die na 2008 volgden. Deels ook is het een reactie op de specifieke situatie rond 2012. De aankondiging van de verhuurderheffing leidde tot een schrikreactie want de mogelijkheden van een ruimer huurbeleid waren immers niet direct helder. De schrik werd nog versterkt door het groeiende inzicht in de omvang van het derivatendebacle bij Vestia en het gegeven dat de sector daar via een saneringsbijdrage deels aan zou meebetalen.

De banken en Vestia zelf betaalden ook een deel. De incidenteel hoge investeringskasstroom in 2012 is hierbij gevolg van de afwikkeling van dit debacle en niet van hoge vastgoedinvesteringen. In 2014 en 2015 volgen extreem lage investeringskasstromen. Dat ze zo laag zijn komt deels doordat investeringskasstroom het saldo is van (des) investeringsuitgaven en –inkomsten en er in deze jaren erg hoge verkoopopbrengsten waren doordat er bijzonder veel huurwoonegelegenheden werden verkocht. Daarnaast is er in deze jaren ook minder geïnvesteerd in nieuwbouw en verbetering dan in voorgaande jaren. Volgens de sectorale prognoses stijgt de investeringskasstroom in 2016 en 2017 weer. Deze stijging is vooral het effect van de teruglopende verkopen en daarmee samenhangende opbrengsten en ook wel van hogere verwachte uitgaven, waarbij verder nog moet blijken in hoeverre deze gerealiseerd worden. De afname aan het eind van de prognoseperiode tenslotte is gebruikelijk en houdt verband met onzekerheden bij de planontwikkeling.

## ANALYSE

### Meerjarenverkenning: financiële ruimte groot in sector

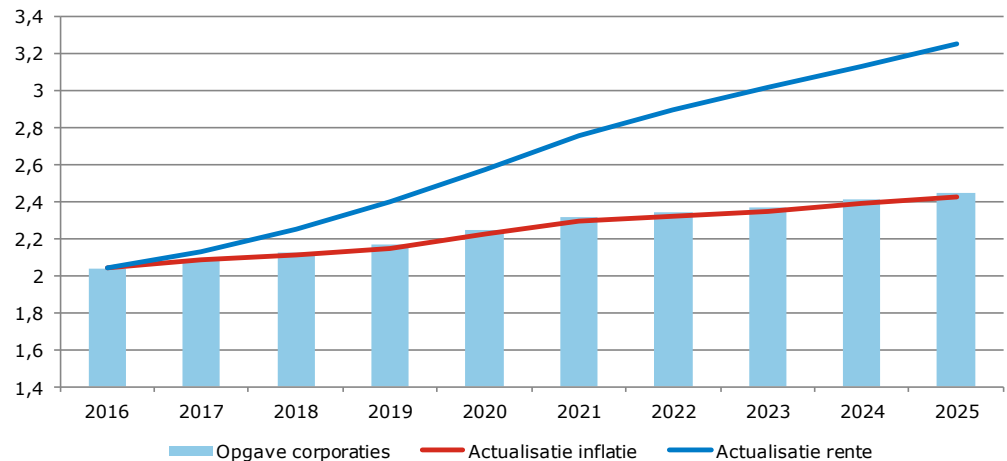
*Huurverhogingen, bezuinigingen én lage rente zorgen voor solide financiële positie*

De in voorgaande jaren gesignaleerde stijgende lijn in de financiële positie van de sector heeft zich doorgezet. Door gerealiseerde huurverhogingen, besparingen in de bedrijfsvoering, afgenomen investeringen en lage rente is de financiële positie van de sector sterk verbeterd. Renteverplichtingen daalden daarbij doordat de lage rentestand via herfinancieringen en nieuwe leningen nu ook het gemiddeld rentepercentage voor de corporaties merkbaar drukt. Ook de verlaging van schulden door aflossing draagt bij aan lagere rente-uitgaven. De aflossingen zijn mede mogelijk door verkoop van bezit, de verbeterde verdien capaciteit uit de exploitatie en doordat de investeringen de afgelopen jaren sterk zijn teruggelopen. Ook de komende jaren verwacht de sector relatief weinig te investeren en mede daardoor per saldo geen/amper nieuwe leningen aan te gaan (zie box).

De invoering van huursombeleid en passend toewijzen dempen deze positie slechts licht. Huren kunnen hierdoor minder hard stijgen, gemiddeld nog maximaal 1% boven inflatie. Ondanks deze positieve financiële situatie, leven er in de sector grote zorgen over de betaalbaarheid van woningen (al dan niet met huurtoeslag), de verdere groei van de verhuurderheffing en de vraag of de huidige investeringsvoornemens voldoende zijn om de kwaliteit van het bezit en afspraken over verduurzaming te kunnen waarborgen.

Met de huidige stabiliserende investeringsvoornemens blijft de sector de komende jaren in ruime mate voldoen aan de randvoorwaarden die gelden voor kas- en balansratio's. De lichtblauwe staafjes in onderstaande grafiek laten zien dat de rentedekkingsgraad van de sector hoog genoeg is voor de realisatie van het investeringsprogramma van de corporaties (inclusief trendmatige verlenging tot en met 2025) en het inmiddels vigerende huurbeleid. De rentedekkingsgraad stijgt zelfs en ligt de hele periode ruim boven de ondergrens van 1,4 die voor individuele corporaties geldt. De huidige sectorvoornemens zijn dus goed uitvoerbaar en brengen het stelsel niet in gevaar.

Een vraag hierbij is evenwel of de gehanteerde economische uitgangspunten realistisch zijn en of huidige (beleids- en investerings-)voornemens voldoende zijn afgestemd op de vraag vanuit de samenleving.

*Rentedekkingsgraad (basisscenario)**Nieuw economische werkelijkheid: structureel lagere rente*

Volgens de huidige voorschriften dienen corporaties in hun prognoses rekening te houden met een rente die oploopt naar een evenwichtsniveau van 5% in 2021. Dit veronderstelde evenwichtsniveau is gebaseerd op 4,25% rente voor lange staatsleningen plus 0,75% spread voor de geborgde leningen. Meerdere studies (o.a. CPB, Ortec Finance) onderzochten inmiddels de oorzaken en consequenties van de lage rente. Ze maken duidelijk dat er een nieuwe economische realiteit lijkt te ontstaan waarbij het significant langer duurt voordat rente weer op evenwichtsniveau ligt. Ook het opkoopprogramma van ECB verlengt de herstelperiode.

*Nieuwe economische werkelijkheid verruimt financiële positie van sector*

In de meerjarenverkenning is onderzocht wat het betekent voor de sector als het langer duurt voordat het evenwichtsniveau van de rente bereikt wordt. Deze actualisatie van de renteverwachting heeft een sterk positief effect op de financiële positie. De rentedekkingsgraad bijvoorbeeld stijgt na 2023 tot boven de 3 (zie blauwe lijn in bovenstaand figuur). Andere uitgangspunten inzake voorgenomen investeringen, huurbeleid en dergelijke zijn ongewijzigd. Wel is naast de rente ook de inflatie geactualiseerd, maar dat heeft betrekkelijk weinig effect aangezien de effecten hiervan op huur en lasten bijna wegvallen tegen elkaar. De rode lijn in bovenstaand figuur toont het effect van de actualisatie van de inflatie ten opzichte van de opgave corporaties.

*Publieke taakstelling*

Deze ruime financiële positie biedt mogelijkheden om (meer) tegemoet te komen aan de vraag vanuit de samenleving, de publieke taakstelling van de sector. Het gaat dan om bestaande zorgen zoals over de betaalbaarheid van woningen en druk op de huurtoeslag, de grote vraag naar sociale huurwoningen van huishoudens met lage inkomens en een behoefte naar meer kwaliteit in de vorm van bijvoorbeeld duurzaamheidsinvesteringen die energieprestaties verbeteren. Ook nieuwbouw verhoogt de kwaliteit. Een ander onderdeel van de publieke taakstelling bestaat uit de verhuurderheffing. De (licht aangepaste) tarieven van de verhuurderheffing zoals vermeld in de laatste Rijksbegroting, zullen ook beslag leggen op de toekomstige ruimte. In deze tarieven is ook de tijdelijke verhoging verwerkt (2018-2022), die de minister begin 2016 meldde bij de evaluatie van de verhuurderheffing.

In dit sectorbeeld zijn de effecten van deze publieke opgave doorgerekend om te beoordelen in hoeverre de sector daaraan tegemoet kan komen. Het gaat dan respectievelijk om:

- De effecten van minder huurstijgingen en een lichte verhoging van de verhuurderheffing
- De effecten van inzet op kwaliteit en duurzaamheid (verbetering en nieuwbouw)

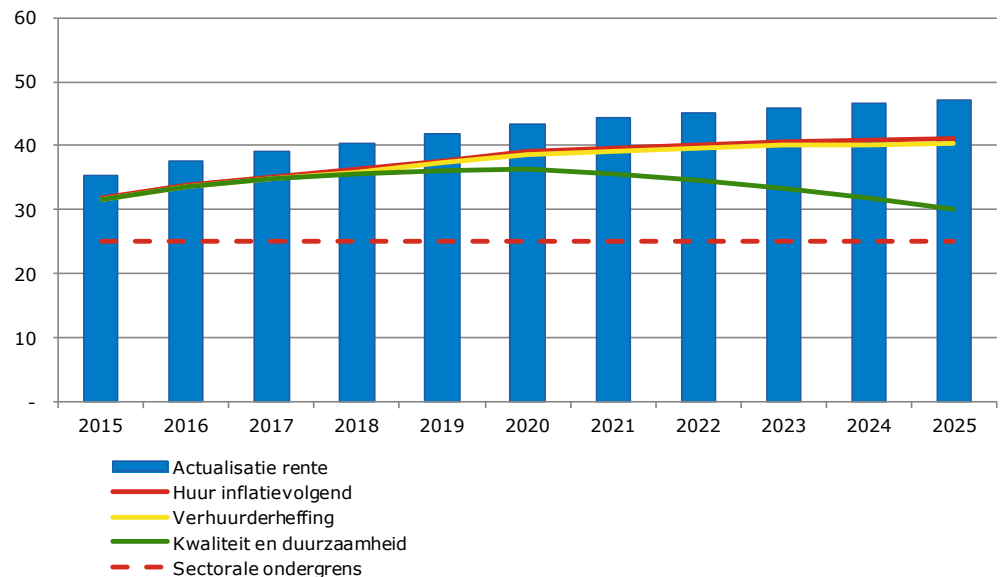
#### *De effecten van minder huurstijging en lichte verhoging verhuurderheffing*

De zorg over de betaalbaarheid van huren en over de huurtoeslag kan eventueel leiden tot beleidsbijstellingen die de huurstijging in de komende jaren verder matigen. In de prognoses tendert de sector al naar huurverhoging met inflatie. In dit sectorbeeld is een scenario uitgewerkt waarin deze tendens versneld is door vanaf 2017 uit te gaan van huurverhogingen op basis van alleen inflatie. Zo'n verlaging van de huurstijgingen heeft een groot negatief effect op de financiële positie. Aanvullend op het scenario met inflatievolgend huurbeleid is het effect van de licht aangepaste en tijdelijk verhoogde tarieven van de verhuurderheffing in kaart gebracht. Dit effect is relatief gering ten opzichte van het effect van lagere huurstijging.

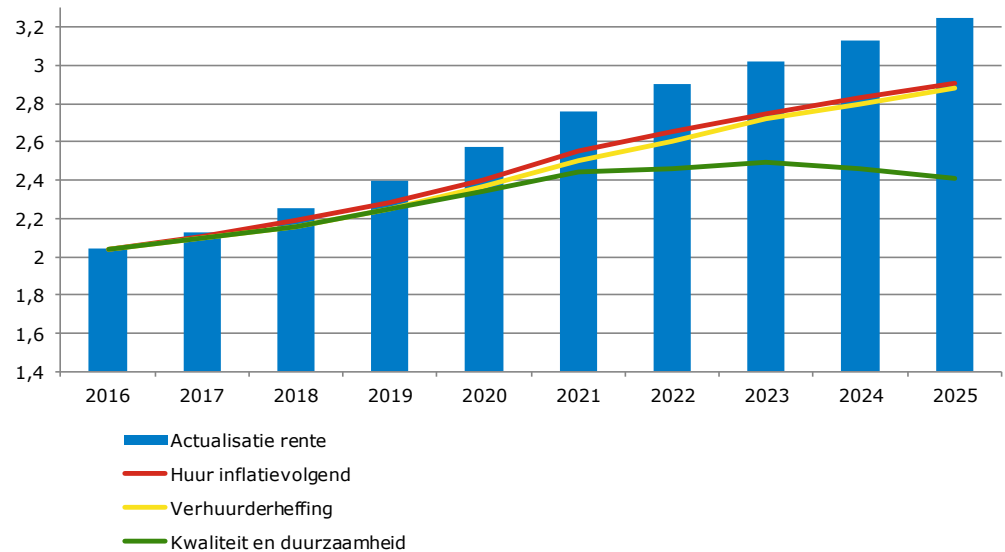
#### *De effecten van inzet op kwaliteit en duurzaamheid*

De mogelijkheden voor meer inzet op kwaliteit, duurzaamheid en groei van de voorraad zijn aanvullend onderzocht met een scenario waarin het tienjarige investeringsprogramma op basis van de opgave van de corporaties met 50% is geïntensiveerd. Dit komt overeen met € 18 miljard extra investeringen in nieuwbouw huurwoningen (96.500 woningen) en € 11 miljard aan extra verbetering- duurzaamheidsuitgaven in de bestaande voorraad. Het blijkt financieel mogelijk om deze intensivering van de investeringen uit te voeren, en daarbij ook tegemoet te komen aan behoud van toekomstige verdien capaciteit en een voldoende risicobuffer.

#### *Gevolgen van varianten voor de volkshuisvestelijke solvabiliteit van de sector*



*Gevolgen van varianten voor de liquiditeit (rentedekkingsgraad) van de sector*



Bovenstaande figuren geven voor respectievelijk de solvabiliteit en de liquiditeit weer wat de gevolgen zijn van de onderscheiden varianten. Duidelijk zichtbaar is dat de scenario's behoedzaam zijn. De sectorale ondergrens voor solvabiliteit wordt nog niet bereikt en de sectorale liquiditeit is aan het eind van de periode zelfs hoger dan in het begin. Hierdoor wordt in deze varianten een belangrijke bijdrage geleverd aan de maatschappelijke opgave waar de sector mee geconfronteerd worden, zonder dat de noodzakelijke behoedzaamheid in het geding komt.

*Lokale verankering en regionale afstemming belangrijk*

Bij inzet op betaalbaarheid en/of intensivering van het investeringsprogramma, is het van essentieel belang dat dit lokaal is verankerd in prestatieafspraken die zijn afgestemd op de regionale opgave. Er dienen concrete afspraken gemaakt te worden over welke middelen worden ingezet voor betaalbaarheid en welke voor investeringen in kwaliteit en verduurzaming. Een te ruime of kwalitatief verkeerde inzet resulteert in nutteloos verlies van maatschappelijk gebonden vermogen. Regionaal kan de behoefte sterk verschillen. Investeringsprogramma's gaan daarnaast ook gepaard met risico's in de planning en uitvoering die kunnen leiden tot financiële verliezen. Jaarlijkse monitoring van de risico's inclusief het renterisico is dan ook essentieel.

*Afstemming met WSW over toezicht*

De Aw laat met de meerjarenverkenning zien wat het betekent als het herstel van de reële rente naar evenwichtsniveau veel langer duurt dan de sectorparameters veronderstellen. Het nu gekozen evenwichtsniveau is een keuze en niet voor de eeuwigheid. Deze inzichten zullen worden ingebracht in het proces waarin Aw en WSW de parameters voor toekomstig toezicht verder uitwerken.

*DAEB-scheiding*

Een separate verkenning naar de mogelijke effecten van de naderende scheiding tussen DAEB- en niet-DAEB laat zien dat de investeringscapaciteit in de DAEB-tak nagenoeg gelijk blijft aan de capaciteit voor scheiding. De niet-DAEB-tak laat op sectorniveau solide financiële resultaten zien en is levensvatbaar. Voor de huidige niet-DAEB-investeringsvoornemens van de gezamenlijke corporaties is tot 2025 vrijwel geen commerciële financiering noodzakelijk. Ook is er ruimte om financiële

middelen aan de DAEB-tak ten goede te laten komen. Regionaal kan dit beeld echter afwijken. De separate verkenning naar de scheiding is uitgevoerd met het oog op de daadwerkelijke scheiding door de sector in 2017. De verkenning is gebaseerd op een aantal aannames over wat er mogelijk in de scheidingsvoorstellen gaat worden aangeleverd.

### **Woningmarktregio's en corporatiesector**

Met de recente goedkeuring van nieuwe woningmarktregio's wordt de regionale dimensie belangrijker voor de corporatiesector. Corporaties mogen in elke gemeente binnen het eigen kerngebied actief zijn, en alle gemeenten uit het kerngebied van een corporatie mogen deze corporatie uitnodigen om te bespreken of deze kan bijdragen aan het volkshuisvestelijk beleid van de gemeente. Volgens artikel 42 uit de woningwet draagt de corporatie naar redelijkheid bij aan het beleid in gemeenten waar zij feitelijk werkzaam is. Indien gemeente en corporatie er onderling niet uitkomen, kunnen zij het geschil voorleggen aan de minister.

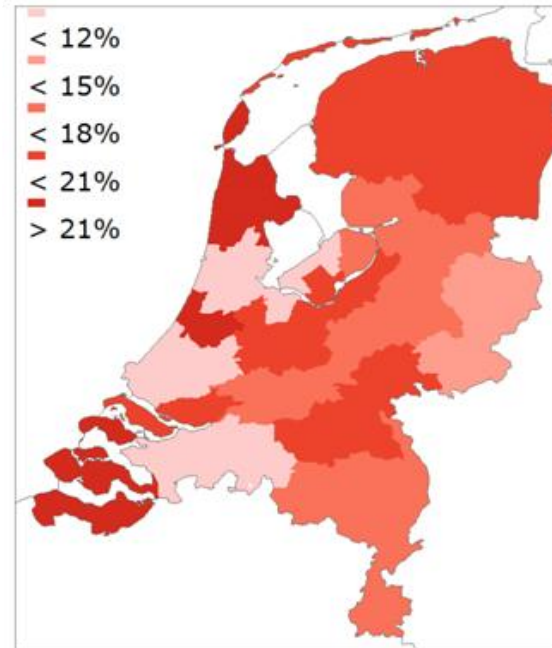
Vanwege deze ontwikkeling is een statische analyse uitgevoerd naar de corporatiesector in de woningmarktregio's. Deze statische analyse betreft financiële gegevens als gemiddelde huurprijs en WOZ-waarde van de DAEB-woningen, de afgedragen verhuurderheffing en het volkshuisvestelijk vermogen en balanstotaal van de regionale corporatiesector ultimo 2015. Anders dan in de meerjarenverkenning is er nog niet uitgegaan van een minder snel stijgende rente. Daar waar dit relevant is voor de interpretatie van de uitkomsten wordt dit gemeld.

#### *De vrije ruimte voor nieuwe investeringen, aanpassingen in huren en/of verhuurderheffing verschilt tussen de woningmarktregio's*

De financiële ruimte verschilt per regio. Er zijn eind 2015 drie regio's die lager scoren dan het gemiddelde voor de hele sector, te weten 13,9% van het volkshuisvestelijke balanstotaal. Dit zijn de regio's West-Brabant/Hart van Brabant, Haaglanden/Midden-Holland/Rotterdam en Metropoolregio Amsterdam. Regio Amersfoort/Noord-Veluwe/Zeewolde komt in dezelfde situatie, indien wordt aangenomen dat er geen ontheffing wordt gegeven aan de corporaties uit andere kerngebieden die bijna de helft van de corporatievoorraad in deze regio bezitten. De exacte uitkomsten van deze analyse kunnen nog wijzigen als er wordt overgegaan op de uitgangspunten van de nieuwe economische werkelijkheid. Wel valt ook dan te verwachten dat bestaande verschillen tussen regio's zichtbaar blijven maar dan op basis van aangepaste cijfers. De verschillen komen vooral voort uit de regionale variatie in de vermogenspositie van corporaties. In mindere mate is daarnaast ook de regionale variatie in risico's relevant waar de corporaties op grond van hun voornemens en marktcontext mee te maken hebben.



*Vrije ruimte als % van het volkshuisvestelijke balanstotaal per woningmarktregio*



De belangrijkste vraag is of de vrije ruimte per regio voldoende is om dat te doen wat nodig is voor een duurzame, toekomstbestendige sociale huurwoningmarkt in de regio. Bij het maken van lokale prestatieafspraken tussen corporaties, gemeenten en huurdersorganisaties zal dit blijken. Het is belangrijk dat er bij deze prestatieafspraken ook op regionaal niveau wordt afgestemd waar welk deel van de regionale opgave zal worden gerealiseerd. Zo wordt nutteloos verlies van maatschappelijk gebonden vermogen voorkomen.

*Extra verhogingen van de verhuurderheffing verminderen de vrije ruimte in de ene regio meer dan in de andere*

Bij de aanbieding van de Evaluatie verhuurderheffing<sup>1</sup> wees de minister op de optie om via wetwijziging te zijner tijd te regelen dat de totale opbrengst van de verhuurderheffing € 2,06 miljard zal bedragen (versus € 1,7 miljard in 2017). Dit is een grotere verhoging dan de tariefaanpassingen die zijn doorgerekend in de hiervoor gepresenteerde meerjarenverkenning.

Indien deze extra verhoging realiteit wordt dan stijgt de contante waarde van de verhuurderheffing en krimpt de vrije ruimte van de corporatiesector landelijk met gemiddeld 2,3% punt. Doordat de verhuurderheffing recht evenredig is aan de WOZ-waarden van het bezit, daalt de vrije ruimte in de Metropoolregio Amsterdam het meest en in Limburg het minst. Zoals hiervoor is aangegeven is de vrije ruimte in de metropoolregio Amsterdam al lager dan in Nederland gemiddeld.

<sup>1</sup> Brief aan de Tweede Kamer d.d. 20 juni 2016

*Regio's met een relatief lage huur ten opzichte van de WOZ-waarde hebben grotere exploitatierisico's*

De verhouding tussen de huur op jaarbasis en de WOZ-waarde van DAEB-woningen verschilt van 3,7% in Metropoolregio Amsterdam tot 5,5% en meer in Zeeland, Friesland en Groningen/Drenthe. Deze verschillen worden vooral veroorzaakt door de grote variatie in de WOZ-waarde van de DAEB-woningen (van circa € 102.000 tot € 165.000). De gemiddelde huurprijzen verschillen minder (van € 471 tot € 530 per maand). In woningmarktregio's waar de huur hoog is ten opzichte van de WOZ-waarde, heeft de corporatiesector een extra exploitatierisico. De doorstroming naar koop is groter en relatief veel huurders ontvangen huurtoeslag. Het betekent ook dat eventuele wijzigingen in de huurtoeslag in deze regio's relatief grote groepen huurders raken, alsmede de corporaties bij wie zij huren. In geval de huurtoeslageregeling wijzigt is het dan ook belangrijk dat de mogelijke gevolgen voor het exploitatierisico van corporaties vooraf worden onderzocht.

*Door verschillende uitgangspunten is de samenhang tussen beleid inzake verhuurderheffing, WWS-systematiek, huursom en passend toewijzen niet optimaal.*

- De relatief geringe variatie in de gemiddelde huurprijs van een DAEB-woning tussen de regio's (tussen circa € 470 en € 530 per maand, eind 2015) is het resultaat van een historische ontwikkeling. Het bepaalt mede de betaalbaarheid van deze woningen in het hele land. Huursombeleid en passend toewijzen ondersteunen deze betaalbaarheid. Zij bevorderen bovendien dat er ook in de toekomst weinig zal veranderen aan de beperkte interregionale variatie in gemiddelde huurprijzen. Het beleid inzake de verhuurderheffing hanteert een ander uitgangspunt, te weten de WOZ-waarde van de DAEB-woningen. De grote variatie in de gemiddelde regionale WOZ-waarde (van circa € 102.000 tot € 165.000 per DAEB-woning), komt daardoor terug in de hoogte van de verhuurderheffing.

Het effect van deze verschillende beleidskeuzes is dat corporaties een lastennadeel ondervinden indien ze werken in een regio waar de WOZ-waarden hoog zijn en tegelijk gemiddelde huren vragen (mede als uitvloeisel van de beleidsvoering met betrekking tot passend toewijzen en huursombeleid). Dit lastennadeel wordt groter naarmate het tarief voor de verhuurderheffing toeneemt en/of de WOZ-waarden in deze regio's sneller stijgen dan de huren.

- Het puntensysteem van het woningwaarderingstelsel (WWS) geeft de kwaliteit van een huurwoning weer in punten<sup>2</sup>. Sinds de aanpassing van het WWS<sup>3</sup> eind 2015 wordt daarbij circa 25% van de punten bepaald door de WOZ-waarde van de woning in combinatie met gemiddelde WOZ-waarde per m<sup>2</sup>. Het aantal WWS-punten van een woning bepaalt daarbij de maximaal toegestane huur. En hoewel het WWS beneden deze maximumgrens geen specifieke relatie tussen prijs en kwaliteit vereist, veronderstelt de beleidsmaker wel enige relatie. Zo stelt de beleidsmaker dat verhuurders de relatie tussen huurprijzen en WWS dienen te overleggen met hun huurdersverenigingen en bewonerscommissies. En biedt het huursombeleid ruimte voor een gedifferentieerde huurverhoging van afzonderlijke woningen vanwege de prijs-kwaliteitverhouding. Het idee van een relatie tussen de prijs en kwaliteit van woningen sluit hierbij niet naadloos aan op het beleid voor passend toewijzen dat betaalbaarheid voor de huurtoeslagdoelgroep vooropstelt en op 1 januari 2016 inging. Aan deze doelgroep dienen hoofdzakelijk (95%) woningen te worden toegewezen met een huur beneden de aftoppingsgrens. Samen met het gegeven dat in 2015 ruim driekwart van alle huishoudens aan wie een woning werd toegewezen tot de

<sup>2</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurprijs-en-puntentelling>

<sup>3</sup> MG\_2015-04 Circulaire-aanpassing-wws-per-1-oktober-2015

huurtoeslagdoelgroep hoorde (80%), resulteert de beleidskeuze inzake passend toewijzen in een potentieel prijsnivellerend effect. De WWS-punten van de toe te wijzen DAEB-woningen zijn dan minder van belang.

## **Kasstromen en resultatenrekening**

### *Gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom is op orde en stabiliseert*

De gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom heeft zich in 2015 weer hersteld van de dip die in 2014 ontstond door de sterke stijging van de verhuurderheffing in dat jaar. Tot en met 2020 stabiliseert de gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom. Deze kasstroom is belangrijk want laat zien hoeveel geld er uit de exploitatie overblijft voor aflossing op schulden en financiering van nieuwe (onrendabele) investeringen. Het herstel in 2015 hangt enerzijds samen met de gerealiseerde huurstijging en lastenbesparingen en anderzijds met de daling van uitgaven aan rente en vennootschapsbelasting. In de periode tot en met 2020 compenseren de stijgende huurinkomsten de verwachte hogere uitgaven aan onderhoud en vennootschapsbelasting.

### *Historisch lage investeringskasstroom gaat samen met aflossing op schulden*

De investeringsuitgaven in de vastgoedportefeuille zijn de afgelopen jaren sterk teruggelopen en de ontwikkeling van de investeringsvoornemens wijst op stabilisatie of op zijn best een licht herstel in de jaren tot en met 2020. In overeenstemming met de kernactiviteit van de corporaties groeide het aandeel van DAEB binnen de gerealiseerde en voorgenomen investeringsuitgaven. Het aandeel van verbeterinvesteringen groeide. Het aandeel van de nieuwbouw liep daarentegen terug. Sinds 2014 lost de sector af op schulden. In 2014 en 2015 samen is in totaal € 3,8 miljard afgelost op de leningenportefeuille. Tot en met 2020 verwacht de sector nog eens € 2,9 miljard af te lossen. De aflossingen zijn mogelijk door het historisch lage niveau van de investeringen en het niveau van de gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom. De hoge aflossingen in 2014 en 2015 waren daarnaast mede mogelijk doordat de sector in deze jaren relatief veel bezit verkocht.

### *Jaarresultaat groeide vooral door waardeveranderingen en ook door betere exploitatie*

Het in 2015 behaalde jaarresultaat is fors hoger dan in 2014. De exacte hoogte verschilt met de waarderingsgrondslag die wordt gehanteerd voor het vastgoed. Bij waardering tegen marktwaarde in verhuurde staat bedraagt het jaarresultaat € 13 miljard over 2015, ruim € 10 miljard meer dan in 2014. Bij waardering tegen volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is het jaarresultaat van € 5,5 miljard over 2015 € 4,3 miljard hoger dan in 2014.

Bij beide waarderingsgrondslagen berust de stijging van het jaarresultaat grotendeels op niet gerealiseerde waardeveranderingen van de vastgoedportefeuille. Bij marktwaardering zijn deze het gevolg van veranderingen in de leegwaarde, contractuur, markthuur en de lagere rendementseis die beleggers stellen. Bij de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ontstonden de niet gerealiseerde waardeveranderingen door wijzigingen in de sectorparameters en ontwikkelingen in huursombeleid, passend toewijzen en verhuurderheffing.

Een kleiner deel van de groei in het jaarresultaat hangt samen met overige waardeveranderingen en met de groei van het netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille. In de resultatenrekening bij marktwaardering draagt tenslotte ook de afname van het verlies op financiële baten en lasten bij aan het hogere jaarresultaat.

## Balans

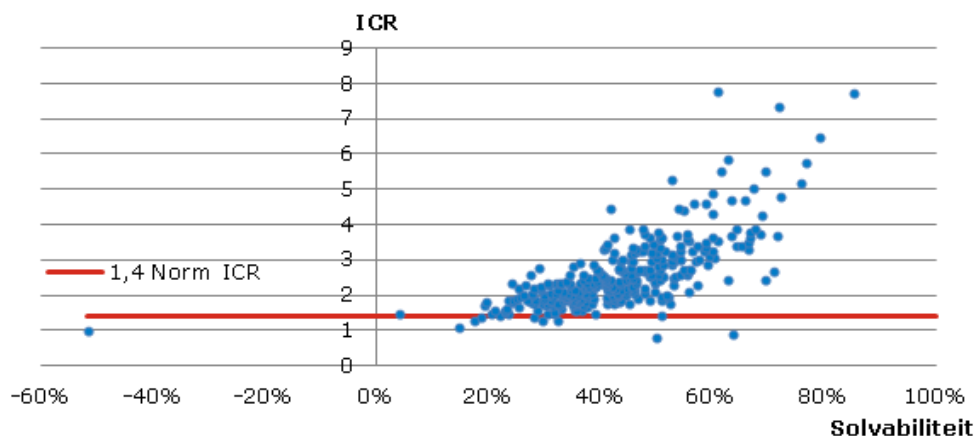
### *Stijgende solvabiliteit en dalende schulden*

De solvabiliteit groeide in 2015 met circa 3% in zowel de marktwaarde- als de volkshuisvestelijke balans naar respectievelijk: 60,9% en 36,1%. Op de marktwaardebalans liep de nominale omvang van de langlopende schulden in 2015 nog sterker terug dan in 2014. Een daling van € 2,9 miljard. De kleine portefeuille aan ongeborgde niet-DAEB-leningen daalde hierbij relatief het sterkst, namelijk met 22% versus 3% daling bij de DAEB-leningen. Deze ontwikkeling komt voort uit het anticiperen op de aanstaande scheiding en het gebruik maken van de mogelijkheden van het eigen middelen beleid van WSW.

Op de volkshuisvestelijke balans wordt de groei van het vermogen ultimo 2015 sterk beïnvloed door zowel de wijziging van de sectorparameters eind 2015 als door de lage rente. De matiging van de toekomstige huurstijgingen heeft een dempend effect gehad maar dat is ruimschoots gecompenseerd door andere effecten. De nominale groei van het eigen vermogen in de marktwaardebalans wordt voor een groot deel veroorzaakt door de waardegroei van de marktwaarde (4,1%).

De spreiding tussen de corporaties blijft bij deze solvabiliteit nog steeds groot. Onderstaande figuur demonstreert dit voor de volkshuisvestelijke solvabiliteit in combinatie met de rentedekkingsgraad ofwel ICR (van interest coverage ratio).

### *Solvabiliteit en ICR van de individuele corporaties*



### *Waardering tegen marktwaarde wordt belangrijker*

Vooruitlopend op het gegeven dat alle corporaties bij het opstellen van hun jaarrekening over 2016 moeten uitgaan van waardering tegen marktwaarde in verhuurde staat, hebben de corporaties in 2015 voor het eerst een volledige opgave gedaan van de marktwaarde van het vastgoed<sup>4</sup>. Deze opgaven zijn verwerkt in de sectorale balans tegen marktwaarde. Binnen deze balans blijkt de ontwikkeling in de waarde van de respectievelijke DAEB- en niet-DAEB portefeuille in 2015, niet enkel beïnvloed door de mutaties in de voorraad maar ook door de nieuwe definitie voor DAEB die sinds 1 juli 2015 geldt. Het antwoord op de vraag of een woning als DAEB of als niet-DAEB moet worden gekwalificeerd, wordt nu bepaald door de huurhoogte bij aanvang van het huurcontract. Circa 26.000 woonegelegenheden verschoven van niet-DAEB naar DAEB. Dat is een belangrijk uitgangspunt voor de aanstaande scheiding tussen DAEB en niet-DAEB.

<sup>4</sup> Het handboek marktwaardering is hierbij de basis geweest. Corporaties konden kiezen voor de basis- of de full versie. Bij de laatste aanpak ontstaan er ten opzichte van de basisversie vrijheidsgraden. Deze mogen echter alleen worden toegepast als er een taxateur wordt ingeschakeld in het waarderingproces.

### *Met publieke volkshuisvestelijke taak is € 61,8 miljard gemoed*

De overgang op waarden tegen marktwaarde in verhuurde staat maakt het belangrijk om zicht te krijgen op de vraag in hoeverre deze marktwaarde ook realiseerbaar is. Verplichtingen vanwege de publieke taakvervulling door corporaties stellen beperkingen. De verplichtingen betreffen met name het (blijvend) verhuren van bezit tegen niet-marktconforme huren zodat deze voor de doelgroepen beter betaalbaar zijn. Ruim € 61 miljard ofwel 40% van het eigen vermogen op basis van marktwaarde heeft een volkshuisvestelijke bestemming en is daardoor beklemd. Bij de continuering van de publieke taken conform het beleid van de corporaties, is dit deel van het vermogen tegen marktwaarde niet beschikbaar als buffer om tegenvallers op te vangen. De omvang van deze volkshuisvestelijke bestemming maakt tevens duidelijk hoe groot het belang is van zaken als passend toewijzen en het beperken van het scheef wonen tijdens bewoning. In 2015 ging 80% van alle toewijzingen naar de doelgroep voor huurtoeslag, en 96% naar de doelgroep voor staatsteun.

### *Bescherming maatschappelijk gebonden vermogen*

De analyse van de ontwikkeling van het maatschappelijk gebonden vermogen leert dat dit vermogen beter wordt beschermd. Het direct rendement op het DAEB-vastgoed verbetert, maar blijft in verband met de publieke taakstelling ook nog steeds duidelijk onder marktconforme rendementen. Rekening houdend met de compensatie was er 3,24% direct rendement op DAEB, terwijl het commercieel direct rendement op woningen volgens IPD in 2015 4,6% bedraagt. 20 corporaties hebben een direct rendement dat op dit commerciële niveau ligt of nog iets hoger. Voor de beoordeling of er sprake is van overcompensatie (meer dan gewoon rendement) dient ook naar het indirect rendement en de omvang van de onrendabels worden gekeken. Overigens gaat de formele toets op overcompensatie pas echt plaatsvinden na scheiding. De cijfers indiceren dat de meeste corporaties bij het DAEB-bezit ver afblijven van de marktrendementen. Het direct rendement op niet-DAEB-vastgoed begint met 3,9% wel in de buurt te komen van het marktrendement.

Het direct rendement op leningen (de gemiddeld betaalde rente) daalde naar 3,9%). Het effect van de negatieve hefboomwerking neemt hierdoor af. Het direct rendement op het marktvermogen ligt met 2,5% ruim boven de inflatie. Door het gunstige indirect rendement op vastgoed (4,1%) en de beperkte omvang van de overige waardeveranderingen (met name onrendabel) is het vermogen nog sterker toegenomen. Het marktvermogen, het voertuig waarmee corporaties de publieke taak kunnen oppakken, is hiermee voor de toekomst beschikbaar gebleven. Het rentmeesterschap komt hiermee goed in beeld.

### *Aantal verbindingen daalt*

In overeenstemming met de stroomlijning van de sector en de focus op kernactiviteiten daalde het aantal verbindingen 2015. In 2015 zijn er nog 1.391 verbindingen; 118 minder dan in 2014 en circa 500 minder dan in 2008. Wel verhoogden de corporaties met een kapitaalinjectie van circa € 600 miljoen in 2015 nog het ingebrachte risicodragende kapitaal in de verbindingen. Tot de invoering van de Woningwet per 1 juli 2015 waren kapitaalinjecties mogelijk zonder (voorafgaande) toestemming door de Aw. De totale financiering vanuit de toegelaten instellingen aan deze verbindingen bleef ongeveer gelijk op € 3,2 miljard (=risicodragend kapitaal, leningen, rekening courant en garanties) en ook het cumulatieve verlies dat in de loop der jaren ontstond bij deze verbindingen bleef gelijk (€ 1,15 miljard op totaal € 2 miljard ingebracht risicodragend kapitaal).

## 1 Kasstromen en resultatenrekening

Door huurverhogingen en bezuiniging op bedrijfslasten heeft de sector de afgelopen jaren de netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid verhoogd. Deze verhoging is aangewend voor het betalen van de in 2013 ingevoerde en sindsdien toenemende verhuurderheffing. Voor de periode tot en met 2020 verwacht de sector een verdere stijging van de netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid.

De gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom, die ontstaat door de netto exploitatiekasstroom aan te passen op inkomsten en uitgaven wegens overheid en rente, blijkt zich in 2015 ruimschoots te hebben hersteld van de tijdelijke dip in 2014. Deze tijdelijke dip ontstond door de sterke toename<sup>5</sup> van de verhuurderheffing in 2014. Het herstel is vooral het gevolg van de hiervoor al verklaarde stijging van de netto exploitatiekasstroom. Daarnaast speelt ook mee dat de in 2015 gedaalde uitgaven aan rente en vennootschapsbelasting (vpb) ruimschoots compensatie boden voor de stijging van de verhuurderheffing en de nieuwe heffing voor de Aw. Voor de jaren na 2015 verwacht de sector stabilisatie van de gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid. Een lichte daling in 2016 wordt gevolgd door herstel in 2020.

De investeringsuitgaven in de vastgoedportefeuille zijn de afgelopen jaren sterk teruggelopen. Ondanks deze terugloop, versterkte de focus op DAEB zich. De investeringen die wel plaatsvonden, waren bovendien vaker verbeterinvesteringen. Nieuwbouw liep terug. Eenzelfde patroon is zichtbaar in de meerjarenprognoses die jaarlijks worden aangeleverd. Hoewel de laatste prognose duidt op een licht herstel van in de investeringsvoornemens voor de vastgoedportefeuille, blijft het niveau laag ten opzichte van de voornemens die de sector enkele jaren terug nog had.

De sector heeft van 2014 tot en met 2015 in totaal € 3,8 miljard afgelost op de leningenportefeuille. Deze aflossing was mede mogelijk doordat de investeringen in de vastgoedportefeuille sterk terugliepen, de sector in 2014 en 2015 relatief veel bezit verkocht en doordat de netto exploitatiekasstroom toenam. Tot en met 2020 verwacht de sector nog eens € 2,9 miljard af te lossen op de leningenportefeuille. Deze aflossing wordt geheel betaald uit de netto exploitatiekasstroom. Doordat de investeringsvoornemens op een historisch laag niveau staan, is er geen extra financiering nodig. Indien overheden willen dat de sector in dit tijdvak meer gaat investeren dan de huidige voornemens, dan zal de sector meer externe financiering moeten aantrekken, of extra middelen moeten vrijmaken via hetzij verkopen of verdere bezuinigingen.

De functionele resultatenrekening voor de sector toont in 2015 een fors hoger jaarresultaat dan in 2014. De exacte hoogte van het jaarresultaat hangt mede af van de waardering van het vastgoed in de balans. De Aw hanteert momenteel twee verschillende waarderingsgrondslagen. Bij waardering tegen marktwaarde in verhuurde staat bedraagt het jaarresultaat € 13 miljard over 2015, ruim € 10 miljard meer dan in 2014. Bij waardering tegen volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is het jaarresultaat van € 5,5 miljard over 2015 € 4,3 miljard hoger dan in 2014.

<sup>5</sup> Op sectorniveau steeg de heffing van circa € 43 miljoen in 2013 naar ongeveer € 1,1 miljard in 2014. In 2015 betalen de toegelaten instellingen circa € 1,25 miljard. BZK (2016) Evaluatie verhuurderheffing.

Bij beide waarderingsgrondslagen berust de stijging van het jaarresultaat grotendeels op niet gerealiseerde waardeveranderingen van de vastgoedportefeuille. Een kleiner deel hangt samen met overige waardeveranderingen en met de groei van het netto resultaat van de exploitatie van de vastgoedportefeuille. In de resultatenrekening bij marktwaardering draagt tenslotte ook de afname van het verlies op financiële baten en lasten bij aan het hogere jaarresultaat.

Meer dan de kasstromen geeft de functionele resultatenrekening inzicht in de resultaten op afzonderlijke activiteiten van corporaties.

- Het netto resultaat op exploitatie nam toe doordat de huuropbrengsten stegen en de lasten daalden.
- In 2015 daalde het verlies op de verkoop van vastgoed in ontwikkeling. Dit komt doordat er onder invloed van de nieuwe woningwet minder koopwoningen zijn opgeleverd door de toegelaten instellingen.
- Het resultaat op verkoop uit de vastgoedportefeuille bleef ongeveer gelijk. De lichte teruggang in het aantal verkopen werd gecompenseerd door hogere opbrengsten.
- De overige activiteiten genereerden in 2015 voor het eerst een positief netto resultaat. Dit is het effect van de in afgelopen jaren doorgevoerde reorganisaties en grotere focus op kernactiviteiten.
- De verliezen op leefbaarheid lopen terug doordat corporaties onder invloed van de woningwet hier minder op inzetten.
- Het verlies op overige organisatiekosten verminderde in 2015 doordat corporaties lasten scherper toereken aan de activiteiten waar ze bij horen.

## 1.1 Kasstromen

### *Kasstromen*

De bedragen die corporaties ontvangen en uitgeven in een periode heten kasstromen. Naast operationele kasstromen, die de bedrijfsvoering betreffen, worden investeringskasstromen en financieringskasstromen onderscheiden.

In deze paragraaf wordt eerst ingegaan op de belangrijkste operationele kasstromen. En vervolgens op de investeringskasstroom in de vastgoedportefeuille. Zowel realisatie als voornemens worden besproken.

### 1.1.1 *Operationele kasstromen*

#### *Netto exploitatiekasstroom stijgt*

De netto exploitatiekasstroom van de corporatiesector is in 2015 gestegen tot € 3.509 per verhuureenheid (tabel). Ongeveer € 260 meer dan in 2014 en bijna € 900 hoger dan in 2012. De stijging ten opzichte van 2014 is het gecombineerde effect van hogere huurinkomsten (+€ 200) en lagere lasten (-€ 58). Beide worden in een volgende paragraaf belicht. De toename ten opzichte van 2012 is groot, maar gaat hoofdzakelijk op aan de verhuurderheffing die in 2013 is ingevoerd. Dit blijkt zodra de netto exploitatiekasstroom wordt gecorrigeerd voor inkomsten en uitgaven vanwege rente en overheid.

**Netto exploitatiekasstroom**

De netto exploitatiekasstroom laat zien hoeveel er van de huurinkomsten overblijft als de uitgaven voor beheer en onderhoud van het bezit zijn betaald.

**Gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom**

De gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom toont welk bedrag beschikbaar is voor aflossing van leningen en/of aangaan van nieuwe investeringen. Deze wordt berekend door de uitgaven en inkomsten die verband houden met rente en de overheid te verrekenen met de netto exploitatiekasstroom.

Deze gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom bedraagt in 2015 € 1.645 per verhuureenheid. Dat is circa € 300 meer dan in 2014 én 2012. Onder invloed van de in 2014 sterk stijgende verhuurderheffing was de gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom in 2014 tijdelijk gedaald tot het niveau van 2012. Het herstel in 2015 is grotendeels veroorzaakt door de toename van de (ongecorrigeerde) netto exploitatiekasstroom. Daarnaast dragen ook de lagere uitgaven aan rente en vennootschapsbelasting bij aan het herstel. Samen compenseren zij ruimschoots de verdere stijging van de verhuurderheffing, de nieuwe sectorspecifieke heffing<sup>6</sup> voor de Aw en de daling van de renteontvangsten.

Tabel 1 Ontwikkeling netto exploitatiekasstroom (x € 1) per verhuureenheid

	2012	2013	2014	2015
Huur	5.356	5.575	5.907	6.113
Af: Netto bedrijfslasten	-1.387	-1.365	-1.329	-1.195
Af: Onderhoudslasten (incl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	-1.345	-1.270	-1.323	-1.402
Af: Erfpacht	-9	-9	-8	-8
<b>Netto exploitatiekasstroom</b>	<b>2.616</b>	<b>2.932</b>	<b>3.247</b>	<b>3.509</b>
Af: Rente-uitgaven	-1.488	-1.484	-1.489	-1.408
Af: Verhuurderheffing	0	-17	-456	-507
Af: Sectorspecifieke heffing Aw				-4
Af: Vennootschapsbelasting	66	25	-22	-7
Renteontvangsten	117	83	60	53
Overheidsbijdragen	25	13	8	9
<b>Netto exploitatiekasstroom na correctie voor rente en overheid</b>	<b>1.335</b>	<b>1.552</b>	<b>1.348</b>	<b>1.645</b>

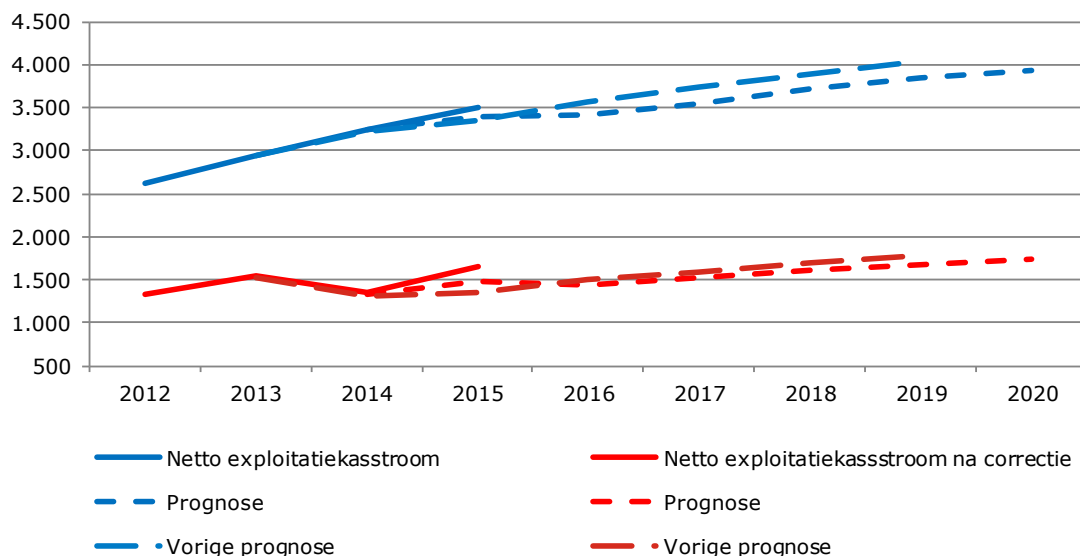
De rente-uitgaven daalden met circa € 80 naar € 1.408 per verhuureenheid. Deze daling is enerzijds het gevolg van aflossing op leningen (zie ook 1.1.3 financieringskasstroom en balanshoofdstuk). Anderzijds is dit ook het effect van de lage rentestand die herfinancieringen en nieuwe leningen relatief goedkoper maakt.

De daling in de uitgaven aan vennootschapsbelasting in 2015 is opmerkelijk. Daar kunnen meerdere redenen voor zijn, onder andere terugbetalingen op eerdere voorlopige aangiftes die te hoog waren. Ook zijn er corporaties die de WOZ-waardedaling van het bezit in voorgaande jaren hebben omgezet in fiscaal verrekenbare verliezen. Doordat de koopwoningmarkt sinds 2014 weer aantrekt in Nederland, beginnen de WOZ-waardes inmiddels weer te stijgen. De mate waarin verschilt nog wel per gebied. Het valt te verwachten dat corporaties die de eerdere waardedaling fiscaal hebben benut, in de toekomst worden geconfronteerd met extra vpb-heffing.

<sup>6</sup> Gemiddeld per verhuureenheid gaf de sector € 1 te veel op bij de sectorspecifieke heffing Aw.



Figuur 1 Ontwikkeling netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid, (x € 1), voor en na correctie van inkomsten en uitgaven in verband met rente en overhead



Voor de nabije toekomst verwachten de corporaties dat de netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid blijft stijgen. Alleen in 2016 wordt een kleine afname verwacht. Deze ontstaat doordat de corporaties in hun prognoses voor 2016 en later jaarlijks circa 10% hogere onderhoudslasten verwachten dan in 2015. Vanaf 2017 wordt deze lastenverhoging gecompenseerd door de stijgende huurinkomsten in de prognose. In vergelijking met de vorige prognose verwacht de sector een minder snelle stijging van de netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid. Dit is hoofdzakelijk het gevolg van wijzigingen in de regelgeving voor huurbeleid en wordt verder toegelicht in de paragraaf over de huurkasstroom.

De gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom stabiliseert na 2015. In vergelijking met de realisatie in 2015 is er in eerste instantie een lichte daling, maar die herstelt en vanaf 2019 wordt het niveau van 2015 weer gehaald. De tijdelijke dip wordt veroorzaakt door zowel de stijging van de verhuurderheffing tot circa € 650 per verhuureenheid in 2017 en later, als de verwachte verveelvoudiging van de vennootschapsbelasting naar bijna € 200 per verhuureenheid in 2020. De stijging van de niet-gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom compenseert dit evenwel.

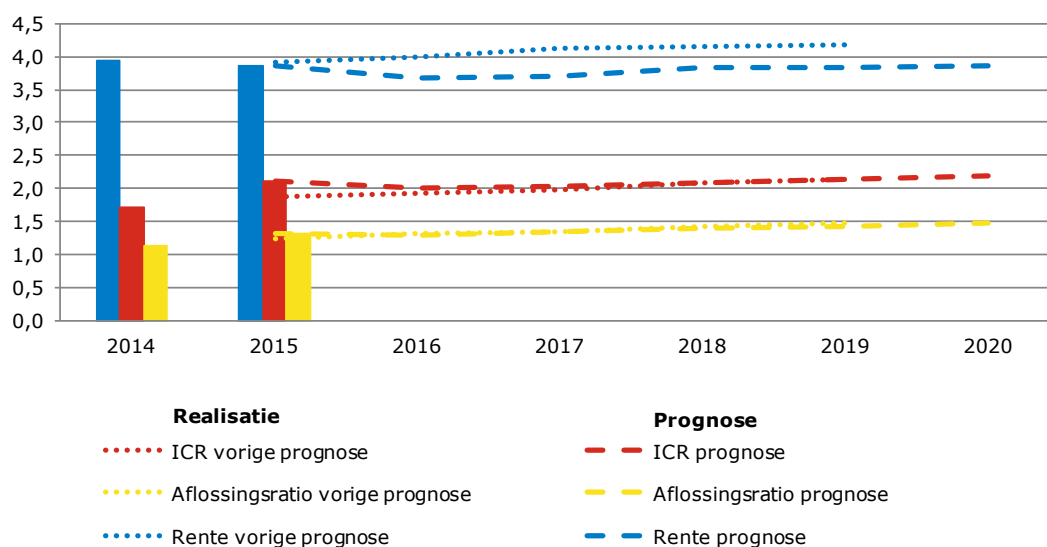
In de prognoses houden de gezamenlijke corporaties rekening met het vigerende beleid. Eventuele beleidswijzigingen die in aanloop naar de verkiezingen in 2017 door politici, beleidsmakers en onderzoekers worden geopperd voor bijvoorbeeld de verhuurderheffing of huurtoeslag, zijn er dus niet in verwerkt. Dergelijke beleidswijzigingen kunnen echter wel grote gevolgen hebben. Het hoofdstuk meerjarenverkenning gaat hier verder op in.

*Rentedekkingsgraad en aflossingsratio stabiliseren door lager rentepercentage*

Eerder is geconstateerd dat de daling van de rente-uitgaven mede komt door lagere rentes op herfinancieringen en nieuwe leningen en aflossing van schulden. Nieuwe renteaftspraken werken ook door op het gemiddeld rentepercentage dat corporaties in de nabije toekomst moeten betalen op leningen. De prognose wijst dan ook op een gemiddeld lager rentepercentage<sup>7</sup> dan de rente waar in de vorige prognose nog mee gerekend werd (zie figuur 2).

Deze lagere rente is ook gunstig voor relevante kengetallen als rentedekkingsgraad (ICR) en aflossingsratio. Net als bij de vorige prognoses blijven beide kengetallen op sectorniveau ruim boven de ondergrenzen die gehanteerd worden voor individuele corporaties en wordt een verdere verbetering verwacht.

Figuur 2 Rente, rentedekkingsgraad (ICR) en aflossingsratio

*Huurstijging neemt af*

De huurinkomsten van de corporaties bedroegen in 2015 gemiddeld € 6.113 per verhuureenheid. Dit is € 206 meer dan in 2014 en ruim € 750 meer dan in 2012. De jaarlijkse huurgroei hangt sterk samen met de ruimte die het landelijk huurbeleid biedt voor de DAEB-woongelegenheden die bijna 94% van alle verhuureenheden van de corporaties vormen.

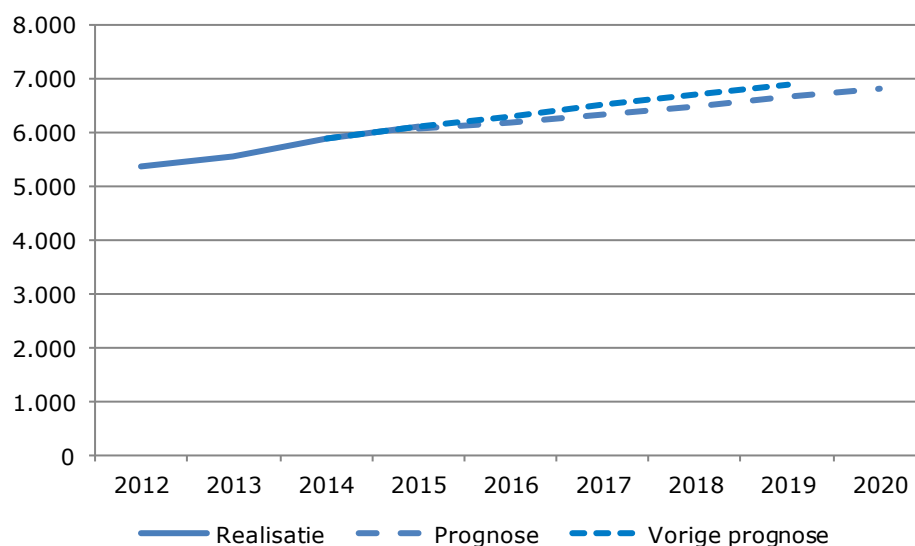
In de prognoseperiode 2016-2020 houden de corporaties rekening met een minder grote jaarlijkse huurstijging dan in de vorige prognose (figuur 2). Een belangrijke reden hiervoor is de overeengekomen aanscherping van het landelijke huurbeleid voor DAEB-woningen op basis van het huurakkoord met Aedes en Woonbond. Vanaf 1 januari 2017 mag de huursom over DAEB-woningen jaarlijks groeien met niet meer dan 1% boven inflatie. In samenhang hiermee heeft de minister de huurstijging<sup>8</sup> in 2016 beperkt tot 1% (inflatie + 0,6%). Verder hebben ook de aangescherpte regels voor de toewijzing van beschikbare woongelegenheden aan huishoudens uit de huurtoeslagdoelgroep effect op het huurbeleid.

<sup>7</sup> De definitie voor rentepercentage is licht aangepast tot 'renteuitgaven in een jaar gedeeld door de schulden primo jaar'.

<sup>8</sup> Zie MG 2016\_02 Circulaire huurprijsbeleid voor de periode 1 juli 2016-30 juni 2017.

Vanaf 1 januari 2016 mogen aan deze huishoudens bijna alleen nog woongelegenheden worden toegewezen met een relatief lage huur (tot maximaal de aftoppingsgrens uit de Wet op de huurtoeslag; zie box). Hierdoor is het bij het opnieuw verhuren van vrijgekomen woongelegenheden minder gemakkelijk om de huurprijs op te trekken via de toegestane harmonisatie ineens. Het passend toewijzen beïnvloedt daarnaast ook de hoogte van de aanvangshuur van nieuwbouw.

Figuur 3 Ontwikkeling huur (x € 1) per verhuureenheid per jaar



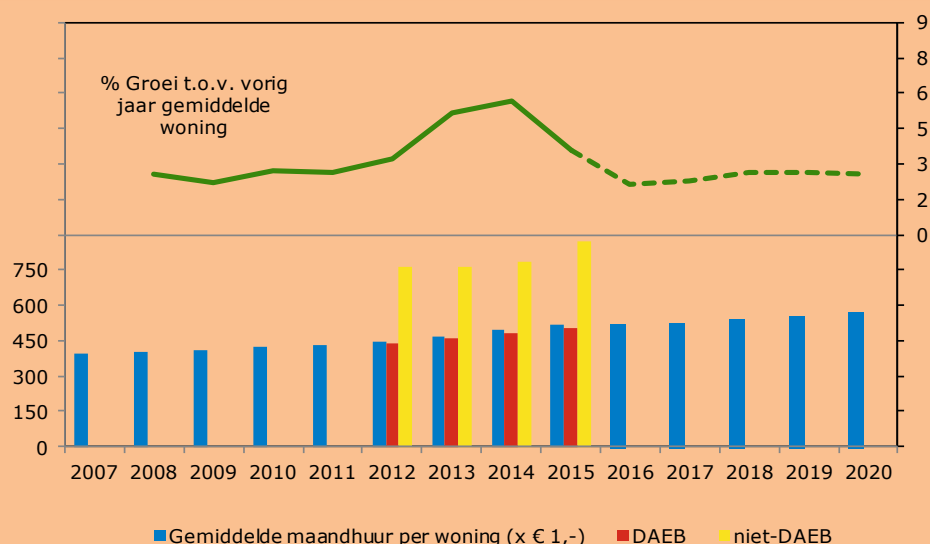
### Box Huurwoongelegenheden

#### Huurprijs woningen

Voor een corporatiewoning werd in 2015 gemiddeld € 515 huur per maand gevraagd. Voor DAEB-woningen bedroeg de gemiddelde maandhuur € 503 en voor niet-DAEB-woningen € 869. De huurstijging ten opzichte van 2014 is 3,9% voor een DAEB-woning<sup>9</sup>. De forse huurstijging van de gemiddelde niet-DAEB-woning (11%) is het gevolg van een definitiewijziging die voortkomt uit de invoering van de Woningwet per 1 juli 2015. Het aantal niet-DAEB-woongelegenheden in de sector is mede door deze nieuwe definitie gedaald met circa 26.600 tot ongeveer 79.000 (inclusief circa 4.100 woongelegenheden bij verbindingen) en is het aantal DAEB-woongelegenheden gegroeid tot ruim 2,3 miljoen. Volgens de nieuwe definitie behoort een woongelegheden bij niet-DAEB indien er direct vanaf de aanvang van het huurcontract een geliberaliseerd huurprijs is gevraagd (minimaal circa € 711 per maand, prijspeil 2015).

<sup>9</sup> Dit is de huurstijging over heel 2015. Door een verschil in peildatum wijkt het af van de 2,8% huurstijging per 1 juli die is gemeld in de 'Analyse van het huurbeleid van verhuurders 2015' (Companen; 2015).

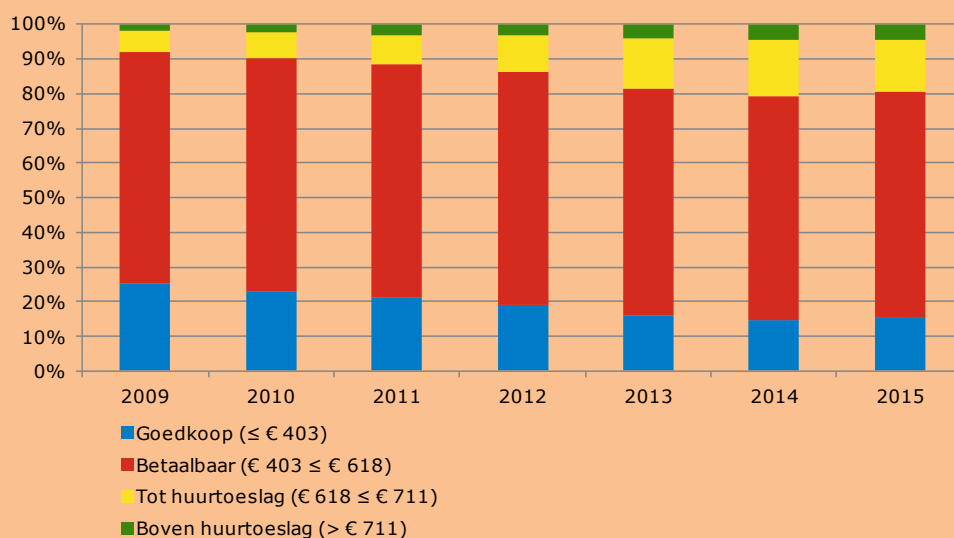
Figuur 4 Gemiddelde maandhuur per woning: bedrag (x € 1) en procentuele groei per jaar



#### Samenstelling huurwoningvoorraad

Voor het eerst sinds jaren steeg in 2015 het aandeel goedkope en betaalbare woningen. Dit zijn de woningen met een maandhuur tot circa € 403 per maand, respectievelijk tot € 618 (prijspeil 2015). Hun stijging van 79,3% in 2014 naar 80,4% eind 2015 viel samen met een daling van het aandeel dure woningen tot de huurtoeslaggrens (tot circa € 711). Het aandeel woningen met een nog hogere huur stabiliseerde op 4,7%. Deze wijzigingen in de samenstelling van de huurwoningvoorraad kunnen enerzijds verband houden met de eind 2015 doorgevoerde wijziging in het WWS. Door deze wijziging is het aantal WWS-punten van een woning nu ook afhankelijk van de WOZ-waarde van de woning. De WWS-punten bepalen welke huur maximaal is toegestaan. Daarnaast kan het ook voortkomen uit voorbereidingen op de vanaf 1 januari 2016 geldende regelgeving voor passend toewijzen aan huishoudens uit de huurtoeslagdoelgroep en prestatieafspraken met gemeenten. Anders dan in voorgaande jaren was er per saldo geen sprake meer van een door huurharmonisatie veroorzaakte groei van het aantal dure woningen.

Figuur 5 Huurwoningen naar maandhuur (prijspeil 2015)



Het totale aantal woningen daalde met circa 10.000. Hierdoor waren er eind 2015 circa 2,24 miljoen huurwoningen. Ook zijn er nog circa 150.000 onzelfstandige wooneenheden in de vastgoedportefeuille.

#### *Passend toewijzen*

Met ingang van 1 januari 2016 gelden nieuwe regels voor passend toewijzen aan huishoudens met een inkomen dat recht kan geven op huurtoeslag. Tenminste 95% van de toewijzingen aan deze huishoudens moet betrekking hebben op woongelegenheden met een huur van maximaal de aftoppingsgrens. De exacte hoogte van de aftoppingsgrens varieert hierbij met huishoudengrootte. Voor één- of tweepersoonshuishoudens geldt een aftoppingsgrens van € 577 per maand. Voor drie- en meerpersoonshuishoudens bedraagt de aftoppingsgrens ongeveer € 618 per maand (beide prijspeil 2015).

Hoewel dit beleid voor passend toewijzen in 2015 nog niet gold, lijkt de sector wel al te hebben voorgesorteerd op dit beleid. Het percentage passende toewijzingen aan de huurtoeslagdoelgroep steeg van 68% naar 73%. Dit ondanks het gegeven dat er tegelijkertijd ook een stijging was in het aantal toewijzingen aan huishoudens uit de huurtoeslagdoelgroep. Dit aantal steeg met ongeveer 18.000 naar circa 180.000. Deze groei heeft twee oorzaken. Enerzijds groeide het aandeel toewijzingen dat betrekking had op huishoudens uit de huurtoeslagdoelgroep (van 77% in 2014 naar 80% in 2015). En anderzijds konden er ook in totaal meer woongelegenheden worden toegewezen (van circa 211.000 in 2014, naar 224.000 in 2015), doordat de doorstroming op de woningmarkt inmiddels weer aantrekt.

#### *Lasten daalden door bezuinigingen*

In 2015 daalden de variabele lasten tot € 3.080 per verhuureenheid. Circa € 40 minder dan in 2014 en € 160 minder dan in 2012. De dalingen zijn het gecombineerde effect van vooral lagere uitgaven aan personeel en overige bedrijfslasten (inclusief uitgaven aan leefbaarheid). De reële bezuiniging is zelfs nog groter, want deze bedragen zijn niet gecorrigeerd voor inflatie. Van de variabele lasten worden de onderhoudslasten en netto bedrijfslasten afgeleid.

De onderhoudslasten stegen in 2015 naar € 1.402 per verhuureenheid (€ 79 meer dan in 2014; € 57 meer dan in 2012). In dit bedrag zijn ook uitgaven meegeteld die de inzet van eigen personeel betreffen, of aanvankelijk geboekt waren op andere operationele kasstromen zoals de overige bedrijfslasten. De onderhoudslastenstijging wordt grotendeels veroorzaakt doordat corporaties in 2015 een veel hoger bedrag aan indirecte uitgaven toerekenden dan in eerdere jaren (van circa € 85 per verhuureenheid in 2012 en 2013, € 107 in 2014, tot € 157 per verhuureenheid in 2015). De hogere toerekening aan onderhoud wordt mogelijk veroorzaakt door groeiende bewustwording over het opgeven van de juiste toerekeningen. De ontwikkeling van de Aedes Benchmark in de afgelopen jaren stimuleert deze bewustwording<sup>10</sup>.

De netto bedrijfslasten daalden in 2015 naar € 1.195 per verhuureenheid. Circa € 135 minder dan in 2014 en ruim € 190 minder dan in 2012. Deze daling wordt grotendeels veroorzaakt door de besproken bezuinigingen op variabele lasten en de hogere toerekening aan onderhoud. Een kleiner deel van de daling heeft een incidentele oorzaak, te weten de ontwikkeling in de overige bedrijfsopbrengsten. De overige bedrijfsopbrengsten zijn in 2015 namelijk hoger uitgekomen, doordat Vestia

<sup>10</sup> Vooralsnog is de bewustwording overigens alleen merkbaar in de informatie over realisatie en niet bij prognoses. Dat verstoort de onderlinge vergelijking van informatie over realisatie en prognoses. Hier wordt daarom geen prognose informatie getoond voor netto bedrijfslasten en onderhoudslasten.

voor in totaal € 60 miljoen schikkingen trof met ABN AMRO en oud bestuurders over het derivatendebacle. Omdat overige bedrijfsopbrengsten hier een aftrekpost zijn, verlagen deze schikkingen de gemiddelde netto bedrijfslasten van de sector met circa € 24 per verhuureenheid.

Tabel 2 Netto bedrijfslasten en onderhoudslasten x € 1 per verhuureenheid

	2012	2013	2014	2015
Personeelslasten	754	743	719	689
Overige bedrijfslasten	1.230	1.197	1.189	1.147
Onderhoudslasten (excl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	1.257	1.187	1.216	1.245
<b>Variabele lasten</b>	<b>3.241</b>	<b>3.127</b>	<b>3.125</b>	<b>3.080</b>
Af: Onderhoudslasten (incl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	-1.345	-1.270	-1.323	-1.402
<b>Bruto bedrijfslasten</b>	<b>1.896</b>	<b>1.857</b>	<b>1.802</b>	<b>1.679</b>
Af: Vergoedingen	-305	-315	-321	-314
Af: Overige bedrijfsopbrengsten	-142	-123	-104	-128
Af: Geactiveerde productie ten behoeve van het eigen bedrijf	-62	-54	-48	-42
<b>Netto bedrijfslasten</b>	<b>1.387</b>	<b>1.365</b>	<b>1.329</b>	<b>1.195</b>
Leefbaarheid			-97	-87
<b>Netto bedrijfslasten excl. leefbaarheid</b>			<b>1.232</b>	<b>1.108</b>

De bezuinigingen op personeelslasten in afgelopen jaren, hangen samen met reorganisaties. Er zijn ruim 4.500 voltijdbanen (fte) verdwenen sinds 2010, toen de werkgelegenheid in de sector op zijn top was. Circa 1/6 deel van het toenmalige aantal fte verdween.

De uitstroom deed zich mede voor bij vastgoedontwikkelaafdelingen van corporaties. Per saldo waren er in 2015 in de sector 23.810 fte waarvan bijna 700 bij verbindingen. Doordat het personeelsbestand sterker kromp dan het aantal verhuureenheden zijn er nu bijna 104 verhuureenheden per fte.

Tabel 3 Verhuureenheden en personeelsomvang bij TI's en verbindingen

	2012	2013	2014	2015
Aantal verhuureenheden	2.491.771	2.498.422	2.484.486	2.467.406
Aantal fte	27.686	26.264	24.651	23.810
% Ontwikkeling aantal fte's (t.o.v. vorig jaar)		-5,1%	-6,1%	-3,4%
Aantal vhe's per fte	90,0	95,1	100,8	103,6

### 1.1.2

#### Investeringskasstromen

##### Investeringskasstromen

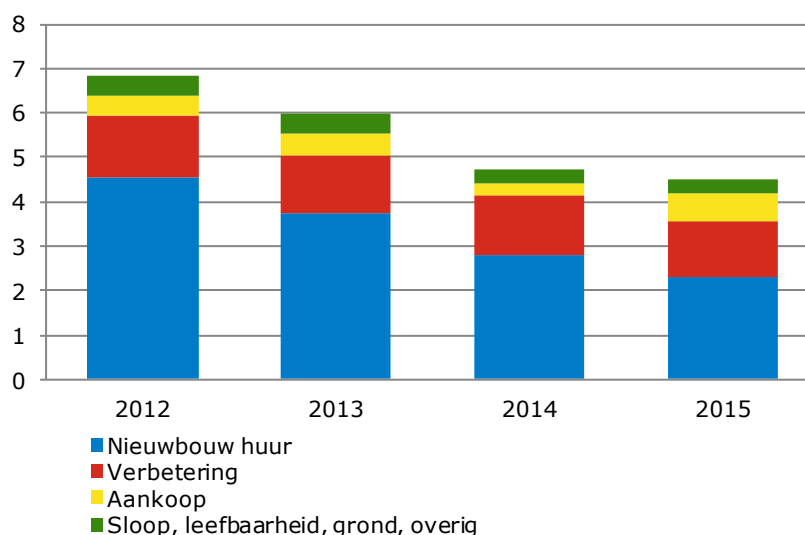
Investeringskasstromen zijn inkomsten uit en uitgaven aan (des)investeringen in vaste activa, zoals de vastgoedportefeuille of beleggingen. Inkomsten ontstaan daarbij hoofdzakelijk uit verkoop, terwijl uitgaven gericht zijn op bijvoorbeeld nieuwbouw, aankoop en verbetering of soms sloop om grond vrij te maken voor nieuwe investeringen.

Deze paragraaf belicht de uitgaven van de sector aan investeringen in de (eigen) vastgoedportefeuille. Verhuur van vastgoed is de hoofdactiviteit van de sector. Het saldo van de (in- en uitgaande) investeringskasstromen komt daarnaast in een volgende paragraaf aan de orde.

*Minder investeringen in de eigen vastgoedportefeuille*

De investeringen van de sector in de eigen vastgoedportefeuille liepen de afgelopen jaren sterk terug. In 2015 investeerden ze in totaal € 4,5 miljard in materiële vaste activa voor exploitatie<sup>11</sup>. Dat is bijna € 2,3 miljard minder dan in 2012. Er wordt vooral minder geïnvesteerd in nieuwbouw voor verhuur. Ook wordt er minder uitgegeven aan projectgebonden leefbaarheidinvesteringen en sloop. Doordat de uitgaven aan verbetering relatief minder daalden, heeft verbetering nu een groter aandeel in de totale uitgaven. Verder is er in 2015 meer besteed aan aankoop dan in voorgaande jaren. Dit is mede veroorzaakt door de hoge aantal woongelegenheden (8.000) die in 2015 werden verkocht tussen corporaties onderling. Het betreft voornamelijk voormalig bezit van Vestia.

*Figuur 6 Investerings in de eigen vastgoedportefeuille (realisatie) x € 1 miljard*

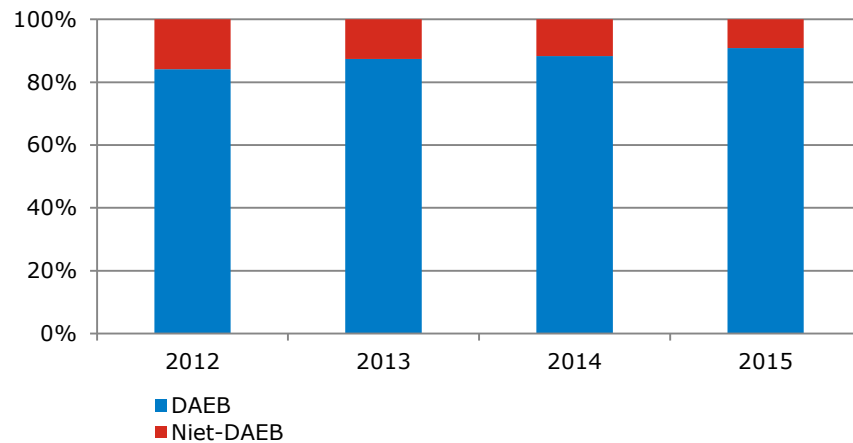


Vooruitlopend op de nieuwe woningwet, die sinds 1 juli 2015 van kracht is, zijn corporaties hun investeringen in de eigen vastgoedportefeuille steeds sterker gaan richten op het DAEB-bezit. Het aandeel investeringen in de niet-DAEB-portefeuille daalde van circa 16% in 2012 naar 9% in 2015<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Niet meegerekend in dit bedrag zijn de uitgaven aan: nieuwbouw voor verkoop, aankoop van woongelegenheden die eerder onder voorwaarden zijn verkocht en opnieuw verkocht zullen worden na aankoop, en de externe uitgaven voor verkoop. Deze investeringen die in 2015 totaal € 0,7 miljard bedroegen, zijn eruiten gelaten omdat ze niet bijdragen aan het bezit voor exploitatie. Daarnaast worden ze (mits het goed gaat) ook weer binnen afzienbare tijd gecompenseerd door inkomsten.

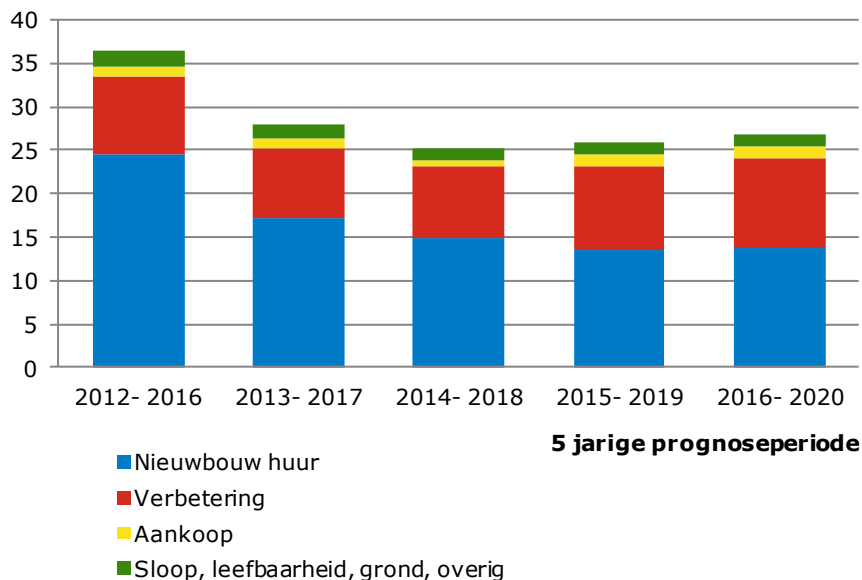
<sup>12</sup> Inclusief de nieuwbouw voor verkoop, terugkoop van onder voorwaarden verkochte woongelegenheden voor doorverkoop en externe verkoopkosten, is er in 2015 € 5,2 miljard geïnvesteerd, waarvan 15% aan niet-DAEB. Ook dat is minder dan in 2012. Toen werd er inclusief deze activiteiten in totaal € 7,7 miljard uitgegeven waarvan bijna 23% aan niet-DAEB.

Figuur 7 Aandeel DAEB en niet-DAEB in investeringen in eigen vastgoedportefeuille



Voor de vijfjarige periode 2016-2020 prognosticeren de corporaties € 26,7 miljard aan investeringen in de eigen vastgoedportefeuille. Dit is circa € 1,5 miljard meer dan ze zich twee jaar geleden voornamen bij de prognose voor de even lange periode 2014-2018. Zo bezien is er een licht herstel in de investeringsbereidheid. Het is echter nog een pril begin en het niveau ligt nog fors lager dan vier jaar geleden. Vier jaar terug dacht de sector in de periode 2012-2016 in totaal € 36,4 miljard te gaan investeren in de eigen vastgoedportefeuille. De invoering van de verhuurderheffing viel samen met verlaging van investeringsvoornemens. In de afgelopen jaren zijn de corporaties steeds sterker gaan inzetten op verbetering en verduurzaming van bestaand bezit. In de laatste prognose voor 2016 tot en met 2020 heeft 38,6% van de totaal voorgenomen investeringen in de eigen portefeuille te maken met verbetering. Vier prognoses terug was dit nog geen kwart (24,7%). Ook in absolute termen groeiden de voorgenomen investeringen in verbetering, van € 9,0 miljard in de periode 2012-2016, naar € 10,3 miljard in 2016-2020. Deze groei van de verbeteringen hangt voor een groot deel samen met de toenemende inzet op energiemaatregelen die de duurzaamheid bevorderen.

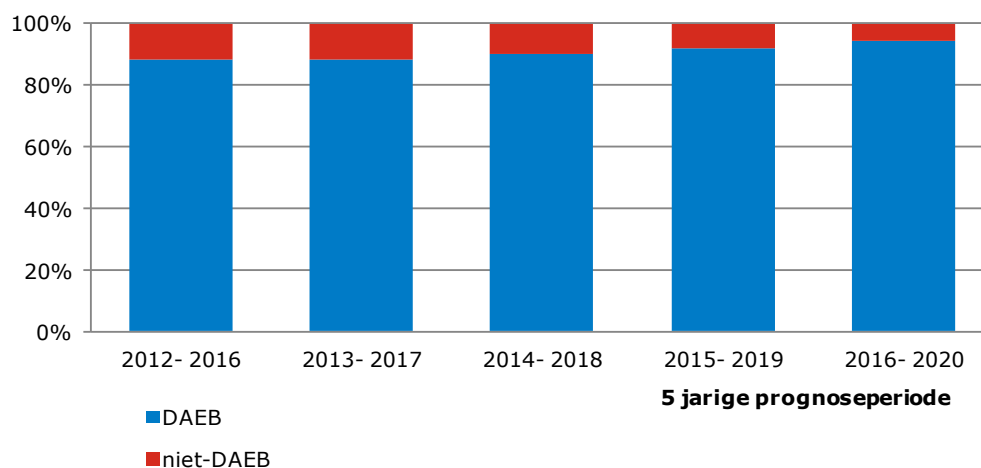
Figuur 8 Prognoses voor investeringen in eigen vastgoedportefeuille x €1 miljard





Net als bij de gerealiseerde investeringen, is ook in de investeringsvoornemens het accent steeds meer komen te liggen op DAEB. Het aandeel voor DAEB steeg van 88% naar bijna 95%.

*Figuur 9 Aandeel DAEB en niet-DAEB in de prognoses voor investeringen in eigen vastgoedportefeuille*



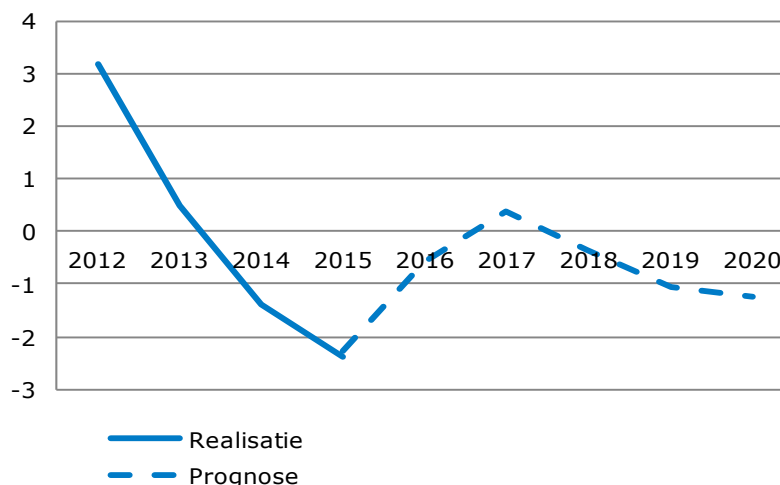
### 1.1.3 *Financieringskasstroom*

#### *Aflossing van de leningenportefeuille*

Tot en met 2013 groeide de leningenportefeuille van de corporaties. Sinds 2014 echter lost de sector per saldo af. In 2014 en 2015 samen werd er netto € 3,8 miljard afgelost op de leningenportefeuille van totaal bijna € 85 miljard eind 2015. Dit hoge aflossingsniveau was enerzijds mogelijk doordat er in deze jaren relatief veel vastgoed uit de verhuurportefeuille<sup>13</sup> is verkocht en hiermee hoge verkoopopbrengsten binnenkwamen (in 2015 en 2014 samen circa € 6,6 miljard). Anderzijds is ook de afname van de investeringen belangrijk. Daardoor immers zijn er ook minder middelen nodig voor investeringen. Voor de nabije toekomst prognosticeert de sector verdere aflossingen, maar wel in een gematigder tempo. Over de vijfjarige prognoseperiode 2016 tot en met 2020 verwacht de sector in totaal € 2,9 miljard af te lossen.

<sup>13</sup> In 2014 verkocht de sector bijna 26.600 wooneenheden en in 2015 circa 25.800. De meeste wooneenheden werden verkocht aan particuliere huishoudens en andere partijen buiten de sector. Een klein deel werd verkocht aan partijen binnen de sector.

Figuur 10 Financieringskasstroom x € 1 miljard



Sinds 2014 bekostigt de sector haar investeringen per saldo geheel uit eigen middelen en trekt ze er geen externe financiering meer voor aan. Figuur 10 illustreert dit. Hij laat zien hoe de financieringskasstroom zich verhoudt tot de operationele kasstroom en (het saldo van) de investeringskasstroom. In 2012 en 2013 waren operationele kasstroom en financieringskasstroom beide positief. Via zowel de exploitatie als nieuwe leningen stroomden financiële middelen de sector binnen. Met deze middelen bekostigde de sector het (negatieve) saldo van de investeringskasstromen. In de jaren daarna is vrijwel alleen de operationele kasstroom positief. In deze jaren worden uit de operationele kasstroom zowel het negatieve saldo van de investeringskasstromen betaald, als de negatieve financieringskasstroom die staat voor aflossing op schulden.

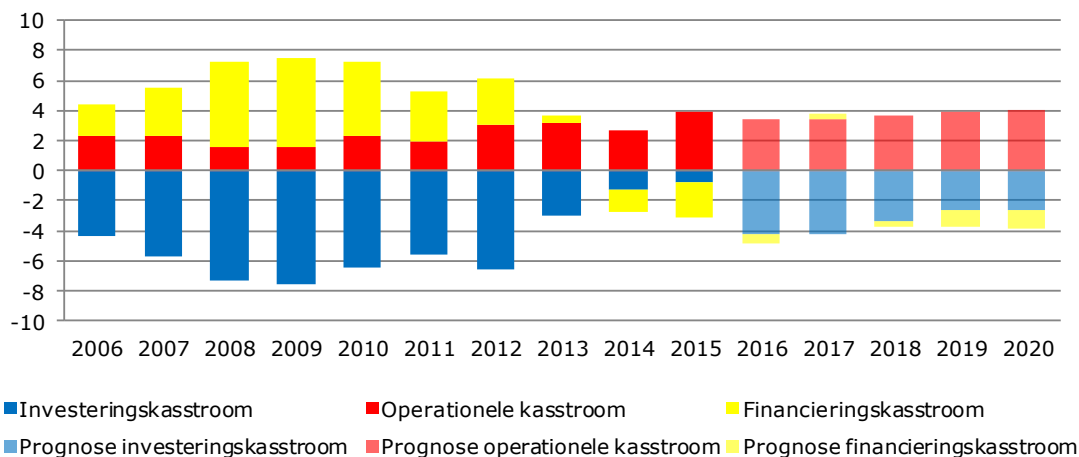
#### *Operationele kasstroom*

De operationele kasstroom is nauw verwant aan de gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom (zie par. 1.1.1). Het verschil tussen beide is dat de operationele kasstroom de lasten die verband houden met geactiveerde productie, geactiveerde rente en saneringsbijdragen verrekent met de opbrengsten uit de exploitatie. De gecorrigeerde netto exploitatiekasstroom doet dit niet. De activeringen betreffen immers eigenlijk de investeringen. En de saneringsbijdrage is op sectorniveau geen echte uitgave, want vloeit als saneringssteun ook weer terug naar de sector.

#### *Saldo investeringskasstroom*

Dit saldo laat zien welk bedrag aan investeringsuitgaven niet betaald kan worden uit de opbrengsten van (des)investeringen. Het wordt berekend als het verschil tussen de investeringsuitgaven en de inkomsten uit vooral verkopen.

Figuur 11 Financieringskasstroom, operationele kasstroom en investeringskasstroom x € 1 miljard



Hoewel er tussen corporaties vaak grote verschillen zijn, en het beeld voor de sector dus niet voor elke afzonderlijke corporatie hoeft op te gaan, geldt het in 2015 wel voor het overgrote deel van de corporaties. Liefst 282 van 349 corporaties losten in 2015 per saldo af op leningen. Samen € 3,1 miljard. Daartegenover staan slechts 60 corporaties die samen € 0,7 miljard extra financiering aantrokken voor investeringen. Bij de zes overige corporaties veranderde er niets aan het gefinancierde bedrag.

## 1.2 Functionele Resultatenrekening

### Functionele resultatenrekening

De functionele resultatenrekening maakt transparant hoeveel diverse activiteiten elk bijdragen aan het jaarresultaat. Conform de RJ-richtlijnen worden de volgende activiteiten onderscheiden in de corporatiesector:

- Exploitatie van vastgoed
- Verkoop van bestaand vastgoed en vastgoed in ontwikkeling
- Overige activiteiten
- Overige organisatiekosten
- Leefbaarheid
- Financiële baten en lasten

Naast deze activiteiten zijn ook waardeveranderingen van vastgoed een belangrijke post in de resultatenrekening van corporaties.

De Aw presenteert hier twee resultatenrekeningen. Elk is gebaseerd op een andere waarderingsgrondslag voor vastgoed.

De Aw hanteert momenteel nog beide waarderingsgrondslagen<sup>14</sup>:

- De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is gebaseerd op de contante waarde van toekomstige kasstromen uit de verhuurexploitatie van het bezit, op basis van het beleid van de corporatie en uitgaande van continuering van de verhuur van het vastgoed tot het einde van de (economische) levensduur.
- De marktwaarde in verhuurde staat is het geschatte bedrag, waarvoor een object op de taxatiedatum zou kunnen worden overgedragen door een bereidwillige verkoper aan een bereidwillige koper (niet zijnde de huurder). Hierbij wordt uitgegaan van een marktconforme en zakelijke transactie, waarbij de partijen geïnformeerd zorgvuldig en zonder dwang te handelen. In 2015 hebben alle corporaties voor het eerst zelf de marktwaarde voor hun bezit aangeleverd. Tot en met 2014 deden alleen de corporaties die op marktwaarde hanteerden dit. De Aw benutte hun informatie voor het schatten van de marktwaarde op sectorniveau<sup>15</sup>.

De weergave van de twee resultatenrekeningen naast elkaar, bevordert het inzicht in de betekenis van de ene of de andere waarderingsgrondslag. Het effect van de twee verschillende waarderingsgrondslagen is merkbaar in de hoogte van enkele posten in de resultatenrekening:

- Verkoop van vastgoed
- Waardeveranderingen vastgoedportefeuille
- Waardeveranderingen van financiële activa en effecten en rentelasten

Deze paragraaf bespreekt de resultatenrekening aan de hand van uitsneden ervan.

### 1.2.1 Jaarresultaat 2015 zeer fors

Tabel 4 Resultatenrekening functioneel model (x €1 miljard)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaarde	
	2014	2015	2014	2015
Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille	7,1	7,6	7,1	7,6
Netto resultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling	-0,0	-0,0	-0,0	-0,0
Netto gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille	1,6	1,7	0,6	0,6
Waardeveranderingen vastgoedportefeuille	-3,9	-0,3	-0,1	8,1
Netto resultaat overige activiteiten	-0,1	0,1	-0,1	0,1
Overige organisatiekosten	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Leefbaarheid	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Saldo financiële baten en lasten	-3,6	-3,5	-4,6	-3,2
Overig	0,5	0,4	0,5	0,4
<b>RESULTAAT NA BELASTINGEN</b>	<b>1,2</b>	<b>5,5</b>	<b>3,0</b>	<b>13,2</b>

Bij waardering van het vastgoed tegen marktwaarde is er in 2015 een jaarresultaat van € 13 miljard behaald, ruim € 10 miljard meer dan in 2014. Bij de volkshuisvestelijke waardering bedraagt het jaarresultaat € 5,5 miljard en dat is € 4,3 miljard hoger dan in 2014. De verbetering van beide jaarresultaten is grotendeels veroorzaakt door de positieve ontwikkelingen in de waardeverandering van de vastgoedportefeuille. Bij marktwaardering verbeterden de

<sup>14</sup> Onder invloed van de Woningwet die per 1 juli 2015 van kracht werd, gaat dit veranderen. De marktwaarde wordt met ingang van verslagjaar 2016 verplicht en de Aw stelt in zijn toezichtkader vanaf dat jaar de marktwaarde centraal. De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde verdwijnt hiermee als grondslag voor waardering.

<sup>15</sup> In 2014 waren er 43 corporaties die RJ 213 toepassen en dus al op marktwaarde waardeerden. Zij bezaten 36% van het totaal aantal eenheden.

waardeveranderingen met € 8,2 miljard ten opzichte van 2014 en bij de volkshuisvestelijke waardering ging het om een verbetering van € 3,6 miljard. In de paragraaf over waardeveranderingen vastgoedportefeuille wordt nader ingegaan op de onderliggende redenen van de waardeveranderingen bij beide waarderingsgrondslagen.

Bij beide waarderingsgrondslagen draagt verder ook de groei van het netto exploitatieresultaat met € 0,5 miljard bij aan de groei van het jaarresultaat. Deze € 0,5 miljard verbetering is het gecombineerde effect van hogere huuropbrengsten (+€ 0,4 miljard), hogere lasten onderhoudsactiviteiten (-€ 0,2 miljard) en lagere overige directe operationele lasten (+€ 0,3 miljard). Deze ontwikkeling kwam eerder ook naar voren bij de bespreking van operationele kasstromen (par. 1.1.1).

De groei van het jaarresultaat bij marktwaardering is tenslotte ook nog bevorderd door dat het verlies op financiële baten en lasten in 2015 € 1,4 miljard kleiner was dan in 2014. Dit komt doordat de waardeverandering van de embedded derivaten en de Agioleningen in 2015 beperkt bleef. In 2014 traden hierdoor nog grote negatieve mutaties op.

### 1.2.2 *Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille neemt toe*

Tabel 5 Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaaarde	
	2014	2015	2014	2015
Huuropbrengsten	14.583	15.020	14.583	15.020
Opbrengsten servicecontracten	783	754	783	754
Lasten servicecontracten	-789	-772	-789	-772
Overheidsbijdragen	20	-37	66	-37
Lasten verhuur en beheeractiviteiten	-2.365	-2.384	-2.365	-2.384
Lasten onderhoudsactiviteiten	-3.178	-3.382	-3.178	-3.382
Overige directe operationele lasten exploitatie bezit	-1.925	-1.599	-1.925	-1.599
<b>Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille</b>	<b>7.129</b>	<b>7.601</b>	<b>7.129</b>	<b>7.601</b>

Het netto resultaat op de exploitatie van het vastgoed bedroeg € 7,6 miljard en was daarmee 6,5% hoger dan in 2014. Dit is het effect van 3% hogere huuropbrengsten en 1,5% daling die op de totale beheer- en de onderhoudslasten werd gerealiseerd ondanks de groei van de uitgaven voor de verhuurderheffing. De onderhoudslasten laten een behoorlijke stijging zien. Deels door hogere directe uitgaven en deels door meer toerekening van kosten aan onderhoud.

Op basis van dit netto exploitatieresultaat steeg het directe rendement van de sector op basis van de marktwaaarde van het vastgoed met 0,2% naar 3,4% in 2015. De commerciële verhuurders zagen hun direct rendement volgens de IPD uitkomen op gemiddeld 4,6%. Dit direct rendement wordt hier belicht omdat er vanwege de Woningwet na de scheiding tussen DAEB en niet-DAEB op getoetst zal worden (zie ook paragraaf 2.1.5).

Op dit moment komt de sector als totaal, zonder onderscheid tussen DAEB en niet-DAEB, dus 1,2% lager uit dan de markt. Relatief is dit een groot verschil: het direct rendement in de sector is een kwart (26%) lager dan dat van de commerciële verhuurders. Dit hangt mede samen met de publieke taakstelling. De sector verhuurt niet marktconform en heeft deels hogere beheer- en onderhoudskosten. Daarnaast kan inefficiency ook een rol spelen.

Tabel 6 Direct rendement (%) op de marktwaarde van het vastgoed

	2013	2014	2015
Corporatiesector <sup>1</sup>	3,4	3,2	3,4
Markt (IPD standing investmentwoningen)	4,5	4,7	4,6
Vershil	-1,1	-1,5	-1,2

<sup>1</sup> Rendement gebaseerd op functionele winst en verliesrekening. De kosten en opbrengsten van leefbaarheid, overige exploitaties en overige organisatiekosten zijn niet meegenomen. Rendementscijfers op basis van kasstromen kunnen anders uitkomen. Kasstromen verschillen immers van het baten- en lastenstelsel uit de resultatenrekening en posten worden soms anders toegerekend.

### 1.2.3 Stabiel verkoopresultaat

Tabel 7 Netto resultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaarde	
	2014	2015	2014	2015
Netto resultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling	-10	-4	-10	-4

Het verlies op nieuwbouw koop in de toegelaten instelling is teruggelopen naar € 4 miljoen. Behalve door de marktomstandigheden komt dit ook doordat de toegelaten instellingen minder koopwoningen bouwden (in 2015 circa 1.100, versus ongeveer 1.550 in 2014).

Tabel 8 Netto gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaarde	
	2014	2015	2014	2015
Verkoopopbrengst vastgoedportefeuille	3.192	2.914	3.192	2.914
Toegerekende organisatiekosten	-137	-116	-137	-116
Boekwaarde verkochte vastgoedportefeuille	-1.426	-1.125	-2.502	-2.216
<b>Netto gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille</b>	<b>1.629</b>	<b>1.673</b>	<b>552</b>	<b>581</b>

Het gerealiseerde resultaat op verkoop uit de vastgoedportefeuille bleef vrijwel gelijk. De opbrengst per woning steeg weliswaar licht, maar het aantal verkochte eenheden uit de bestaande portefeuille daalde licht<sup>16</sup>. Het lagere aantal eenheden resulteert in een lagere waardeonttrekking (boekwaarde) als gevolg van de verkoop.

Het verschil in boekwaarde hangt samen met het verschil in waarderingsgrondslag. De hogere boekwaarde bij waardering tegen marktwaarde in verhuurde staat resulteert in een aanzienlijk lagere winst op verkoop. Bij marktwaarde is de winst op verkoop, indien de woonegelegenheden zonder korting worden verkocht aan particulieren, globaal gelijk aan het verschil tussen de leegwaarde en de marktwaarde in verhuurde staat. Indien er wel korting is verleend op de verkoop is de winst navenant lager. Overigens wordt er steeds minder korting verleend. Bij pakketverkoop voor verhuur zal de winst bescheiden zijn, omdat de marktwaardering ook uitgaat van de waarde in verhuurde staat.

<sup>16</sup> Weergegeven verkoopopbrengsten betreffen de verkopen aan particuliere huishoudens en andere partijen buiten de sector. In 2014 werden circa 22.900 woonegelegenheden verkocht aan particuliere huishoudens en anderen buiten de sector. In 2015 ongeveer 18.700.

#### 1.2.4 *Verdere teruggang van lasten overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid*

Tabel 9 Overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaaarde	
	2014	2015	2014	2015
Netto resultaat overige activiteiten	-70	96	-70	96
Overige organisatiekosten	-232	-151	-232	-151
Leefbaarheid	-242	-215	-242	-215

Het netto resultaat op overige activiteiten laat een positief saldo zien. Dat is voor het eerst sinds verslagjaar 2013, toen de functionele resultatenrekening werd ingevoerd in de sector inclusief deze post die voorheen niet werd onderscheiden. Het positieve saldo in 2015 komt mede door de grotere focus op kernactiviteiten en de effecten van de reorganisaties. Het lagere verlies op de post overige organisatiekosten is het gevolg van een scherpere toerekening van kosten aan vooral de exploitatie van het vastgoed. De leefbaarheidslasten tenslotte daalden doordat de inzet op leefbaarheid verminderde als gevolg van de nieuwe woningwet.

#### 1.2.5 *Verandering marktwaaarde vastgoedportefeuille reflecteert marktontwikkeling*

Tabel 10 Waardeveranderingen vastgoedportefeuille (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaaarde	
	2014	2015	2014	2015
Overige waardeveranderingen vastgoedportefeuille	-1.962	-1.512	-1.772	-1.082
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille	-2.185	1.101	1.678	9.124
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille overig	38	77	38	77
<b>Waardeveranderingen vastgoedportefeuille</b>	<b>-3.922</b>	<b>-334</b>	<b>-56</b>	<b>8.118</b>

De totale waardeverandering van de vastgoedportefeuille wordt het meest bepaald door de niet-gerealiseerde waardeveranderingen en daarnaast door de voorraadmutaties. De niet-gerealiseerde waardeveranderingen van de vastgoedportefeuille laten bij waardering tegen marktwaaarde een grote waardeverhoging zien. Deze waardeverhoging is met name de resultante van de ontwikkeling van de leegwaarde, de contract- en de markthuren en een lagere rendementseis die beleggers stellen. In verhouding tot de totale marktwaaarde uitgedrukt geeft dit 4% waardeverhoging. IPD kwam voor woningen uit op 5,7% in 2015. De mindere ontwikkeling in de sector hangt met name samen met het verschil in segment en het effect van de verhuurderheffing op de waardeontwikkeling. Bij commerciële partijen is het aandeel van de portefeuille zonder verhuurderheffing veel groter. Hierbij speelt dat in de waardering voor 2014 de verhuurderheffing nog niet consequent is meegenomen terwijl dit in 2015 wel is gebeurd. Bij waardering tegen volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is de niet-gerealiseerde waardeverandering minder groot. Hier geeft de bijstelling van de sectorparameters een stevig positief effect. Dit effect wordt deels echter teniet gedaan door de invoering van het huursombeleid en het nieuwe beleid rond passend toewijzen. En ook de verhuurderheffing genereert een negatief effect doordat de leegwaardeverhoging samen met stijgende tarieven resulteert in een hogere contante waarde van de verhuurderheffing.

De overige waardeveranderingen betreffen het waarde-effect (onrendabele deel) van het (des)investeringsprogramma (exclusief verkoop). Dit onrendabele deel is enerzijds sterk teruggelopen doordat de investeringen beperkt verminderden in combinatie met lagere stichtingskosten bij nieuwbouw. Bij de waardering tegen marktwaarde loopt het onrendabel verder terug door de waardestijging van nieuwbouw en aankoop die het gevolg is van de marktomstandigheden. Bij de volkshuisvestelijke waardering leiden de nieuwe sectorparameters tot een afname van het onrendabel.

Tabel 11 Specificatie overige waardeveranderingen (x € 1 miljoen) in 2015

	Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde	Marktwaarde
Aankoop	85	12
Sloop	51	163
Nieuwbouw	733	264
Verbetering	643	643
<b>Totaal</b>	<b>1.512</b>	<b>1.082</b>

#### 1.2.6 Financiële baten en lasten ontwikkelen zich positief

Tabel 12 Saldo financiële baten en lasten (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaarde	
	2014	2015	2014	2015
Waardeveranderingen van financiële vaste activa en van effecten	-139	39	-539	39
Opbrengst van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	17	11	17	11
Rentabiliteitswaardecorrectie	96	-293	0	0
Andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	125	134	125	134
Rentelasten en soortgelijke kosten	-3.695	-3.407	-4.195	-3.407
<b>Saldo financiële baten en lasten</b>	<b>-3.596</b>	<b>-3.516</b>	<b>-4.591</b>	<b>-3.223</b>

Vooral bij de waardering tegen marktwaarde is het saldo van de financiële baten en lasten veel minder negatief dan in 2014. Anders dan in 2014 is er namelijk veel minder sprake van hoge negatieve waardemutaties bij embedded leningen en agioleningen. De rente op staat ultimo 2014 en ultimo 2015 veranderde immers niet wezenlijk. Als gevolg hiervan zijn de waardeveranderingen van financiële vaste activa en effecten in 2015 bijna neutraal, en is de post rentelasten minder negatief in de resultatenrekening tegen marktwaarde als gevolg van effecten van agioleningen.

In de volkshuisvestelijke resultatenrekening is de rentabiliteitswaardecorrectie in 2015 negatief geworden (€ -293 miljoen). Door het lagere disconteringspercentage in de nieuwe sectorparameters neemt de rentabiliteitswaarde van de leningen namelijk toe. Dit effect wordt nog enigszins gecompenseerd doordat de omvang van de leningenportefeuille en de rente beide dalen. De dalende rentelasten zijn gevolg van de lage rentestand bij het aantrekken van nieuwe leningen en herfinancieringen en daarnaast ook van het dalend volume aan leningen.



1.2.7 *Resultaat belastingen daalt*

Tabel 13 Resultaat belastingen (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaaarde	
	2014	2015	2014	2015
Belastingen resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening	539	244	539	244

Het positieve resultaat belastingen uit gewone bedrijfsuitoefening is in 2015 lager dan in 2014. Dit komt doordat de actieve latentie op de balans in 2015 nog slechts beperkt stijgt. Dit resultaat belastingen van € 244 miljoen is geen kasontvangst. Integendeel, uit de kasstromen blijkt dat de sector in 2015 bijna € 18 miljoen vpb betaalde. Voor de komende jaren kan deze post in de resultatenrekening sterk gaan veranderen, net als de vpb-kasroom. Door de stijging van de leegwaarde (WOZ) gaat de actieve latentie dalen. En ook de stijgende positieve operationele kasstroom leidt tot toenemende belastingdruk in de nabije toekomst. De nog bestaande fiscale verrekenmogelijkheden dempen de komende jaren deze ontwikkeling.

1.2.8 *Positief resultaat deelnemingen*

Tabel 14 Resultaat deelnemingen (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijk		Marktwaaarde	
	2014	2015	2014	2015
Resultaat deelnemingen	-36	113	-36	113

In 2015 is er een positief resultaat behaald op deelnemingen. Dit positieve resultaat is gevolg van de verandering van de marktomstandigheden, de eerdere afboekingen op verbindingen, en de vermindering van het aantal verbindingen en de financiële herstructurering bij verbindingen.

Tegelijkertijd veranderden de financiële relaties tussen de toegelaten instellingen en de verbindingen in 2015 sterk. Toegelaten instellingen deden een extra kapitaalinjectie van € 600 miljoen. Tot 1 juli 2015 mocht dit nog zonder toestemming van de Aw. De kapitaalinjectie viel samen met een verlaging van de rekening courantpositie met € 650 miljoen. Verder groeiden de uitstaande leningen aan verbindingen met € 150 miljoen.

**Box Verbindingen***Minder verbindingen*

Het aantal verbindingen daalt verder. In 2015 zijn er nog 1.391; 118 minder dan in 2014 en circa 500 minder dan in 2008. De inbreng van financiering vanuit de toegelaten instellingen in de (nog bestaande) verbindingen is ondanks de daling vrijwel gelijk gebleven met € 3,2 miljard. In 2008 was dit nog circa € 5 miljard. Het gaat hierbij om middelen die in de verbindingen zijn ingebracht via deelname in het risicodragende kapitaal, leningen, rekening courant en/of garanties.

*Hoge verliezen in de loop der tijd*

Door de jaren heen verloren de corporaties veel geld via de verbindingen. Bij de in 2015 nog bestaande verbindingen is inmiddels ongeveer € 1,15 miljard verdampt van de circa € 2,0 miljard aan risicodragend kapitaal die de corporaties hier hebben ingebracht. Het bedrag is gelijk gebleven ondanks de daling van het aantal verbindingen. Daarnaast zijn er ook hoge verliezen geleden op de inmiddels opgeheven verbindingen. De vastgoedportefeuille in exploitatie bij verbindingen is in 2015 gekrompen. De portefeuille bevat circa 4.150 woongelegenheden en ongeveer 2.400 overige verhuureenheden.

### Box Woningwet en de Financiële relaties met verbindingen

Per 1 juli 2015 is de nieuwe Woningwet ingegaan. Vanaf dat moment mogen corporaties geen nieuwe financiering inbrengen in bestaande verbindingen, tenzij de Aw de corporatie vooraf toestemming heeft gegeven de financiële relatie te vergroten door middel van: de leningen u/g aan de verbinding, rekening courant verhoudingen, verstrekte garanties en de (risicodragende) kapitaaldeelname. Ook de herfinanciering van leningen u/g van de corporatie aan de verbinding is na 1 juli 2015 in beginsel niet meer toegestaan. Zonder toestemming kan geen gevolg worden gegeven aan bepalingen in leningovereenkomsten van de verbindingen met externe geldgevers, die bijstorting door de toegelaten instelling verlangen indien de verbinding onder bepaalde solvabiliteitsratio's daalt. Het effect van de nieuwe wetgeving is duidelijk zichtbaar geworden in de cijfers. Op de valreep (voor 1 juli 2015) is er nog veel kapitaal ingebracht. Deels door verrekening met uitstaande leningen en rekening courant posities. De solvabiliteit is door deze operatie in de verbindingen verbeterd. De uitgangspositie voor een meer zelfstandig optreden en de aanstaande scheiding heeft duidelijk op het netvlies gestaan.

Tabel 15 Financiële relaties met verbindingen (x € 1 miljard)

	2015	2014
Kapitaalinbreng	2,01	1,45
Leningen	0,88	0,73
Rekening courant	0,24	0,88
Garanties	0,07	0,10
<b>Totaal</b>	<b>3,20</b>	<b>3,16</b>

De vorig jaar al aangestipte beweging is duidelijk uitgekomen (vermindering van het aantal verbindingen en 'financiële herstructurering'. Op het (micro-) niveau van een individuele verbinding kan een en ander verregaande effecten hebben. De onderstaande voorbeeldverbinding heeft na de financiële herstructurering plotseling een behoorlijke solvabiliteit van 32% gekregen, terwijl dat een jaar daarvoor nog een kleine 30% negatief was. Zelfstandig opereren in de markt is hiermee goed mogelijk ondanks een cumulatief verlies van € 226 miljoen.

Tabel 16 Voorbeeld van effect van financiële herstructurering op een verbinding (x € 1 miljoen)

	2015	2014
Eigen vermogen	111	-96
Jaarresultaat	33	14
Cumulatief verlies	-226	-259
Kapitaalinbreng	334	160
leningen	173	0
Rekening courant	0	247

## 2 Balans

Het eigen vermogen en de solvabiliteit laten in 2015 een sterkere groei zien dan in 2014. De balans op basis van marktwaarde is voor het eerst volledig gebaseerd op de opgaven van de corporaties. Het handboek marktwaardering is hierbij de basis geweest. Corporaties konden kiezen voor de basis- of de full versie. Bij de laatste aanpak ontstaan er ten opzichte van de basisversie vrijheidsgraden. Deze mogen echter alleen worden toegepast als er een taxateur wordt ingeschakeld in het waarderingproces. De omvang van de DAEB- en niet-DAEB-portefeuille is in 2015 niet alleen beïnvloed door de mutaties in de voorraad maar ook door de nieuwe definitie voor het DAEB-bezit. De huurhoogte op het moment van de eerste verhuring is nu bepalend voor de vraag of een woning als DAEB of als niet-DAEB moet worden gekwalificeerd. Voor de aanstaande scheiding van DAEB en niet-DAEB is dit van belang. Het in beeld brengen van de mate waarin de marktwaarde realiseerbaar is of anders gezegd de omvang van de verplichtingen die voortvloeien uit de publieke taakvervulling door corporaties wordt met het waarden tegen marktwaarde in de jaarrekening van groot belang. De Autoriteit heeft in het scheidingskader dat voor de zomer 2016 is gepubliceerd hier na overleg met het ministerie en WSW een verdere invulling aan gegeven na de eerste vingeroefening in het sectorbeeld van het voorgaande jaar. Circa € 62 miljard van het eigen vermogen op basis van marktwaarde heeft een volkshuisvestelijke bestemming en is daarmee beklemd. Bij een continuering van de publieke taakuitoefening conform het beleid van de corporaties is dit deel van het vermogen niet beschikbaar als buffer om tegenvallers op te vangen. Het andere deel van het eigen vermogen € 92,7 miljard is gegeven deze beleidscontext beschikbaar voor de opvang van zich manifesterende risico's (buffer- en financieringsfunctie) en voor, afhankelijk van de ruimte die de ratio's bieden, extra activiteiten.

De nominale omvang van de langlopende schulden is in 2015 nog sterker terug gelopen dan in 2014. Een daling van € 2,9 miljard (€ 1,5 miljard in 2014). Relatief is hierbij de daling van de ongeborgde niet-DAEB-leningen nog het sterkste: 22% versus 3% voor de geborgde en ongeborgde DAEB-leningen. Het anticiperen op de aanstaande scheiding en het gebruik maken van de mogelijkheden van het eigen middelen beleid van WSW verklaren deze ontwikkeling.

De sterkere focus op de kernactiviteiten, in combinatie met de rationalisering in de exploitatie, leidt tot een verbetering van de aanwending (bijvoorbeeld daling onrendabele investeringen door herijking kwaliteitsniveau bij DAEB-investeren) en de allocatie van het maatschappelijk gebonden vermogen (vhv-bestemming, buffer- en financieringsfunctie sterker op DAEB gericht). Tevens draagt het bij aan een verbetering van de instandhouding (rentmeesterschap) van dit vermogen (primair via direct rendement en secundair via de waardeontwikkeling), zonder dat dit ten koste gaat van de publieke taakvervulling. Hiermee is niet gezegd of de omvang van het activiteitenpatroon een voldoende balans heeft weten te vinden tussen het bewaken van de bufferfunctie van het eigen vermogen en de maatschappelijke opgave die is of wordt gearticuleerd in het corporatie domein. De sterkere focus op kernactiviteiten heeft ook geleid tot verdere opschoning van de balans.

De beleidsruimte voor corporaties is met de nieuwe woningwet en het nieuw geformuleerde huurbeleid (passend toewijzen en huursombeleid) sterk verkleind. Het risicoprofiel van de sector vermindert hierdoor. Echter de ruimte om bij te sturen als de financiële positie zwak is of als er tegenvallers optreden is eveneens kleiner geworden. Uit de verantwoordingsinformatie komt duidelijk naar voren dat

de huurramingen opnieuw lager worden en eerder tenderen naar inflatie. De ontwikkeling van het volkshuisvestelijk vermogen rust in 2015 sterker op de voortdurende lage rente en de verlaging van de sectorparameters. De bijstellingen in het huurbeleid hebben een negatief effect gehad maar zijn door de andere effecten meer dan gecompenseerd. De regionale gevoeligheid voor beleidsveranderingen is groter geworden. Het huurbeleid en de verhuurderheffing zijn op niet gelijke uitgangspunten gebaseerd. In het huurbeleid staat de betaalbaarheid voorop waarmee de sterkte of zwakte van de woningmarkt grotendeels irrelevant is voor de beleidsvoering op dit terrein. De verhuurderheffing daarentegen differentieert juist heel sterk naar woningmarktgebied. Deze twee uitgangspunten leiden tot spanning in de sterkere woningmarktgebieden.

## 2.1 Volkshuisvestelijke en marktwaardebalans

Tabel 17 laat de balanscijfers voor de jaren 2014 en 2015 zien vanuit het perspectief van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde en de marktwaarde in verhuurde staat.

### *Twee balans perspectieven*

De volkshuisvestelijke balans is gebaseerd op de grondslag volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Deze waarde is de uitdrukking van de op het beleid van de corporatie gebaseerde verhuurexploitatiekasstromen (huur, onderhoud en beheer). De marktwaardebalans is een weerspiegeling van de marktwaarde in verhuurde staat. Dit is de waarde die in de markt voor het vastgoed tot stand kan komen. Het verschil tussen beide waarden wordt verklaard door: een meer marktconforme exploitatie dan bij corporaties gebruikelijk en realiseerbaar is voor de doelgroepen van beleid en het meenemen van de leegwaarde van de woning in de waardering wanneer deze vrijkomt.

Door verschillen in uitgangspunten en berekeningswijze is het verschil van ruim € 100 miljard tussen beide waarden niet te duiden als de maatschappelijke inzet van corporaties. De functie van de discontering is een kenmerkend voorbeeld in deze. Bij marktwaardering is deze een uitdrukking van risico en bij de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is het een weergave van de lange termijn inschatting van de rente op geborgd geld. Ook de benaderingswijzen van respectievelijk de eindwaarde (bij marktwaardering) en restwaarde (bij volkshuisvestelijke exploitatiewaarde) zijn onvergelijkbaar.

Bij de uitwerking van de volkshuisvestelijke bestemming ontstaat een beter beeld van het deel van de marktwaarde dat als gevolg van het corporatiebeleid (operationalisering van de uitvoering van de publieke taak) niet zal worden gerealiseerd. Deze uitwerking sluit methodisch namelijk aan bij de aanpak die bij de marktwaarde in verhuurde staat wordt gehanteerd. Ook dan komt er overigens een fors bedrag, € 62 miljard, dat volkshuisvestelijk bestemd is, dus niet beschikbaar voor volkshuisvestelijke activiteiten. Het verschil tussen de marktconforme- en de beleidskasstromen (van corporaties) leent zich voor een analyse van de maatschappelijke inzet van corporaties. Deze analyse biedt de mogelijkheid om de doelmatigheid en efficiency te onderzoeken.

Tabel 17 Balans (x € 1 miljard)

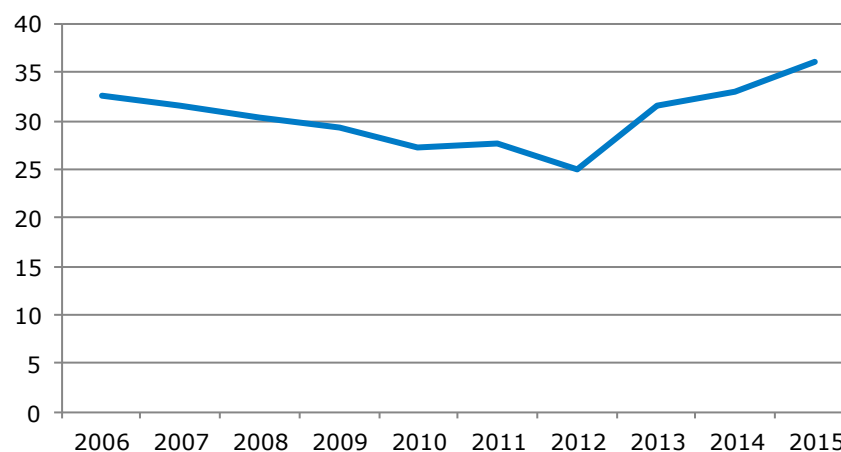
	Volkshuisvestelijke balans		Marktwaarde balans	
	2014	2015	2014	2015
Materiële vaste activa	131,3	133,5	233,9	243,2
Financiële vaste activa	4,4	4,9	4,7	5,2
Vlottende activa	5,8	5,5	5,8	5,5
<b>TOTAAL ACTIVA</b>	<b>141,5</b>	<b>143,9</b>	<b>244,4</b>	<b>253,9</b>
Passiva				
Eigen vermogen	46,6	51,9	141,6	154,6
Voorzieningen	2,4	2,0	2,4	2,0
Langlopende schulden	86,6	85,1	94,5	92,4
Kortlopende schulden	5,9	4,9	5,9	4,9
<b>TOTAAL PASSIVA</b>	<b>141,5</b>	<b>143,9</b>	<b>244,4</b>	<b>253,9</b>
Solvabiliteit	33,0%	36,1%	57,9%	60,9%

De balans op hoofdposten geeft de belangrijkste ontwikkelingen al weer. Een duidelijke afname van de schulden en de voorzieningen: € 2,9 miljard in de volkshuisvestelijke balans en € 3,5 miljard in de marktbalans. Tegelijkertijd is de waarde van de bezittingen (totaal activa maar met name de materiële vaste activa) toegenomen: respectievelijk € 2,4 miljard in de volkshuisvestelijke- en € 9,5 miljard in de marktwaardebalans. De ontwikkeling van het eigen vermogen en de solvabiliteit weerspiegelen de resultante van deze trends. Zichtbaar wordt de verdere versterking van de financiële robuustheid van de sector. Verslagjaar 2015 is het laatste jaar dat er met twee waardebegrippen wordt gewerkt die een zeer verschillende grondslag hebben. Het begrip volkshuisvestelijke exploitatiewaarde wordt in het verslagjaar 2016 niet langer door de Aw gebruikt.

In het kader van de samenwerking WSW/Aw wordt gewerkt aan een nieuw financieel raamwerk. De belangrijkste bouwstenen zijn hiervoor reeds gelegd, te weten; marktwaarde in verhuurde staat, de dekkingsratio schuld versus marktwaarde in verhuurde staat, ICR en de DSCR. De solvabiliteit op basis van marktwaarde, rekening houdend met de volkshuisvestelijke bestemming is in het scheidingskader vastgelegd. Over de verdere doorontwikkeling van dit begrip, in relatie tot het concept beleidswaarde, wordt nu nog gesproken. De uitkomst kan hierbij ook van belang zijn voor de nadere invulling van de LTV.

In onderstaande figuur is de historische ontwikkeling weergegeven van de solvabiliteit op basis van volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. In verslagjaar 2006 is dit begrip geïntroduceerd. Zichtbaar is dat in het laatste jaar dat hiermee wordt gewerkt de sector de hoogste solvabiliteit laat zien.

Figuur 12 Ontwikkeling solvabiliteit op basis van volkshuisvestelijke exploitatiewaarde



*Sterke groei marktwaarde in verhuurde staat*

Tabel 18 materiële vaste activa (x € 1 miljard)

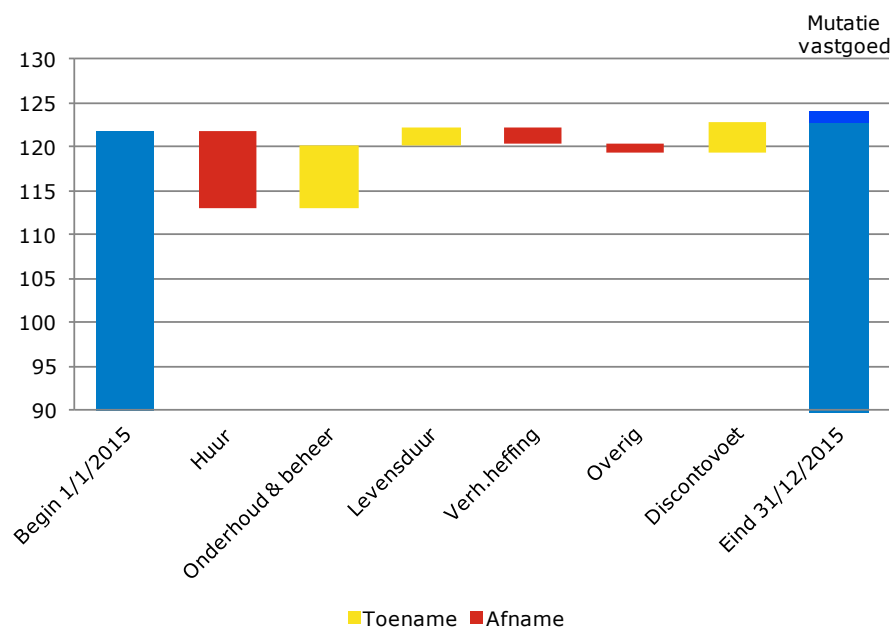
	Volkshuis- vestelijke balans		Marktwaarde balans	
	2014	2015	2014	2015
Activa				
<b>Materiële vaste activa</b>	<b>131,3</b>	<b>133,5</b>	<b>233,9</b>	<b>243,2</b>
Immateriële vaste activa	0,0	0,0	0,0	0,0
Onroerende zaken in exploitatie totaal	121,8	124,1	224,3	233,8
Onroerende zaken in exploitatie DAEB	104,5	108,4	206,0	216,3
Onroerende zaken in exploitatie niet-DAEB	17,2	15,7	18,3	17,5
Onroerende zaken in ontwikkeling	1,8	1,6	1,8	1,6
Onroerende en roerende zaken t.d.v. exploitatie	1,4	1,3	1,4	1,3
Onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	6,3	6,4	6,3	6,4

De enige balanspost die substantieel verandert is de post Onroerende zaken in exploitatie. De daling van de waarde niet-DAEB wordt veroorzaakt door een verandering van de definitie niet-DAEB bij de invoering van de nieuwe wet (in vergelijking tot de definitie bij de interim/tijdelijke regeling). Bepalend is nu of de huur op contractmoment al dan niet was geliberaliseerd. Of de feitelijke huur ondertussen boven de liberalisatiegrens ligt is niet meer van belang.

De waardeverandering is de resultante van voorraadmutaties en de waardeontwikkeling van het vastgoed zelf. Gegeven de twee verschillende grondslagen werken er verschillende zaken door in de verandering van waarde bij respectievelijk de vhw waarde en de marktwaarde.

2.1.1 *Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde*

Figuur 13 Ontwikkeling onroerende zaken in exploitatie (x 1 € miljard)



In vergelijking met de waarde ultimo 2014 heeft de aanpassing van de verwachte huurstijgingen een neerwaarts effect gehad van € -8,7 miljard. Zowel de lagere inflatieverwachting alsook de schatting van de reële huurgroei is hier debet aan. Het waarde-effect vanwege onderhoud en beheer beweegt zich precies de andere kant uit € 7,3 miljard. Drie oorzaken zijn te benoemen: Allereerst leidt de sterkere sturing op de bedrijfslasten en de onderhoudskosten tot een lagere kasstroomraming. Vervolgens is de inflatieverwachting in vergelijking tot een jaar geleden weer neerwaarts bijgesteld. En tenslotte is als gevolg van de bijstelling van de sectorparameters de lange termijn prijsontwikkeling voor onderhoud en beheer op 0,5% boven inflatie gesteld, terwijl dit vorig jaar nog 1% boven inflatie bedroeg. Door investeringen en onderhoudsbeleid wordt de economische levensduur jaarlijks herijkt. Per saldo geeft deze herijking een positief effect van € 2,0 miljard. De stijging van de leegwaarde (WOZ-waarde) en het wegvallen van de aanlooptarieven in de regeling verhuurderheffing hebben een negatief waarde-effect ter grootte van € -1,9 miljard. In de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is ultimo 2015 een waarde van € -26,3 miljard opgenomen vanwege toekomstige betalingen verhuurderheffing. De verlaging van de discontovoet van 5,25% naar 5,0% heeft een positief waarde-effect van € 3,5 miljard. De voorraadmutaties ter grootte van € 1,3 miljard hebben geen effect op het resultaat.

Samengevat kan bovenstaande ook weergegeven worden in de volgende verloopstaat.

*Tabel 19 Ontwikkeling volkshuisvestelijke exploitatiewaarde 2015 (x € 1 miljoen)*

Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde begin	121.762
Voorraadmutaties	<b>1.262</b>
Autonome ontwikkeling	<b>-421</b>
Parameter en niveauwijzigingen	1.523
Mutaties in waarde	<b>1.102</b>
Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde eind	124.126

Het totaal van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ultimo 2015 bedraagt 86,3% van het balanstotaal. De tendens van het afgelopen jaar, meer focus op de kernactiviteit verhuur van het bezit, zet zich door. Het vorige sectorbeeld bevatte een uitgebreide passage inzake de kwaliteit van de bestaande portefeuille. Deze kwaliteit is van groot belang bij de risico-inschatting of de in de waarde begrepen geraamde kasstromen kunnen worden gerealiseerd. In vergelijking met de analyse van een jaar eerder zijn er geen grote veranderingen opgetreden. De ingeschatte levensduur na correctie voor niet logische hoge opgaven is gestegen naar 23,6 (was vorig jaar 23,5). De scores op het energielabel zijn ook een indicatie voor aspecten van kwaliteit. De gewogen labelscore is in 2015 0,1 punt beter dan vorig jaar (2015: 3,4 en 2014: 3,5). De corporaties ramen dat in 2020 deze score gemiddeld 2,9 (bijna label C) zal bedragen. Vanuit de input bezien ramen de corporaties in vergelijking tot vorig jaar gemiddeld over de vijfjaarsperiode € 90 per eenheid per jaar (4%) meer aan onderhoud en investeringen in de bestaande voorraad. Hoewel hiermee niet direct kan worden gezegd dat dit zich automatisch vertaalt in meer bouw- of woontechnische kwaliteit is het wel een indicatie dat de aandacht voor de bestaande portefeuille toeneemt.

De andere component in de risico-inschatting is de vraagzijde. Uitgaande van het huidige Rijksbeleidskader (huurtoeslag, huurbeleid en de verhuurderheffing) zijn de risico's hier gemiddeld beperkt, wetende dat de huurramingen in vergelijking met vorig jaar neerwaarts zijn bijgesteld. In sterkere woningmarktgebieden kunnen er zich fricties gaan voordoen. Het meer gematigde huurbeleid (als antwoord op passend toewijzen en het huursombeleid) in combinatie met de sterk stijgende leegwaarden heeft een negatiever effect dan in andere woningmarktgebieden. In de matiging van de huren en de voordelen van de lagere rente is er geen onderscheid tussen woningmarktgebieden. De leegwaardeontwikkeling differentieert echter wel sterk. Echter op sectorniveau zijn geen indicaties dat de realisatie van de ingeschatte verdien capaciteit grote risico's met zich meebrengt. In de meerjarenverkenning wordt uitgebreider stilgestaan bij het duurzaam in stand houden van de verdien capaciteit op basis van meerdere scenario's met betrekking tot de programmering van investeringen in de portefeuille (nieuwbouw, aankoop, verbetering, verkoop en sloop).

Door verschillen in (toepassing van) waarderingsgrondslagen zijn de opgegeven cijfers van individuele corporaties niet zonder meer bruikbaar voor individuele beoordeling of sectoranalyses. De uniformering van de opgegeven bedrijfswaarde wordt in onderstaande box nader toegelicht.

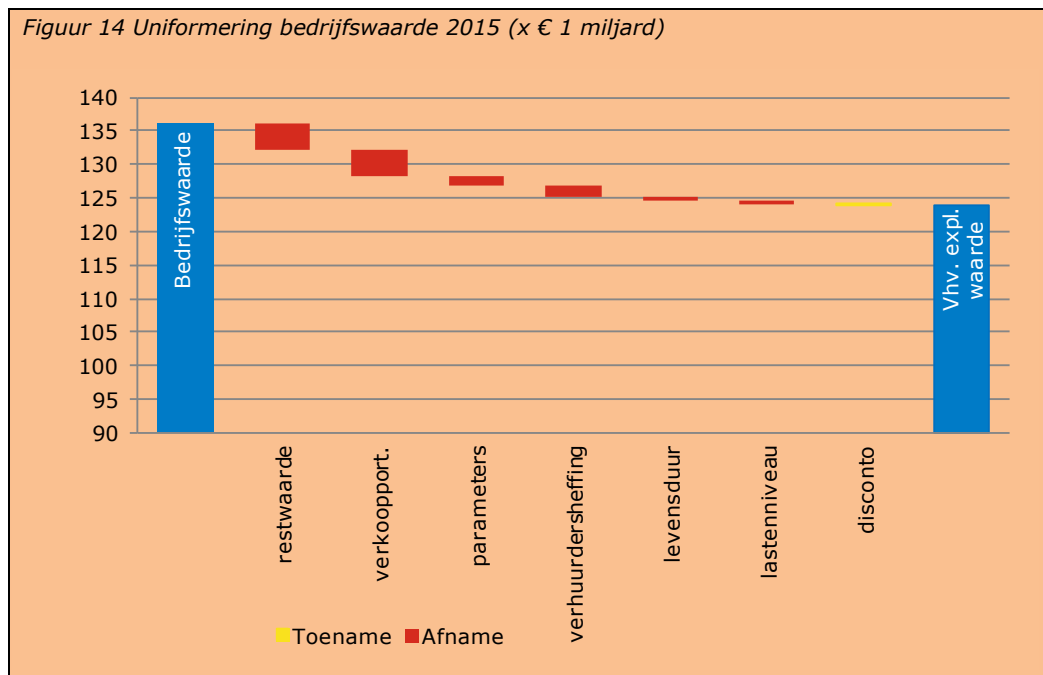
#### **Box Uniformering opgegeven bedrijfswaarde naar volkshuisvestelijke exploitatiewaarde**

De Aw uniformeert de door corporaties opgegeven bedrijfswaarde voor zover deze niet op vergelijkbare uitgangspunten is gebaseerd, om te komen tot de waarderingsgrondslag volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. De door corporaties opgegeven bedrijfswaarde bedroeg in 2015 € 136 miljard. De Aw heeft de opgegeven bedrijfswaarde neerwaarts bijgesteld met - € 11,9 miljard (2014:- € 12,9 miljard). De grootste verschillen tussen de opgegeven bedrijfswaarde en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ontstaan door correcties op de in de bedrijfswaarde opgenomen restwaarde (€ 3,9 miljard), verkoopportefeuille (€ 3,8 miljard), parameters (€ 1,5 miljard) en verhuurderheffing (€ 1,5 miljard).

- Onder restwaarde verstaat de Aw de waarde aan het eind van de exploitatieperiode, rekening houdend met de taakopdracht van de corporatie: "het in de DAEB-sfeer verhuren van bezit".
- De aanpassing verkoopportefeuille heeft betrekking op de correctie van de uitpondwaarde van de te verkopen woningen naar de gemiddelde verhuurwaarde.
- De derde post komt voort uit de uniformering van de opgegeven parameters naar generiek gehanteerde waarden en de correctie voor een eventueel te sterke (boveninflatoire) stijgen van de huren.
- De opgegeven contante waarde verhuurderheffing wordt getoetst op plausibiliteit. De levensduur en de leegwaarde zijn hierbij de belangrijkste drijvers.

Grafisch resulteert dit in de volgende verloopstaat





### 2.1.2 Marktwaaarde in verhuurde staat

De marktwaaarde in verhuurde staat is in 2015 met € 9,5 miljard toegenomen. Het aandeel in het balanstotaal is in drie jaar tijd toegenomen van 91,0% naar 92,1%. Het belang van de niet-DAEB-portefeuille is iets afgenomen als gevolg van de nieuwe DAEB-definitie voor woongelegenheden.

De waardeontwikkeling is onderstaand weergegeven. Het waarde-effect van de vastgoedmutaties is aanzienlijk lager dan in de verloopstaat bij de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Dit wordt met name veroorzaakt doordat de waardeonttrekking in geval van verkoop bij marktwaaarde aanzienlijk hoger ligt. De waardemutatie van € 9,12 miljard (4,1%) wordt veroorzaakt door: de gerealiseerde en de verwachte leegwaardeontwikkeling de stijging van de markt- en contracthuren, de gestage daling van de disconteringsfactor en zeer beperkt de voorraadmutaties. De basis in de disconteringsfactor volgt vertraagt de ontwikkeling van de risicovrije rente. Daarnaast zijn de opslagen voor vastgoed en regio onderhevig aan marktinvoeden. In de zoektocht naar nog renderende beleggingscategorieën blijkt vastgoed meer interesse op te roepen bij marktpartijen.

Marktwaaarde 1/1/2015	<b>224,34</b>
Vastgoedmutaties	0,38
Waardemutatie	9,12
Marktwaaarde 31/12/2015	<b>233,85</b>

**Box Marktwaaarde in verhuurde staat**

Belangrijke bouwstenen bij de bepaling van de marktwaaarde in verhuurde staat zijn de leegwaarde (WOZ), de feitelijke huren (huren die de huurders contractueel verplicht zijn te betalen) en de markthuren. Voor de zelfstandige huurwoningen is onderstaand een overzicht opgenomen van de ontwikkeling van deze getallen in de periode 2012-2015. Wat opvalt, is dat de feitelijke huren sterk zijn toegenomen als percentage van de leegwaarde bij DAEB-huurwoningen. De huur als % van de leegwaarde is in drie jaar tijd gegroeid van 3,8% naar 4,4% terwijl de leegwaarde zelf ook steeg. De kloof met de markthuren is hierdoor kleiner geworden. Dit heeft er mede toe geleid dat de gemiddelde verhouding tussen de marktwaaarde en de leegwaarde in deze periode is gegroeid van 64,1% naar 70,4%, ondanks de introductie van de verhuurderheffing. Bij de niet-DAEB zelfstandige huurwoningen heeft de nieuwe definitie uit de Woningwet tot een daling van het aantal geleid en zijn hierdoor de gemiddelde leegwaarde en contractuur sterk gegroeid.

Tabel 20 Leegwaarde, contracthuren en markthuur per jaar voor zelfstandige woningen

	Ultimo 2012		Ultimo 2013		Ultimo 2014		Ultimo 2015	
	DAEB	niet-DAEB	DAEB	niet-DAEB	DAEB	niet-DAEB	DAEB	niet-DAEB
Leegwaarde	139.194	200.860	134.522	196.522	134.000	196.100	138.134	207.302
Contracthuren	437	809	458	764	484	782	503	869
Huur als % leegwaarde	3,80%	4,80%	4,10%	4,70%	4,30%	4,80%	4,40%	5,00%
Aantal eenheden	2.195.054	67.637	2.177.856	86.818	2.150.604	97.882	2.163.269	73.767

## 2.1.3 Financiële en vlottende activa samen stabiel

Tabel 21 Financiële en vlottende activa (x 1 € miljard)

	Volkshuisvestelijke balans		Marktwaaarde balans	
	2014	2015	2014	2015
<b>Financiële vaste activa</b>	<b>4,37</b>	<b>4,89</b>	<b>4,72</b>	<b>5,18</b>
Deelnemingen	1,07	1,44	1,42	1,73
Overige financiële vaste activa	3,30	3,45	3,30	3,45
<b>Vlottende activa</b>	<b>5,81</b>	<b>5,50</b>	<b>5,81</b>	<b>5,50</b>

De groei van de financiële vaste activa wordt in belangrijke mate beïnvloed door de operatie die richting verbindingen heeft plaatsgevonden in 2015. Door meer kapitaalbreng is de waarde van de deelneming toegenomen. De lichte groei van de overige financiële vaste activa wordt onder meer verklaard door de groei van de uitstaande leningen van de toegelaten instelling aan de verbindingen. De vlottende activa daalden doordat de rekeningcourant positie sterker daalde dan de liquide middelen stegen. De stijging van de liquide middelen naar € 3,4 miljard hangt samen met de bufferposities die corporaties moeten aanhouden om het effect van verdergaande rentedalingen op de derivatenportefeuille te kunnen opvangen.

#### 2.1.4 Sterke daling schulden en voorzieningen

In 2015 heeft zich een sterke daling voorgedaan in de schulden (en voorzieningen). In de volkshuisvestelijke balans is deze iets minder groot dan in de marktwaardebalans. Dit wordt veroorzaakt door het feit dat de langlopende schulden in de VHV balans worden gewaardeerd tegen rentabiliteitswaarde en de disconteringsfactor is verlaagd van 5,25% naar 5,0%. Dit negatieve effect wordt deels nog geneutraliseerd door de voortgaande rentedaling op de leningportefeuille. De schuldontwikkeling is de resultante van de operationele kasstroom en de (des)investeringskasstroom. In het eerste hoofdstuk is uiteengezet dat de operationele kasstroom een sterke groei heeft doorgemaakt en dat per saldo de (des)investeringskasstroom slechts een beperkte financieringsbehoefte heeft gegenereerd. Deze kon uit de operationele kasstroom worden voldaan. De langlopende schulden in de marktbalans zijn in beginsel gewaardeerd tegen de nominale waarde. Alleen de zogenaamde agio-leningen en de embedded derivaten zijn tegen marktwaarde gewaardeerd. De omvang van deze posten is niet wezenlijk veranderd in vergelijking met het voorgaande jaar (2015: € 1,65 miljard en in 2014 € 1,70 miljard). De terugloop van de voorzieningen is een weerslag van de terugloop van de projectactiviteiten en de verbetering van de rentabiliteit van de projecten. Ook de afbouw van de voorzieningen bij verbindingen mede door de gepleegde kapitaalinjecties dragen hieraan bij. De waarde van de verplichting bij verkoop onder voorwaarden is licht toegenomen, ondanks een beperkte daling van het aantal VOV-woningen. Hier staat tegenover dat de waarde van het recht beperkt hoger is dan deze schuldpositie.

Tabel 22 Voorzieningen en schulden (x 1 € miljard)

	Volkshuisvestelijke balans		Marktwaarde balans	
	2014	2015	2014	2015
<b>Voorzieningen</b>	<b>2,42</b>	<b>1,98</b>	<b>2,42</b>	<b>1,98</b>
<b>Langlopende schulden</b>	<b>86,55</b>	<b>85,07</b>	<b>94,49</b>	<b>92,45</b>
Leningen overheid en kredietinstellingen	79,97	78,37	88,20	84,08
Overige schulden en waarborgsommen	0,28	0,39	-	2,06
Verplichtingen voor onroerende zaken vov	6,30	6,31	6,30	6,31
<b>Kortlopende schulden</b>	<b>5,87</b>	<b>4,86</b>	<b>5,87</b>	<b>4,86</b>

De rentabiliteitswaardecorrectie is, als gevolg van de verlaging van de disconteringsfactor, licht gedaald. De rentabiliteitswaarde is met name gedaald door de afname van de nominale schuld. De marktwaarde van de leningen (niet in bovenstaande balansweergave verwerkt) is, vergeleken met de positie van een jaar daarvoor, sterk gedaald. Ook hier heeft de teruggang van de nominale positie effect evenals de vernieuwingen in de leningenportefeuille (herfinanciering, renteherziening en de terugloop van de looptijd van bestaande leningcontracten). Daarnaast is de rente waarmee de marktwaarde moet worden bepaald van invloed.

Tabel 23 Overzicht waardering langlopende schulden overheid en kredietinstellingen, incl deel dat onder kortlopend is opgenomen (x € 1 miljard)

	2012	2013	2014	2015	Mutatie
Nominale waarde	88,30	88,90	87,40	84,5	-2,90
Rentabiliteitswaarde	82,70	83,00	81,40	78,8	-2,60
Rentabiliteitswaardecorrectie	-5,60	-5,90	-6,00	-5,7	0,30
Marktwaarde	107,10	99,40	117,70	109,9	-7,80
Verschil tussen marktwaarde en nominale waarde	18,80	10,50	30,30	25,4	-4,90

De bovenstaande schuldwaarden afgezet tegenover de vastgoedwaarden geven een beeld van de onderscheiden LTV's op. De trend van de afgelopen jaren zet zich sterk door. De onderscheiden LTV's dalen allemaal substantieel. De dekkingsratio voor de nominale schuld versus de marktwaarde in verhuurde staat kent een norm van 70%. Daar blijft de sector gemiddeld 33,6% onder. Verhoudingsgewijs de helft van de norm ongeveer, hetgeen vergelijkbaar is bij de oude norm (50%) die op de leegwaarde is gebaseerd. De marktwaarde van de schuld versus de marktwaarde van het vastgoed geeft een percentage van 47,0.

Tabel 24 Loan to value (in %)

	2011	2012	2013	2014	2015
Nominale waarde langlopende schulden/Leegwaarde	24,40	26,30	27,20	26,90	25,40
Nominale waarde langlopende schulden/marktwaarde	35,10	40,30	40,00	39,00	36,40
Rentabiliteitswaarde langlopende schulden/Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde	75,10	76,00	67,60	66,90	64,00

#### *Eigen vermogen en solvabiliteit blijven gestaag toenemen*

De resultante van de ontwikkelingen met betrekking tot de bezittingen en de schulden van de corporaties komt tot uitdrukking in het eigen vermogen en de solvabiliteit. De trend van de afgelopen jaren heeft zich doorgezet. Het buffervermogen van de sector is sterk toegenomen en ligt ruim boven gestelde sectornorm. Op basis van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde geldt een norm van 25%. De ontwikkeling van het risicoprofiel van de sector zoals dat tot uitdrukking komt in de value at risk beoordeling die de AW hanteert, laat zien dat deze tamelijk stabiel blijft. Door de temporisering in het activiteitenprogramma en de teruggang in de commerciële activiteiten daalt het risicoprofiel licht. De norm voor de solvabiliteit op marktwaarde is nog niet gesteld. Aangezien de verdere uitwerking van het begrip volkshuisvestelijke bestemming onderwerp is van overleg tussen BZK, WSW en AW, is er nog geen sectorale norm gesteld. De corporaties moeten in de scheidingsplannen en de verantwoording over het verslagjaar 2016 de volkshuisvestelijke bestemming bepalen, als deel van het eigen vermogen. In het beoordelingskader scheiding DAEB/niet-DAEB uit mei 2016 is beschreven hoe hierbij te werk moet worden gegaan. De AW heeft deze uitwerking toegepast op de cijfers 2015. Hieruit komt naar voren is dat de publieke taakvervulling door corporaties leidt tot € 61,8 miljard aan allocatie van het eigen vermogen op marktwaarde. Dit bedrag is bepaald door voor het DAEB-bezit de marktwaardering te herrekenen op basis van het scenario doorexplotatie en hierbij in plaats van markthuren te rekenen met de beleidshuur van de betreffende corporatie. Andere instellingen blijven hierbij gelijk, zoals: disconteringsfactor, normen voor onderhoud en beheer en de eindwaardebenadering. Met andere woorden als corporaties staan voor de continuering van de publieke taak zoals ze beleidsmatig hebben uitgewerkt, dan is dit deel van het eigen vermogen niet inzetbaar als buffer voor de opvang van risico's dan wel voor de inzet op meer activiteiten.

De omvang van dit bedrag onderstreept het belang dat de DAEB-woningen bij en na toewijzing bewoond worden door huurders die tot de doelgroep van beleid horen. De toewijzingsresultaten in het kader van de toets of de compensatie (staatsteun) wel wordt aangewend om de juiste huishoudens te huisvesten, maken duidelijk dat de sector goed in staat is de woningen aan de goede doelgroep toe te wijzen. Van alle toewijzingen is 96,3% aan huishoudens uit de doelgroep voor staatsteun met een inkomen tot € 34.911 (prijspeil 2015). Dit maakt ook duidelijk dat de corporatiesector geen overmaat aan DAEB-woningen heeft. De woningen zijn verhuurbaar zonder dat er veel aan andere groepen wordt toegewezen.

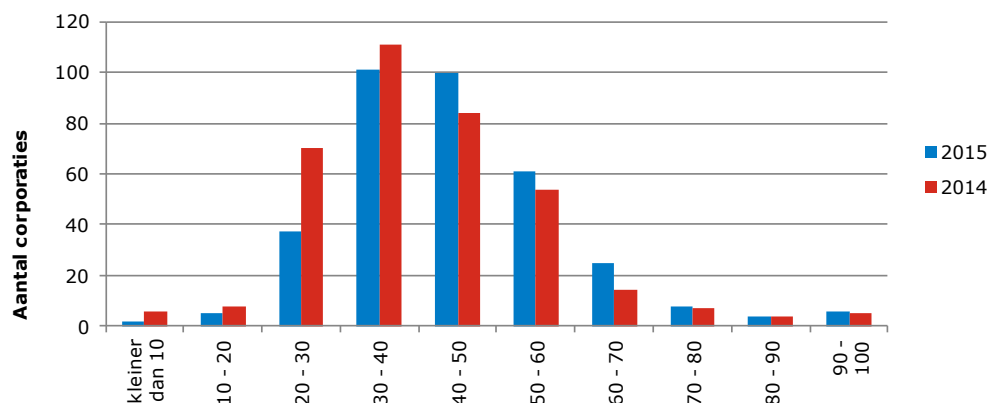
Ook de cijfers in het kader van het zogenaamde passend toewijzen zijn in dit verband van belang. Volgens deze regeling moeten corporaties huurders uit de doelgroep voor huurtoeslag niet te dure huurwoningen aanbieden. De betaalbaarheid en een doelmatig gebruik van de regeling huurtoeslag zijn hierbij belangrijke doelstellingen. De 95%-norm die in verslagjaar 2016 gaat gelden voor passend toewijzen is in 2015 nog niet gehaald. Wel waren er in 2015 al meer passende toewijzingen aan huishoudens uit de huurtoeslagdoelgroep dan in 2014 (73% versus 68%; zie verder hoofdstuk 1). Op het vraagstuk van het tijdens de bewoning ontstaan van 'scheef wonen' (te goedkoop) wordt hier niet ingegaan.

Tabel 25 Eigen vermogen (x 1 € miljard)

	VHV balans		Marktwaaarde balans	
	2014	2015	2014	2015
Volkshuisvestelijke bestemming eigen vermogen				61,8
Eigen vermogen vrij van VHV-bestemming				92,7
Eigen vermogen	46,6	51,9	141,6	154,6

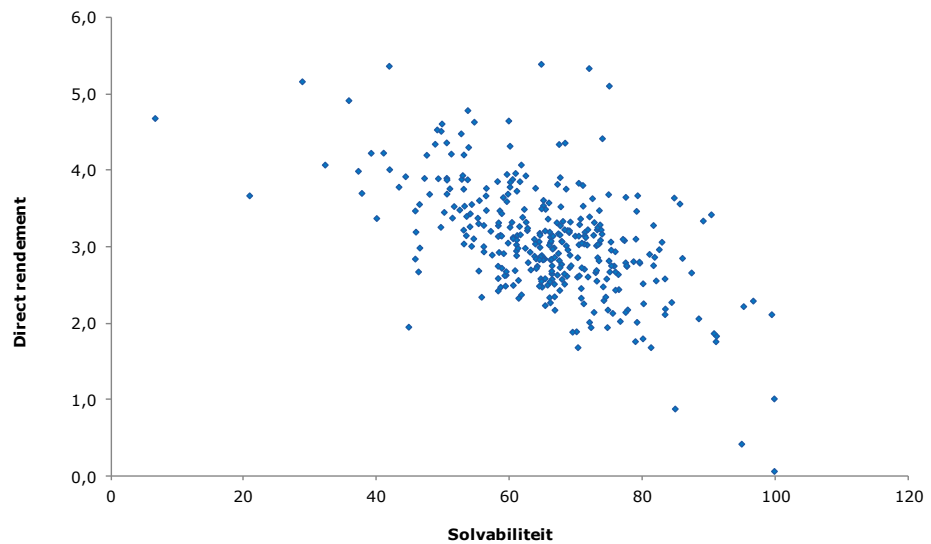
Het overgrote deel van de corporaties (299) heeft een solvabiliteit op basis van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde die ligt tussen de 20% en de 60%. Vijf tussen de 10% en de 20% en twee onder de 10%. Boven de 60% zijn er 43 corporaties. Van de zeven corporaties onder de 20% staan er vier onder verscherpt toezicht of zijn in sanering.

Figuur 15 Spreiding volkshuisvestelijke solvabiliteit



De solvabiliteit op basis van marktwaarde in verhuurde staat ligt (logisch) aanzienlijk hoger (figuur 16). Slechts 2 corporaties hebben een solvabiliteit die lager ligt dan 20%, 7 met een solvabiliteit onder de 40%, 86 tussen de 40% en de 60%, 216 tussen de 60% en de 80% en 38 die boven de 80% uitkomen.

Figuur 16 Relatie tussen direct rendement en solvabiliteit obv marktwaarde



De relatie tussen de solvabiliteit op basis van marktvermogen en het direct rendement op marktwaarde laat een duidelijk patroon zien. Corporaties met relatief een laag direct rendement hebben veelal een hogere solvabiliteit. Deze situatie wordt verklaard vanuit het gegeven dat de vastgoedexploitatiekasstroom bij corporaties niet heel sterk differentieert. Immers corporaties moeten voor hun DAEB-woningen voldoen aan het passend toewijzen en straks ook aan het huursombeleid. De woningmarktpositie heeft dus op de vastgoedexploitatiekasstroom niet veel invloed. Tegelijk beïnvloedt het wel de marktwaarde. Het verschil tussen de marktconforme vastgoedexploitatiekasstromen en de beleidsvastgoedexploitatiekasstromen is in sterke gebieden veel groter. Dit betekent dat de volkshuisvestelijke bestemming in sterke woningmarktgebieden aanzienlijk hoger zal zijn dan in zwakke woningmarktgebieden. Zonder rekening te houden met deze bestemming zou een solvabiliteitsnorm sterk moeten differentiëren. Rekening houdend met deze bestemming kan de solvabiliteitsnorm generiek zijn. Het direct rendement leert ook dat bij corporaties met een zwakke financiële positie de vastgoedexploitatie veelal niet de verklarende factor is voor de zwakke positie. Deze differentieert niet in vergelijking met corporaties met een gezonde balans. Sterke verliezen in de projectontwikkeling (grondposities, koop, maar ook te dure nieuwbouw huur) of verliezen met derivaten zijn veelal de verklaring. Dit betekent ook dat de oplossing maar in beperkte mate kan komen vanuit de reguliere exploitatie.

In dit verband speelt de marktwaarde van de leningportefeuille een belangrijke rol. De marktwaarde van het vastgoed is rekening houdend met een continuering van het beleid niet realiseerbaar op termijn, maar ook niet in een grote transactie. Immers als de woningen een DAEB-label hebben en ze onderdeel uitmaken van de DAEB-voorraad waar prestatie-afspraken over zijn gemaakt dan ligt liquidatie op grote schaal niet voor de hand. Hiermee zou er direct op lokaal/regionaal een tekort aan DAEB-woningen worden gecreëerd waar de andere corporaties dan in het kader van de lokale/regionale opgave op worden aangesproken. Het betrekken van de volkshuisvestelijke bestemming in dit verband creëert een positie waarmee overname mogelijk is zonder dat hiermede de publieke taakvervulling direct in het gedrang komt. De marktwaarde van een lening kent geen relatie met de publieke taakvervulling en is ook nog eens veel makkelijker te verhandelen dan een omvangrijke vastgoedportefeuille. De marktwaarde van de lening geeft een reëel beeld van de prijs die hiermee is gemoeid. Met andere woorden in geval van

financiële discontinuïteit is de realisatie van de marktwaarde van het bezit sterk afhankelijk van de mate waarin er op regionaal niveau een redelijke match bestaat tussen de gewenste en de feitelijke omvang van de DAEB-voorraad. Dit laat onverlet dat er corporaties kunnen zijn die bereid zijn in geval van discontinuïteitsproblemen bij collega's leningen tegen minder dan de marktwaarde over te nemen en vastgoed tegen de marktwaarde. De combinatie van en waardering tegen marktwaarde van het vastgoed en de leningen, en de volkshuisvestelijke bestemming is een goede indicator voor mogelijke financiële knelpunten, voor zover deze niet al uit andere indicatoren naar voren zijn gekomen.

Vanuit dit belang is onderstaande opstelling van de vermogenspositie van de sector opgesteld. Hierin is zichtbaar wat zowel de volkshuisvestelijke bestemming doet alsook wat het effect is van de marktwaarde van de leningportefeuille op de vermogenspositie. Zichtbaar wordt dat de invloed van de volkshuisvestelijke bestemming op sectorniveau zeer groot is. Ook de marktwaarde van de lening heeft veel effect. De spreiding tussen corporaties met betrekking tot de volkshuisvestelijke bestemming correleert met de sterkte van het woningmarktgebied. De spreiding in de mate waarin de marktwaarde van de lening afwijkt van de nominale som heeft geen relatie met een woningmarktpositie. De opbouw en de omvang van deze portefeuille inclusief eventuele derivaten is hierbij de bepalende factor. Deze twee aspecten (volkshuisvestelijke bestemming en marktwaarde lening) kunnen tot een sterke verandering van het financieel beeld leiden zoals deze naar voren komt uit de marktbalans zonder duiding van de volkshuisvestelijke bestemming en de marktwaarde van de lening. Op corporatieniveau is onderstaande sectoropstelling ook zeer relevant. Op sectorniveau wordt een daling zichtbaar van de solvabiliteit, als deze elementen worden meegenomen, van 24,6%. Op individueel niveau kan er een forsere spreiding zijn in deze correctie.

Tabel 26 marktwaarde balans (x € 1 miljard)

Passiva	Leningen	Leningen tegen
	nominaal	marktwaarde
	2015	2015
Volkshuisvestelijke bestemming eigen vermogen	61,8	61,8
Eigen vermogen vrij van volkshuisvestelijke bestemming	92,7	69,7
Eigen vermogen	154,6	131,5
Voorzieningen	2,0	2,0
Langlopende schulden	92,5	115,5
Leningen overheid en kredietinstellingen	84,1	108,8
Overige schulden en waarborgsommen	2,1	0,4
VOV	6,3	6,3
Kortlopende schulden	4,9	4,9
<b>TOTAAL PASSIVA</b>	<b>253,9</b>	<b>253,9</b>
Solvabiliteit	60,9%	51,8%
Solvabiliteit excl. vhv-bestemming	48,3%	36,3%

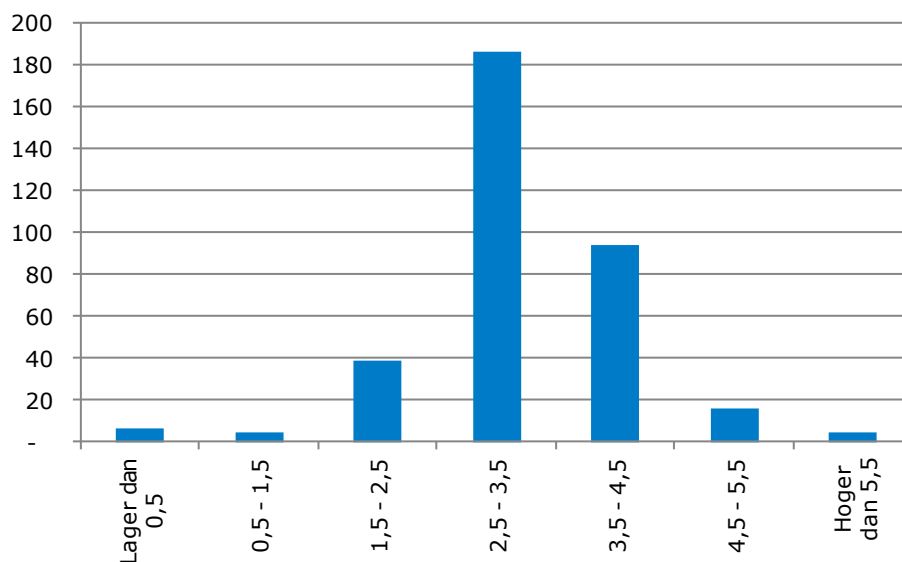
### 2.1.5 Direct rendement op marktwaarde en eigen vermogen

Het direct rendement maakt inzichtelijk hoe de kasstromen zich verhouden tot een waarderingsgrondslag. Zoals eerder uiteengezet leidt het niet marktconform handelen in de vastgoedexploitatie van het DAEB-bezit tot een relatief laag direct rendement uitgaande van de waarderingsgrondslag marktwaarde in verhuurde staat (zie 1.2.2). De compensatie (staatsteun) die vanuit de financiering wordt verkregen kan hierbij normatief worden betrokken. De aldus tot stand gekomen direct

rendementen kunnen worden gelegd naast de rendementen die in de marktsector gewoon zijn. Voor het rendement op niet-DAEB-vastgoed speelt niet dat er vanwege de publieke taakopdracht een reden is om op voorhand af te zien van marktmogelijkheden. Een vergelijking tussen het rendement in DAEB, niet-DAEB en in de commerciële markt maakt inzichtelijk dat er duidelijke verschillen zijn.

Het direct rendement in DAEB laat zien dat het overgrote deel van de corporaties inclusief de compensatie uitkomt op percentages tussen de 2,5% en de 4,5%. Het effect van de compensatie is gemiddeld 0,27%. Deze 0,27% komt overeen met € 587 miljoen aan compensatie in 2015. Circa 20 corporaties hebben op grond van de kasstromen (formele toets vindt uiteindelijk plaats op basis van baten en lasten) een direct rendement dat gelijk of hoger is dan het rendement in de markt voor woningen (IPD). In de toets op overcompensatie zijn echter nog twee toetsen opgenomen alvorens echt kan worden vastgesteld of er sprake is van overcompensatie. Het indirect rendement en eventuele onrendabele investeringen kunnen hierbij worden betrokken. In dit verband gaat het alleen om de signalering dat het direct rendement DAEB bij 5,7% van de corporaties (met 4,9% van het bezit) vergelijkbaar of hoger is dan het marktgemiddelde.

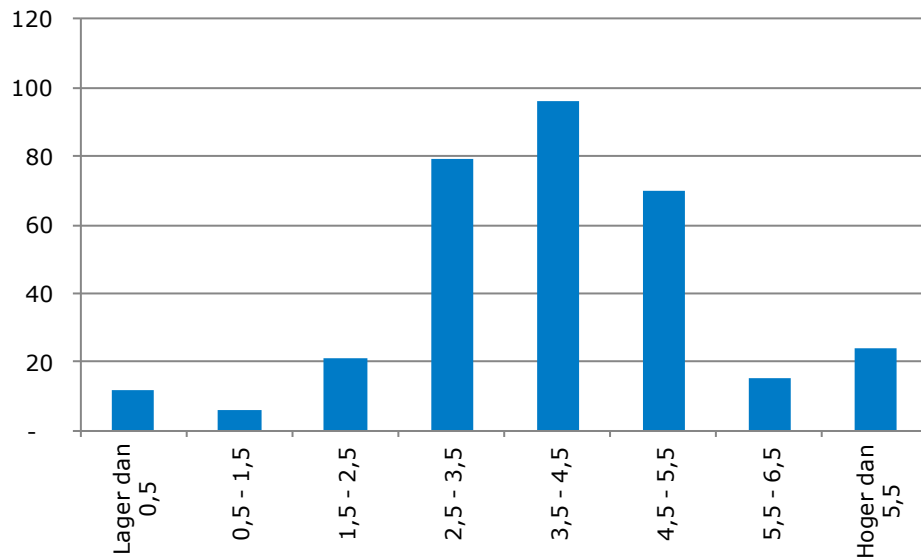
Figuur 17 Spreiding direct rendement (%) op DAEB-vastgoed inclusief compensatie



Het direct rendement op niet-DAEB-vastgoed ligt duidelijk hoger dan bij DAEB. Gemiddeld 3,9% versus 3,0% bij DAEB (exclusief compensatie). 33,7% van de corporaties komen uit op een rendement dat gelijk of hoger is dan de markt (29,3% van het aantal eenheden).



Figuur 18 Spreiding direct rendement (%) op niet-DAEB-vastgoed inclusief compensatie



Het direct rendement op het marktvermogen laat zien of op basis van de kasstromen het maatschappelijk gebonden vermogen wordt beschermd tegen uitholling, los van de effecten van de waardeontwikkeling en de onrendabele investeringen. Gemiddeld voor de sector komt het direct rendement op het maatschappelijk gebonden vermogen uit op 2,5%. Ondanks het aanzienlijk grotere volume aan vastgoed waarde met een gemiddelde (DAEB en niet-DAEB samen) van 3,05% direct rendement ontstaat er toch een negatieve hefboomwerking. Het gemiddelde rentepercentage op de schulden bedroeg in 2015 3,9%. Door het verschil in volumes vindt er demping plaats voor de negatieve hefboomwerking.

De ontwikkeling naar een lagere reële rente zoals in de meerjarenverkenning wordt uitgewerkt heeft ook gevolgen voor de kostprijs van sociale huurwoningen. Uitgaande van structureel 2% reële rente, 0% reële huurtoeslag en een 0,5 reële stijging van onderhoud en beheer ontstaat bij circa € 600 euro huur een 'waarde' waarbij de cashflow uitgaande van 100% vreemde financiering bij een investering van € 150.000 beperkt negatief is. De mate waarin is mede afhankelijk van de modaliteit van de lening: fixe, annuïtair of lineair, en het al dan niet aflossen op de grondwaarde. De marktwaarde minus de volkshuisvestelijke bestemming zal ook gaan tenderen naar een niveau waarbij het negatieve verschil met de investering (stichtingskosten van een DAEB-woning) kleiner wordt.

#### 2.1.6 Invloed overheidsarrangementen op de sector

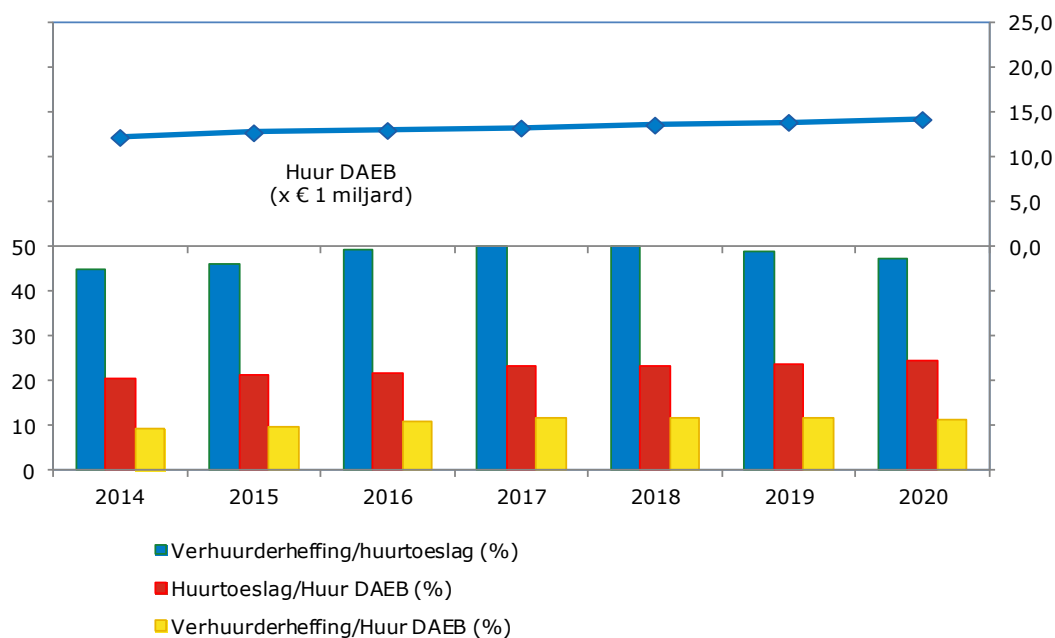
De corporatiesector is sterk verbonden met verschillende overheidsarrangementen (hierbij reguliere belastingen als vpb en BTW buiten beschouwing latend). Binnen de kaders van het huurbeleid van de minister hebben de corporaties in 2015 € 12,8 miljard aan DAEB-huur voor zelfstandige woningen gerealiseerd. De regeling huurtoeslag is hierbij een belangrijke vraagondersteunende voorziening. De huurtoeslag omvat bijna 21,4% van de huur. De verhuurderheffing die corporaties in 2015 hebben betaald komt overeen met 46,3% van de huurtoeslaguitgaven. De verhuurderheffing als percentage van de huur komt uit op 9,9% (ruim 1 maand huur). De compensatie op basis van de voordelen uit de geborgde financiering bedraagt in 2015 € 587 miljoen, ofwel 47% van de verhuurderheffing. Per saldo als de verschillende componenten met elkaar worden gesaldeerd (generiek regeling huurtoeslag, meer specifieke regeling verhuurderheffing en de staatsteun) krijgt de

corporatiesector circa € 2 miljard ondersteuning (16,1% van de huur). De onderstaande grafiek laat zien dat zowel de verhuurderheffing als de huurtoeslag-uitgaven de komende jaren nog fors blijven doorstijgen. Sneller dan de huurstijging waardoor het belang van de huurtoeslag en de verhuurderheffing als percentage van de huur blijft toenemen. De verhouding tussen verhuurderheffing en de huurtoeslag tendeert naar 50% en neemt in de laatste jaren licht af.

Tabel 27 De vierhoek: DAEB-huur (zelfstandig), huurtoeslag, verhuurderheffing en compensatie (x € 1 miljard)

	2015
Huur(beleid)	12,8
Huurtoeslag	2,7
Verhuurderheffing	1,3
Compensatie	0,6

Figuur 19 Ontwikkeling van de relatie tussen huurtoeslag, verhuurderheffing, en huren van zelfstandige DAEB-woningen (x € 1 miljard)



## 3 Woningmarktregio's en regionale corporatiesector

### 3.1 Inleiding

Met de recente goedkeuring van nieuwe woningmarktregio's wordt de regionale dimensie belangrijker voor de corporatiesector. Elke niet-categorale corporatie heeft voortaan een woningmarktregio als kerngebied en mag daarmee 'feitelijk werkzaam' zijn in alle gemeenten binnen dit kerngebied. De corporatie mag dus voortaan in alle gemeenten van zijn kerngebied investeren in vastgoed alsmede vastgoed exploiteren. Buiten het kerngebied mag de corporatie zijn huidige bezit blijven exploiteren maar niet meer investeren in nieuwbouw of aankoop. Alleen met vooraf verkregen ministeriële ontheffing is dit wel toegestaan, of in geval van sloop met vervangende nieuwbouw. Categorale corporaties (studentenhuisvesters en ouderenhuisvesters) hebben geen kerngebied en kunnen actief blijven in alle gemeenten waar ze zijn toegelaten.

Deze regionalisering betekent tevens dat voortaan alle gemeenten uit het kerngebied van een corporatie deze corporatie mogen uitnodigen om te bespreken of deze kan bijdragen aan het volkshuisvestelijke beleid van de gemeente. Volgens de woningwet (art. 42) draagt een corporatie naar redelijkheid bij aan de uitvoering van het volkshuisvestingsbeleid in de gemeenten waar zij feitelijk werkzaam is. Indien gemeenten en corporaties er onderling niet uitkomen kunnen zij geschillen voorleggen aan de minister.

Deze regionalisering is reden om hier een aantal aspecten van de corporatiesector binnen de nieuwe woningmarktregio's onder de loep te nemen.

#### **Box Woningmarktregio's**

Eind augustus 2016 heeft de minister in totaal 19 woningmarktregio's goed gekeurd. In de brief die de minister op 25 augustus 2016 aan de corporaties stuurde, legt hij uit dat de woningmarktregio's geografische grenzen stellen voor het werkgebied van de corporaties. En dat gemeenten, corporaties en huurders binnen deze grenzen zelf kunnen bepalen welke schaal zij passend vinden voor afstemming, overleg en het sluiten van prestatieafspraken. Het is dus niet verplicht dat alle gemeenten en corporaties met elkaar overleggen. Wel hebben de gemeenten in hun eerdere voorstel voor de regio-indeling aannemelijk moeten maken, dat zij allen liggen in een gebied dat vanuit het oogpunt van het functioneren van de woningmarkt als een geheel te beschouwen is.

Het totaal aantal corporatiewoonegelegenheden in de regio's varieert. Het overgrote deel van de woonegelegenheden in bijna elke regio is eigendom van een corporatie voor wie de regio ook het kerngebied is. Amersfoort/Noord-Veluwe/Zeevolde is een uitzondering. Bijna de helft van de woonegelegenheden is van corporaties uit andere kernregio's.

Tabel 28 Woongelegenheden van corporaties naar regio

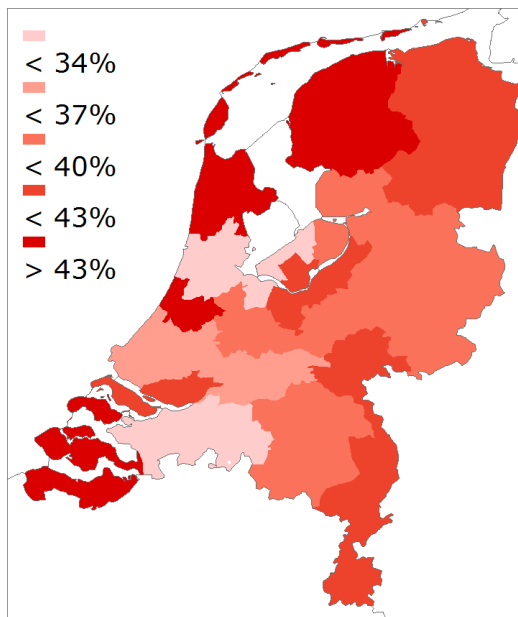
	Woongelegenheden		% van corporatie met andere kernregio
	Niet-DAEB (aantal)	DAEB (aantal)	
Amersfoort/Noord-Veluwe/Zeewolde	1.953	56.400	48%
Arnhem/Nijmegen	3.552	111.062	17%
Drechtsteden/Hoeksche Waard/Goeree Overflakkee	1.161	54.175	12%
Food Valley	799	36.043	1%
Friesland	798	84.856	4%
Groningen/Drenthe	1.941	144.849	2%
Haaglanden/Midden-Holland/Rotterdam	16.777	419.086	1%
Holland Rijnland	2.676	67.201	13%
Limburg	3.790	141.892	1%
Metropoolregio Amsterdam	20.107	383.492	4%
Metropoolregio Eindhoven	2.678	96.737	2%
Noord-Holland Noord	1.479	73.970	4%
Noordoost Brabant	1.775	75.714	0%
Oost-Nederland	3.151	106.856	2%
U16	3.413	117.410	1%
West-Brabant/Hart van Brabant	4.972	136.823	1%
Woongaad	1.086	49.729	2%
Zeeland	840	40.156	1%
Zwolle/Stedendriehoek	1.893	116.057	7%
<b>Nederland (incl. BES-eilanden)</b>	<b>74.841</b>	<b>2.312.528</b>	<b>5%</b>

### 3.2 Solvabiliteit, risicobuffer en vrije ruimte

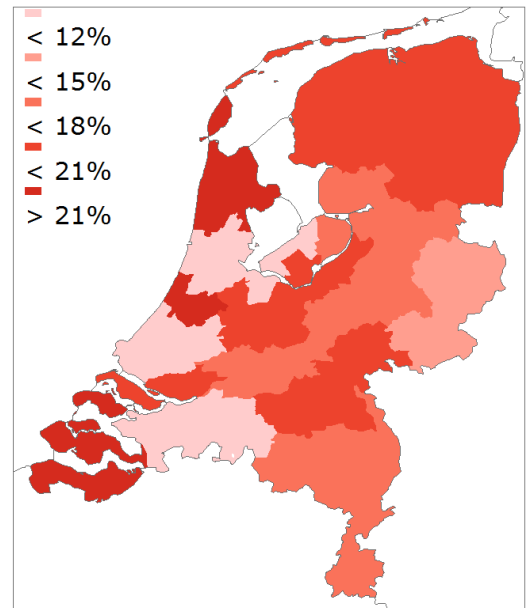
#### *Grote variatie tussen regio's*

De vrije ruimte die beschikbaar is voor het aangaan van nieuwe investeringen en/of matigen van huurstijgingen verschilt sterk tussen regio's. Bij waardering van het bezit tegen volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is deze vrije ruimte gelijk aan het verschil tussen het volkshuisvestelijke vermogen en de minimaal vereiste buffer voor risico's die op de corporaties afkomen. Gemiddeld voor Nederland gemiddeld is er ultimo 2015 13,9% vrije ruimte. Op basis van de informatie die voor individuele corporaties beschikbaar is, is voor elk van de woningmarktregio's berekend hoe de regionale corporatiesector ervoor staat. Figuren 20 en 21 tonen de solvabiliteit en vrije ruimte in de verschillende regio's.

Figuur 20 Solvabiliteit



Figuur 21 Vrije ruimte als % van balanstotaal



Ultimo 2015 is de vrije ruimte in drie regio's lager dan voor Nederland gemiddeld. Het betreft West-Brabant/Hart van Brabant, Haaglanden/Midden-Holland/Rotterdam en Metropoolregio Amsterdam. Voor de twee eerste regio's is de weergegeven vrije ruimte daarbij al gecorrigeerd voor de invloed van de lage solvabiliteit van WSG en Vestia. Deze correctie is doorgevoerd omdat via de solidariteit in het stelsel problemen rond saneringscorporaties door de hele sector worden gedragen.

Alle andere regio's hebben relatief meer vrije ruimte dan Nederland gemiddeld. De meeste vrije ruimte is er in Zeeland, Holland Rijnland en Noord-Holland Noord.

Indien deze cijfers worden gecorrigeerd voor het gegeven dat een deel van het vastgoed in de regio's eigendom is van corporaties uit een andere kernregio, dan zou ook regio Amersfoort/Noord-Veluwe/Zeevolde minder vrije ruimte hebben dan de corporatiesector in Nederland gemiddeld heeft. Het gegeven dat bijna de helft van alle woningen hier eigendom is van corporaties die actief zijn in een ander kerngebied hebben, drukt de investeringsruimte aanzienlijk. Bij andere regio's speelt dit veel minder.

#### *Volstaat de regionaal beschikbare vrije ruimte?*

De belangrijkste vraag voor elke regio is of de vrije ruimte bij de corporatiesector in de regio ook voldoende is om dat te doen wat nodig is voor een duurzame, toekomstbestendige sociale huurwoningmarkt in de regio. Het is aan de partijen die betrokken zijn bij het opstellen en sluiten van lokale prestatieafspraken (corporaties, gemeenten en huurdersorganisaties) om dit vast te stellen. Het is belangrijk dat er bij het opstellen van deze lokale prestatieafspraken ook op regionaal niveau is afgestemd waar welk deel van de regionale opgave zal worden gerealiseerd. Zonder deze afstemming is er een groot risico dat de gemeenten en corporaties binnen een regio samen meer plannen ontwikkelen dan vereist voor de regionale opgave. Dat leidt tot verlies van maatschappelijk gebonden vermogen uit de corporatiesector.

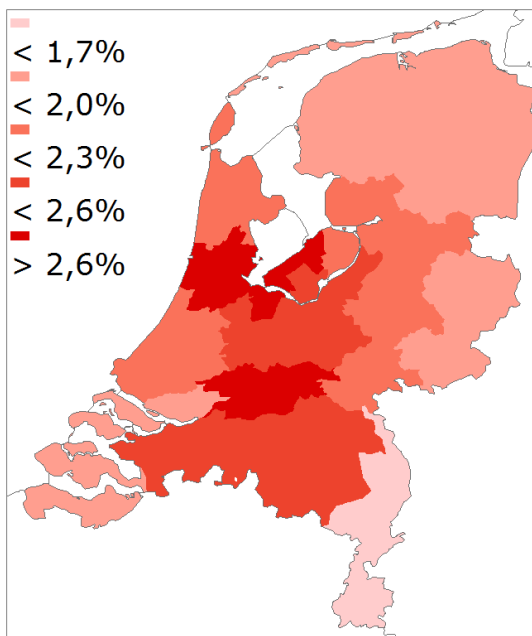
### 3.3 Effecten van een eventuele verhoging van de verhuurderheffing

Bij de aanbidding van de Evaluatie Verhuurderheffing<sup>17</sup> attendeerde de minister op de mogelijkheid om via wetwijziging het tarief van de verhuurderheffing in 2018 zodanig te verhogen dat de totale opbrengst in 2018 gaat uitkomen op de € 2,06 miljard die in het Regeerakkoord van kabinet Rutte II werd genoemd als beoogde opbrengst. In vergelijking met de € 1,7 miljard verhuurderheffing die in 2017 wordt beoogd, is dit een stijging waarvan duidelijke effecten te verwachten zijn. Beide bedragen betreffen overigens de totale opbrengst van de verhuurderheffing. In de periode 2013-2015 betaalde de corporatiesector zo'n 90% van de totale opbrengst.

Indien deze verhoging in 2018 zou doorgaan, dan daalt de vrije ruimte van de corporatiesector met gemiddeld 2,3 procentpunt. Limburg ondervindt de minste daling (1,7 procentpunt) en Metropoolregio Amsterdam de meeste (2,8 procentpunt). De variatie tussen de regio's hangt samen met verschillen in de WOZ-waarden van de DAEB-woningen en de resterende levensduur van het bezit.

Mede afhankelijk van het (nog onbekende) antwoord op de vraag of de vrije ruimte in de regio's wel of niet voldoende is om tegemoet te komen aan de regionale opgave, zal deze aantasting van deze vrije ruimte spanningen kunnen veroorzaken.

*Figuur 22 Afname van de vrije ruimte bij verhoging van de verhuurderheffing vanaf 2018 conform Regeerakkoord Rutte II*



### 3.4 Huur en WOZ-waarde van DAEB-woningen

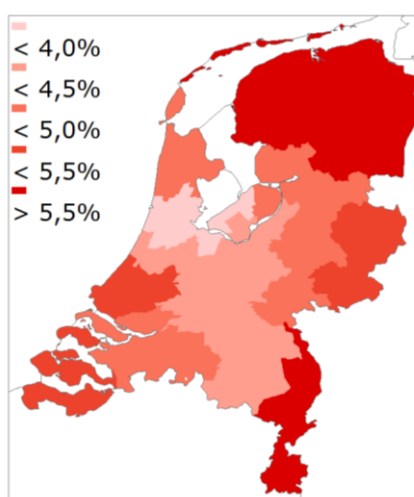
#### *Verhouding tussen de gemiddelde jaarhuur en WOZ-waarde*

De verhouding tussen de jaarhuur en de WOZ-waarde van een gemiddelde DAEB-woningen in een regio is een indicator voor de mate waarin huurders vanuit de sociale huursector in een regio wel of niet kunnen doorstromen naar de koopsector. Hoe lager deze verhouding, hoe moeilijker dit is. Het geeft een indirect beeld van de volkshuisvestelijke context waar de corporaties in de regio mee te maken hebben.

<sup>17</sup> Brief aan de Tweede Kamer d.d. 20 juni 2016.

In Metropoolregio Amsterdam blijkt de doorstroming naar de koopsector financieel het meest onaantrekkelijk voor huurders. De gemiddelde huur van een DAEB-woning bedraagt op jaarbasis nog geen 4% van de WOZ-waarde (figuur 23). In de meer perifere regio's kan een overstap financieel juist aantrekkelijk zijn. De verschillen tussen de regio's worden vooral veroorzaakt doordat de gemiddelde WOZ-waarde van een DAEB-woning sterk varieert, van € 102.000 in Friesland tot € 165.000 in metropoolregio Amsterdam. De gemiddelde maandhuur varieert verhoudingsgewijs veel minder van € 471 per maand in Friesland tot € 530 in de Utrechtse regio U16 (figuur 25).

Figuur 23 DAEB-woningen: jaarhuur als percentage van WOZ-waarde



#### Exploitatierisico's

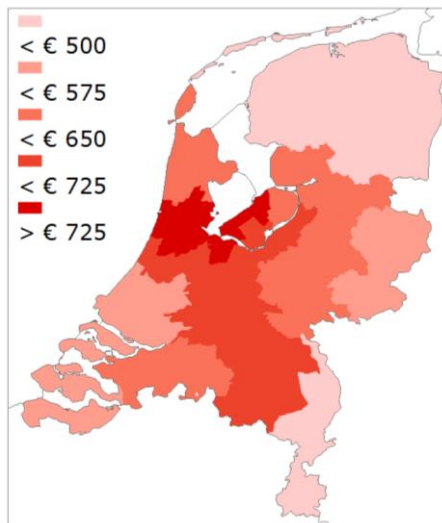
In woningmarktregio's waar de huur hoog is ten opzichte van de WOZ-waarde, hebben de corporaties een extra exploitatierisico. Voor veel huishoudens in deze regio's is de koopsector financieel gunstiger dan huren. De huidige lage hypotheekrentes versterken dat effect. Huishoudens die voldoende inkomen en inkomenszekerheid hebben én niet te oud zijn om nog in aanmerking te komen voor een hypotheek, kunnen kiezen voor doorstroming naar de koopsector. Dit exploitatierisico bestaat al langere tijd en is een gegeven waar corporaties in hun strategisch vastgoedbeleid rekening mee houden.

Tegen deze achtergrond valt te begrijpen dat de sociale huursector in regio's met een hoge huur-WOZ verhoudingen relatief vaak bewoond wordt door huurders die huurtoeslag ontvangen. Dit ondanks het feit dat de gemiddelde maandhuur in deze regio's lager is dan in de meeste andere. De huurtoeslag drukt hun netto huurlasten en is daarmee erg effectief in het verminderen van betaalbaarheidsrisico's van de huishoudens met een laag inkomen<sup>18</sup>. Het betekent tevens dat eventuele wijzigingen in de huurtoeslag in deze regio's relatief grote groepen huurders kunnen raken, alsmede de corporaties bij wie zij huren. Het is dan ook belangrijk dat er voorafgaand aan eventuele wijzigingen in de huurtoeslag wordt nagegaan wat de wijzigingen betekenen voor het exploitatierisico van corporaties.

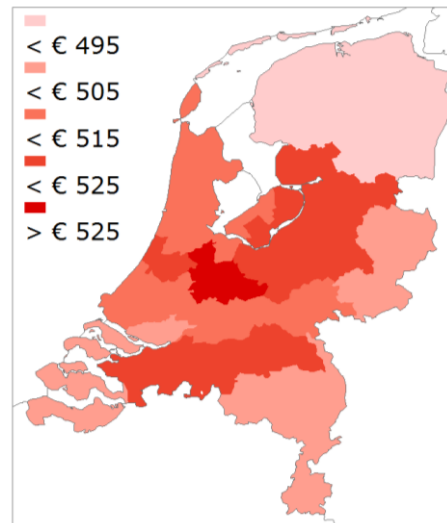
<sup>18</sup> De Groot, C, F. Daalhuizen, F. Schilder, J. Tennekes (2016) Betaalbaarheid van het wonen in de huursector; Verkenning van beleidsopties. PBL, Den Haag

DAEB-woningen:

Figuur 24 Gemiddelde verhuurderheffing



Figuur 25 Gemiddelde huur dec 2015 per regio



### 3.5 Afstemming tussen beleid inzake verhuurderheffing, wws-sytematiek, huursom en passend toewijzen kan beter

Er is de afgelopen jaren veel veranderd in het beleid voor de corporatiesector. Verbetering van de marktwerking is daarbij een doel evenals betaalbaarheid voor huurders en huurtoeslag. Door verschillende uitgangspunten is de samenhang tussen beleid inzake verhuurderheffing, WWS-sytematiek, huursom en passend toewijzen daarbij niet optimaal.

#### *Huren, huursombeleid, passend toewijzen en verhuurderheffing*

De gemiddelde huurprijs per maand voor een DAEB-woning varieert beperkt, namelijk van € 470 in Friesland tot € 530 in de Utrechtse regio U16. Deze beperkte variatie is het resultaat van een historische ontwikkeling en bepaalt daarnaast mede de betaalbaarheid van deze huurwoningen in het hele land. Het in 2016 ingevoerde beleid voor passend toewijzen en het huursombeleid dat in 2017 ingaat, ondersteunen deze betaalbaarheid. Indirect bevorderen zij bovendien dat er in de toekomst weinig zal veranderen aan de beperkte interregionale variatie in gemiddelde huurprijzen. Door het huursombeleid zal de stijging van de huursom immers voor elke corporatie uitkomen op hoogstens inflatie plus 1%. En voor de woningmarktregio's zal dit niet veel anders zijn. Veel corporaties zijn immers actief binnen één woningmarktregio en omgekeerd staat het overgrote deel van alle corporatiewoningen in de woningmarktregio die tevens het kerngebied is van de bezittende corporatie.

Het beleid inzake de verhuurderheffing hanteert een ander uitgangspunt, te weten de WOZ-waarde van de DAEB-woningen. De grote variatie in de gemiddelde regionale WOZ-waarde (van circa € 102.000 tot € 165.000 per DAEB-woning) komt daardoor terug in de hoogte van de verhuurderheffing.

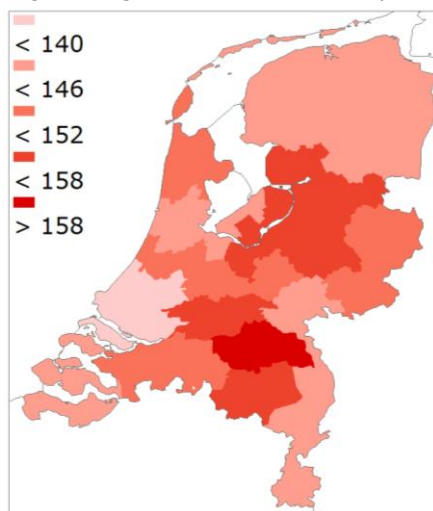
Het effect van deze verschillende beleidskeuzes is dat de corporatiesector in regio's waar de WOZ-waarden hoog zijn maar de huren gemiddeld of lager een lastennadeel ondervinden. Dit lastennadeel wordt groter naarmate het tarief voor de verhuurderheffing toeneemt en/of de WOZ-waarden in deze regio's sneller stijgen. Voor bijvoorbeeld corop-regio Groot-Amsterdam signaleert het CBS een forse stijging van de gemiddelde WOZ-waarde per woning tussen 2015 en 2016.



*Woningwaarderingstelsel en passend toewijzen*

Het puntensysteem van het woningwaarderingstelsel (WWS) geeft de kwaliteit van een huurwoning weer in punten<sup>19</sup>. Sinds de aanpassing van het WWS<sup>20</sup> eind 2015 wordt circa 25% van de punten bepaald door de WOZwaarde van de woning in combinatie met gemiddelde WOZ-waarde per m<sup>2</sup>. Deze opname van de WOZ-waarde in het WWS is daarbij landelijk neutraal doorgevoerd. Eind 2015 varieert het gemiddelde aantal WWS-punten per DAEB-woning tussen de regio's van 136 in Drechtsteden/Hoeksche Waard/Goeree Overflakkee tot 161 in Noordoost Noord-Brabant.

*Figuur 26 gemiddeld aantal WWS-punten per DAEB-woning*



Het aantal WWS-punten van een DAEB-woning is grensstellend voor de maximumhuur die voor de woning mag worden gevraagd. Beneden deze maximumgrens is geen specifieke relatie tussen prijs en kwaliteit vereist. De beleidsmaker veronderstelt echter wel dat er enige relatie is. Zo stelt de beleidsmaker in circulaire MG2015-04 (over de aanpassing van de WWS-systematiek) dat verhuurders de relatie tussen huurprijzen en WWS dienen te overleggen met hun huurdersverenigingen en bewonerscommissies. Evenzo is binnen het huursombeleid aangegeven dat de huurverhoging van afzonderlijke woningen op grond van hun prijskwaliteitverhouding mag variëren binnen een bandbreedte die ruimer is dan de maximumnorm van inflatie plus 1% voor de huursomstijging.

Dit idee van een relatie tussen de prijs en kwaliteit van woningen sluit niet naadloos aan op het beleid voor passend toewijzen dat betaalbaarheid voor de huurtoeslagdoelgroep vooropstelt en op 1 januari 2016 inging. Aan deze doelgroep dienen mogen bijna alleen (tenminste 95%) woningen worden toegewezen met een huur beneden de aftoppingsgrens. Samen met het gegeven dat 80% van alle huishoudens aan wie in 2015 een woning werd toegewezen tot de huurtoeslagdoelgroep hoorde, resulteert de beleidskeuze inzake passend toewijzen in een potentieel prijsnivellerend effect waarbij de WWS-punten van de toe te wijzen DAEB-woningen minder van belang zijn.

<sup>19</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurprijs-en-puntentelling>

<sup>20</sup> MG\_2015-04 Circulaire-aanpassing-wws-per-1-oktober-2015

## 4 Meerjarenverkenning

Met de meerjarenverkenning wordt onderzocht hoe de financiële positie van de sector zich in de toekomst kan ontwikkelen. Dit gebeurt stapsgewijs. Er wordt allereerst een basisscenario doorgerekend dat ervan uitgaat dat de corporaties het door hen voorgenomen beleid uitvoeren. Bij de doorrekening van dit basisscenario wordt ook inzichtelijk gemaakt wat het betekent voor de financiële positie van de corporatiesector indien de evenwichtsrente structureel lager is dan de evenwichtsrente die op grond van (lange termijn) historie wordt verondersteld in de sectorparameters. Doordat de rente al jaren achtereen laag is, houden economen namelijk rekening met het ontstaan van een nieuwe economische werkelijkheid waarin de rente langer laag blijft. Na het basisscenario volgt een gevoeligheidsanalyse. Hierin wordt onderzocht welke mogelijkheden er zijn voor de publieke taakvervulling van de sector indien wordt uitgegaan van deze nieuwe economische werkelijkheid. Tenslotte wordt in de separate verkenning DAEB-scheiding nog gezien welke effecten deze naderende scheiding tussen DAEB en niet-DAEB mogelijk kan hebben op de sector.

### 4.1 Basisscenario

De meerjarenverkenning start met een doorrekening<sup>21</sup> van een basisscenario dat aansluit bij het beleid dat de corporaties in de meerjarenbegroting over 2016-2020. Het basisscenario wordt vervolgens stapsgewijs geactualiseerd, zodat de invloed van nieuwe verwachtingen inzake inflatie en rente duidelijk worden. Hieronder volgt allereerst een beschrijving van het programma voor investeringen, verkopen en aannames voor uitgangspunten. Ook worden de actualisaties van de verwachtingen inzake inflatie en rente belicht. Vervolgens worden de uitkomsten van de financiële kengetallen op basis van kasstromen en vermogen gepresenteerd.

#### 4.1.1 (Des)investeringsprogramma

In de meerjarenbegroting is een investerings- en verkoopprogramma over 10 jaar (2016-2025) opgenomen. De periode over 2016-2020 sluit aan bij de opgave door corporaties in de meerjarenbegroting. In de periode 2021-2025 wordt de trend uit de eerste vijf jaar doorgetrokken.

Tabel 29 (Des)investeringsprogramma (aantallen woongelegenheden; alleen bij verbetering bedragen)

	Nieuw- bouw huur	Indivi- dueel	Verkopen Complex- gewijs	Sloop	Aan- koop	Koop	Verbetering (x € 1 miljard)	Saldo een- heden
2016-2020	99.500	-64.500	-3.500	-50.000	11.000	10.000	10,2	-7.500
2021-2025	99.500	-61.500	-2.500	-50.000	5.000	7.500	11,2	-9.500
2016-2025	199.000	-126.000	-6.000	-100.000	16.000	17.500	21,4	-17.000
gem. per jaar	19.900	-12.600	-600	-10.000	1.600	1.750	2,1	-1.700

In totaal worden er in tien jaar 215.000 huurwoningen toegevoegd door nieuwbouw en aankoop. Dit komt overeen met een totaal investeringsvolume van € 38,5 miljard. Aanvullend wordt in tien jaar nog € 21,4 miljard aan investeringen in de bestaande

<sup>21</sup> De doorrekeningen in de meerjarenverkenning zijn uitgevoerd met het rekenmodel SBI van Ortec Finance.

voorraad uitgevoerd. Verkoop en sloop levert een daling op van 232.000 huurwoningen. De totale raming van de verkoopopbrengst komt uit op € 20 miljard. Per saldo daalt het totaal aantal huurwoningen in tien jaar met 17.000 woningen. Ten opzichte van het sectorbeeld 2015 is hiermee minder krimp ingerekend. Toen werd nog rekening gehouden met een daling van 72.000 huurwoningen in tien jaar.

#### 4.1.2 *Uitgangspunten inflatie en rente*

##### *Opgave corporaties*

De uitgangspunten voor inflatie, loon- en bouwkostenstijging en rente vormen een belangrijk onderdeel in de meerjarenverkenning. Ook hier wordt zoveel mogelijk aangesloten bij de opgegeven uitgangspunten van de corporaties. Wel wordt tegelijk rekening gehouden met het gelijkstellen van de uitgangspunten voordat de individuele beoordeling door de Aw plaatsvindt, ook wel uniformering genoemd. In de onderstaande tabel zijn de uitgangspunten voor rente en overige stijgingsfactoren opgenomen.

*Tabel 30 Economische parameters opgave corporaties conform individuele beoordeling*

	Loon	Lange rente	Leegwaarde	Onderhoud & bouw
2016	1,40	2,61	4,50	1,40
2017	2,50	3,15	4,50	2,50
2018	2,50	3,70	3,67	2,50
2019	2,50	3,98	2,83	2,50
2020	2,50	4,41	2,00	2,50
2021 ev	2,50	5,00	2,00	2,50

##### *Actualisatie inflatie*

Omdat de inflatie in de afgelopen periode lager is uitgekomen dan de verwachting tijdens de opgave van corporaties, is in deze verkenning de inflatie geactualiseerd. Allereerst zijn de parameters uit tabel 5 in lijn gebracht met het huidige niveau van (verwachte) inflatie. De huidige verwachting van de inflatie en het effect op de overige parameters is weergegeven in de onderstaande tabel. De inflatie in de tabel is afgeleid van ramingen van het CPB<sup>22</sup>.

*Tabel 31 Economische parameters na actualisatie inflatie*

	Inflatie	Loon	Lange rente	Leegwaarde	Onderhoud & bouw
2016	0,20	1,60	2,61	4,50	1,60
2017	0,60	1,70	3,15	4,50	1,70
2018	1,40	1,90	3,70	3,67	1,90
2019	1,60	2,10	3,98	2,83	2,10
2020	1,80	2,30	4,41	2,00	2,30
2021 ev	2,00	2,50	5,00	2,00	2,50

<sup>22</sup> CPB kortetermijnraming september 2016 op 20 september 2016 en CPB middellangetermijnverkenning 2018-2021 op 30 maart 2016.

Vervolgens is ook de huurstijging aangepast op de lagere inflatieverwachting. De huurstijging die de corporaties in hun opgave verwachten is opgenomen in onderstaande tabel.

Tabel 32 Huurstijging in opgave corporaties per jaar (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025
Opgave dVi (%)	1,39	1,88	2,20	2,25	2,26	2,00

De opgegeven huurstijging door corporaties is afgeleid van de wettelijke mogelijkheden op basis van inflatie en de huursombenadering. Doordat het afgelopen jaar de verwachting van inflatie sterk gedaald is, komt de opgegeven huurstijging van corporaties op sectorniveau in 2017 en 2018 gemiddeld hoger uit dan de inflatie van het voorgaande jaar + 1% opslag voor de huursombenadering. In het basisscenario is daarom voor 2017 en 2018 de huurstijging neerwaarts bijgesteld, zodat deze niet hoger uitkomt dan 1% boven de inflatie van het voorgaande jaar (zie ook onderstaande tabel).

Tabel 33 Aanpassing huurverhoging na actualisatie inflatie

	2016	2017	2018	2019	2020	2021-2025
Opgave dVi (%)	1,39	1,88	2,20	2,25	2,26	2,00
Basisscenario (%)	1,39	1,20	1,60	2,25	2,26	2,00
verschil (%-punt)	0,00	-0,68	-0,60	0,00	0,00	0,00

#### Actualisatie rente

Volgens de huidige voorschriften houden corporaties in hun prognoses rekening met een rente die oploopt naar een evenwichtsniveau van 5% in 2021 (afgeleid van 4,25% rente op lange staatsleningen + 0,75% spread bij geborgde leningen). Dit evenwichtsniveau is gebaseerd op een langjarige historie. Ondertussen is de werkelijke rente bij financiering echter al jaren achtereen lager. Meerdere economen voerden inmiddels studies uit naar oorzaken<sup>23</sup> en consequenties<sup>24</sup> van de lage rente. Er lijkt sprake van een nieuwe economische realiteit waarin de periode van herstel naar evenwichtsniveau van de rente significant langer duurt dan de sectorparameters veronderstellen. Op de korte / middellange termijn komt daar nog bij dat het ECB-beleid de rente tijdelijk extra verlaagt en vertragend werkt op het bereiken van de evenwichtsrente.

In deze meerjarenverkenning is onderzocht wat de nieuwe economische realiteit betekent voor de sector. In de verkenning wordt aangenomen dat de rente een langere periode nodig heeft om te herstellen naar het evenwichtsniveau (langjarig staat plus spread van 0,75%). Deze aanname sluit beter aan bij actuele inschattingen over de nieuwe economische werkelijkheid.

<sup>23</sup> CPB Determinants of long term interest rates. Mei 2016.

Knot: 'Het is niet de schuld van de ECB dat de rente zo laag is'. In FD 25 maart 2016.

<sup>24</sup> CPB notitie Een risicogewogen discontovoet voor de Nederlandse economie, d.d. 9 november 2015. CPB kortetermijnraming september 2016, d.d. 20 september 2016. CPB middellangetermijnverkenning 2018-2021 d.d. 30 maart 2016. Brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer, Waardering van Risico's bij publieke investeringsprojecten; 29352, nr. 6, d.d. 13 november 2015. Ortec Finance document 'OFS 2016Q4 – woningcorporaties' - <http://insights.ortec-finance.com/woningcorporaties/Ortec-Finance-Scenarioset.html>

Tabel 34 Actualisatie lange rente geborgde leningen

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Opgave dPi (%)	2,61	3,15	3,70	3,98	4,41	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Basisscenario (%)	0,95	1,05	1,55	1,95	2,35	2,65	2,97	3,29	3,61	3,93
verschil (%-punt)	-1,66	-2,10	-2,15	-2,03	-2,06	-2,35	-2,03	-1,71	-1,39	-1,07

## 4.1.3

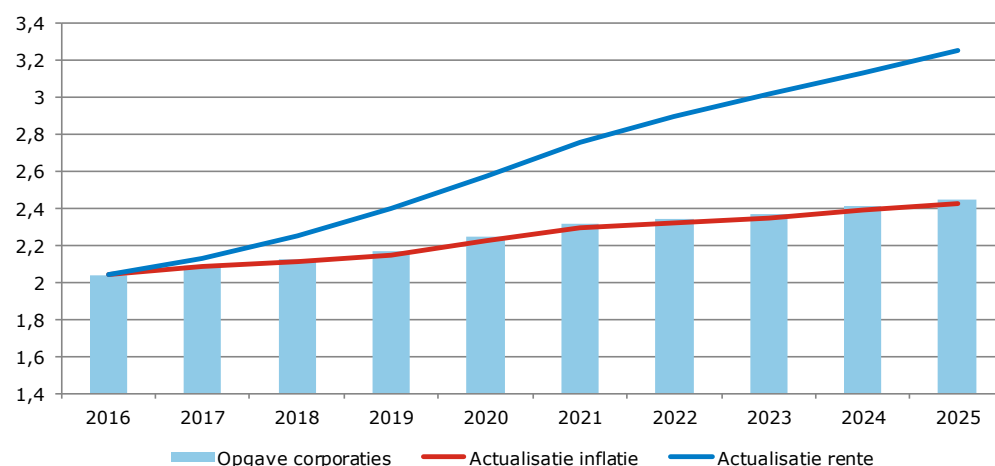
*Uitkomsten basisscenario*

Met de huidige stabiliserende investeringsvoornemens blijft de sector de komende jaren in ruime mate voldoen aan de randvoorwaarden die gelden voor kasstroomratio's en vermogenspositie. Dit geldt ook na actualisatie van de inflatie. De actualisatie van de renteverwachting vervolgens, heeft een sterk positief effect op de financiële positie. De financiële kengetallen ICR en DSCR geven inzicht in de kasstromen. Het vermogen wordt inzichtelijk gemaakt op basis van de solvabiliteit met als uitgangspunt de volkshuisvestelijke waarde. De uitkomsten worden per financieel kengetal nader toegelicht.

*ICR*

De ICR, ook wel rentedekkingsgraad genoemd, geeft inzicht in de liquiditeit van de corporatie. Het kengetal geeft aan in welke mate de rentelasten worden gedekt vanuit het resultaat op operationele activiteiten. Voor de ICR wordt op individueel corporatieniveau een ondergrens van 1,4 gehanteerd. De uitkomsten van de ICR voortbouwend op de opgave van het beleid door corporaties laat tot 2025 een stijgend verloop zien. In alle jaren komt de uitkomst ruim boven de ondergrens van 1,4. Het effect van de actualisering van de uitgangspunten is in twee stappen in beeld gebracht. Ten opzichte van de opgave van de corporaties wordt eerst het effect van inflatie op huur, onderhoud en beheerkosten inzichtelijk gemaakt. Aanvullend op deze aanpassing is het effect van lagere rente opgenomen.

Figuur 27 ICR

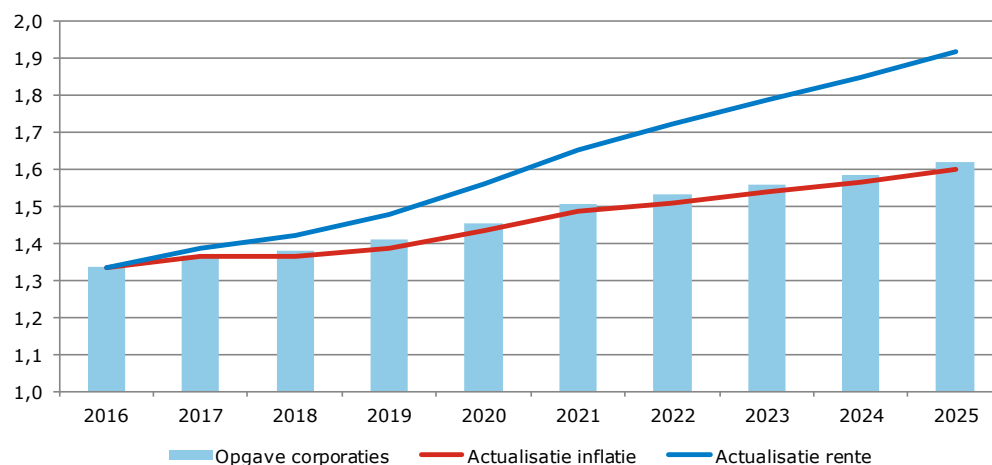


De aanpassing van inflatie heeft nagenoeg geen effect op het gehele verloop van de ICR tot en met 2025. Het negatieve effect van een lagere huurstijging wordt gecompenseerd door een lagere stijging van onderhouds- en beheerlasten. De actualisatie van de renteverwachting heeft een sterk positief effect op de financiële positie. De ICR stijgt tot boven de 3,2 in 2025. De gevoeligheid van de rente is relatief hoog in dit kengetal. Dit wordt onder meer veroorzaakt doordat een groot gedeelte van de oorspronkelijke leningportefeuille binnen deze prognoseperiode wordt afgelost of een renteherziening heeft.

### DSCR

De DSCR, voluit debt service coverage ratio geeft weer in welke mate de corporatie in staat is om voldoende kasstromen te genereren om naast de rente ook voldoende aflossingen op het vreemd vermogen te kunnen voldoen<sup>25</sup>. Op individueel corporatieniveau wordt een norm van 1,0 gehanteerd. De prognose vanuit de opgave van beleid van de corporatie voldoet in ieder jaar aan de gestelde norm.

Figuur 28 DSCR



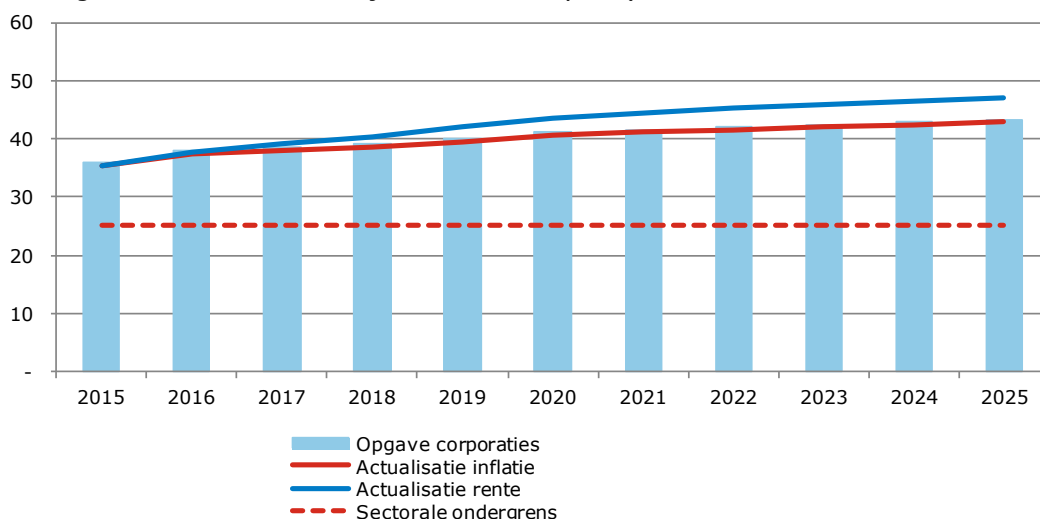
Net als bij de ICR is het effect van actualisatie van inflatie gering en heeft de actualisatie van de renteverwachting wel een sterk positief effect.

### Solvabiliteit

De vermogenspositie wordt weergegeven op basis van de solvabiliteit tegen volkshuisvestelijke waarde. De solvabiliteit maakt inzichtelijk of het aandeel eigen vermogen ten opzichte van het totale vermogen van de corporatie voldoende is. De uitkomsten op basis van de opgave van beleid door corporaties laten een stijgend verloop zien en voldoen in alle jaren ruim aan de gestelde sectorgrens van 25%.

<sup>25</sup> Uitgangspunt voor de berekening is de definitie van DAEB uit het beoordelingskader scheiding DAEB/niet-DAEB op 30 mei van de Aw. Vanwege het doel en de prognoseperiode van de meerjarenverkenning is het verloop van de schuldspositie tot 2026 in de berekening meegenomen.

Figuur 29 Volkshuisvestelijke solvabiliteit (in %)



Voor de solvabiliteit is ook weer het effect van de actualisatie van inflatie en rente inzichtelijk gemaakt. Net als bij de kasstroomkengetallen heeft het effect van lagere inflatie een gering effect. De aanpassing van de renteverwachting heeft wel een positief effect, maar niet zo sterk als bij de kasstroomkengetallen. De solvabiliteit is relatief minder gevoelig voor rente dan de kasstroomkengetallen. Daarbij moet worden opgemerkt dat de disconteringsvoet (5%) in het effect van aangepaste rente niet is aangepast.

#### 4.2 Gevoeligheidsanalyses

De ruime financiële positie van de sector leidt tot de vraag of deze positie kan worden benut voor bestaande zorgen zoals de toenemende druk op betaalbaarheid van huren en huurtoeslag en de effecten van langdurig lage investeringsprogramma's op de kwaliteit. Ook wordt bezien wat de gevolgen zijn van de verhoging van de tarieven van de verhuurderheffing, die in de laatste Rijksbegroting zijn opgenomen. Om deze risico's te analyseren is er een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd met drie scenario's over de volgende thema's:

- Betaalbaarheid
- Hogere verhuurderheffing
- Kwaliteit en duurzaamheid

De toenemende druk op de betaalbaarheid (passend toewijzen en huursombeleid) kan er mogelijk toe leiden dat de komende jaren de huren gemiddeld niet kunnen worden verhoogd, zoals in de prognose is opgenomen in het basisscenario. Om het effect van de druk op betaalbaarheid te analyseren is een scenario opgesteld waarin de huurverhoging niet hoger uitkomt dan de inflatie van het voorgaande jaar.

Tabel 35 Huurverhoging basisscenario t.o.v. met scenario huur inflatievolgend

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-2025
Basisscenario (%)	1,39	1,20	1,60	2,25	2,26	2,00	2,00
Huur inflatievolgend (%)	1,39	0,20	0,60	1,40	1,60	1,80	2,00
verschil (%-punt)	0,00	-1,00	-1,00	-0,85	-0,66	-0,20	0,00

Aanvullend op het scenario met inflatievolgend huurbeleid is het effect van de tariefverhoging van de verhuurderheffing in kaart gebracht. In het scenario zijn de tarieven toegepast welke in de kabinetsbegroting 2017 zijn gepresenteerd. Vanuit voorzichtigheid is er geen rekening gehouden met mogelijk te verrekenen kortingen op individueel corporatieniveau. De gehanteerde tarieven zijn weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 36 Tarief verhuurderheffing per scenario (% per € 1 WOZ)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 en later
Basisscenario (%)	0,491	0,536	0,536	0,536	0,536	0,536	0,536	0,536
Verhuurderheffing (%)	0,491	0,543	0,569	0,569	0,569	0,569	0,569	0,543
Verschil (%-punt)	0,000	0,007	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,007

In paragraaf 2.1.1. is een beschrijving gegeven van de kwaliteit van het woningbezit. De kwaliteit van bezit laat in de prognose een daling zien. Daarnaast loopt het tempo van verduurzaming achter bij eerder gemaakte afspraken met de koepelorganisatie. Vanuit de huidige brede discussie rondom verduurzaming is het niet ondenkbaar dat de druk om sneller te verduurzamen toeneemt. Het dalende kwaliteitsniveau en het tempo van verduurzamen zorgen voor een risico in de verdien capaciteit op de langere termijn.

De druk op de kwaliteit is onderzocht middels een scenario waarin een intensivering van het investeringsprogramma met 50% ten opzichte van de huidige investeringsvoornemens is opgenomen. Dit komt overeen met € 18 miljard extra investeringen in nieuwbouw huurwoningen (96.300 woningen) en € 11 miljard aan extra verbeteringsuitgaven in de bestaande voorraad. De toevoeging van extra investeringen begint vanaf 2018 en wordt geleidelijk tot 2021 naar een hoger volume opgebouwd. Naast een effect op het kwaliteitsniveau stijgt ook de woningvoorraad ten opzichte van het basisscenario. Per saldo stijgt het aantal huurwoningen tot en met 2025 met 79.300 ten opzichte van de startsituatie in 2015. In het basisscenario daalt het aantal nog met 17.000 woningen. De uitbreiding van de voorraad komt tegemoet aan de grote vraag naar sociale huurwoningen onder huishoudens met lage inkomens.<sup>26</sup>

Tabel 37 Aantal (des)investeringen scenario kwaliteit en duurzaamheid

	Nieuw- bouw huur	Indivi- dueel	Verkopen Complex- gewijs	Sloop	Aan- koop	Koop	Verbetering (x € 1 mrd)	Saldo een- heden
2016-2025 Basis	199.000	-126.000	-6.000	-100.000	16.000	17.500	21,4	-17.000
2016-2025 Scenario	295.300	-126.000	-6.000	-100.000	16.000	17.500	32,2	79.300
Verschil	96.300	0	0	0	0	0	10,8	96.300

<sup>26</sup> ABF 2016 Tussenrapportage Prognose bevolking-, huishoudens en woningbehoefte 2015-2050.



### **Box Indicatieve bestedingsruimte woningcorporaties en meerjarenverkenning volgens nieuwe economie**

Op 21 juni 2016 informeerde de minister de Tweede Kamer over de indicatieve bestedingsruimte van woningcorporaties. De indicatieve bestedingsruimte is een hulpmiddel voor corporaties, gemeenten en huurders bij het maken van prestatieafspraken op lokaal niveau. Op sectorniveau zijn de uitkomsten van de indicatieve bestedingsruimte niet vergelijkbaar met de uitkomsten van de hier gepresenteerde meerjarenverkenning op basis van een nieuwe economische realiteit. Dit wordt veroorzaakt door twee belangrijke verschillen: de gehanteerde uitgangspunten en de gevolgde methode.

Bij het verschil in uitgangspunten is de aanname over de rente het meest relevant. Voor de indicatieve bestedingsruimte is uitgegaan van de rentereeks uit het scheidingskader van mei 2016 waarbij is uitgegaan van het veronderstelde relatief snelle herstel van de huidige lage rente naar het evenwichtsniveau in 2021. De meerjarenverkenning op basis van de nieuwe economische realiteit veronderstelt dat dit herstel veel langer duurt. De paragraaf over het basisscenario laat zien hoeveel effect dit andere uitgangspunt heeft.

Naast dit grote verschil zijn er ook een aantal kleinere verschillen in uitgangspunten, die hier niet alle belicht worden. De licht verschillende benadering van het veronderstelde investeringsprogramma is echter wel vermeldenswaardig. Beide methoden gaan uit van de investeringsprognoses die corporaties aanleverden over de jaren 2016-2020. Anders dan bij de indicatieve bestedingsruimte echter, is er voor de meerjarenverkenning aangenomen dat de trend van dit vijfjarige investeringsprogramma verder doorzet in de daaropvolgende vijf jaren. Doordat de meerjarenverkenning doorrekeningen maakt voor een tienjaarsperiode, is er namelijk ook voor de tweede helft van die termijn een investeringsprogramma nodig. Dit vormt het vertrekpunt voor de intensivering.

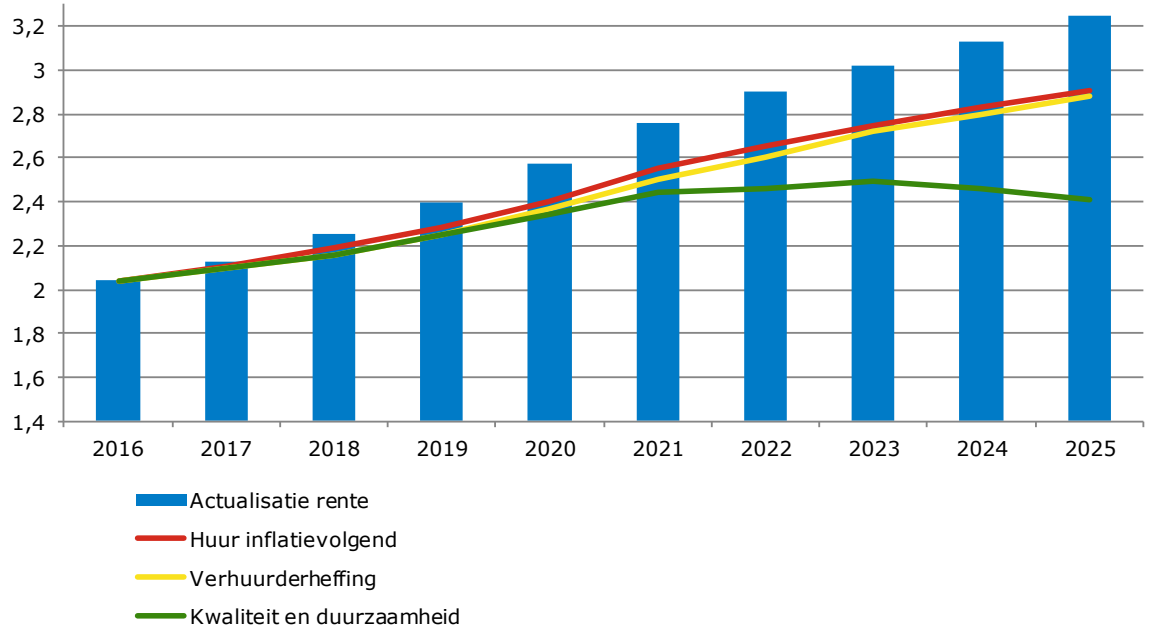
Het verschil qua methode is gerelateerd aan de wijze waarop de berekeningen zijn gemaakt. Voor de indicatieve bestedingsruimte is een puntmethode gehanteerd: er is berekend hoeveel bestedingsruimte er in 2017 is per afzonderlijke maatregel, uitgaande van de toen gehanteerde prognoses tot en met 2020 en de rente in 2017 uit deze prognoses. Daarbij zijn de normen van financiële kengetallen voor individuele corporaties grenstellend gebruikt, zoals WSW eind 2015 hanteert. De meerjarenverkenning benut een dynamische methode die de effecten gedurende tien jaar inzichtelijk maakt bij een combinatie van intensiveringen, en let daarnaast op de het effect voor de sector als geheel. Voor de instandhouding van het stelsel is het erg onzeker indien er een situatie ontstaat waarbij iedere corporatie nog slechts precies voldoet aan de ondergrenzen voor financiële kengetallen die gelden voor individuele corporaties. Onverhoopte tegenslag bij een of meer corporaties is dan namelijk niet meer op te vangen via de solidariteit in het stelsel.

#### 4.2.1 *Uitkomsten gevoeligheidsanalyses*

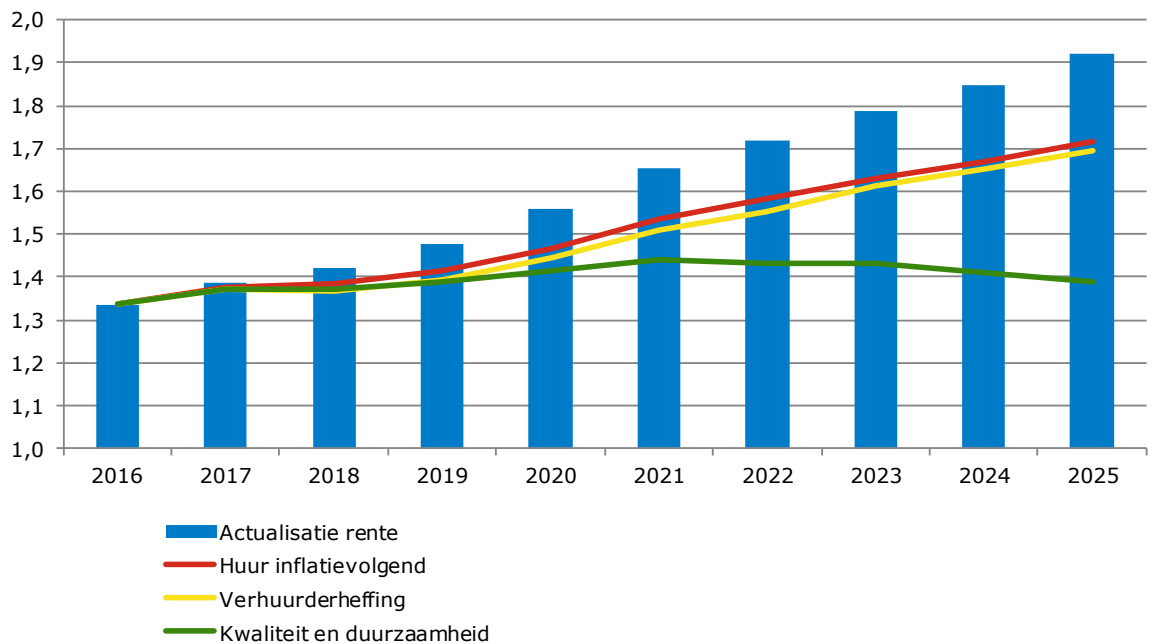
Van iedere analyse wordt de impact op de financiële positie inzichtelijk gemaakt. Het effect op de kasstromen wordt inzichtelijk gemaakt met de kengetallen ICR en DSCR. De impact op het vermogen wordt geanalyseerd door weergave van de solvabiliteit op basis van de volkshuisvestelijke waarde. Naast de financiële kengetallen wordt in de analyse van de kwaliteit en duurzaamheid ook het effect op de economische levensduur weergegeven. De effecten worden steeds aanvullend op de voorgaande analyse toegepast. De analyse over kwaliteit en duurzaamheid bevat dus ook het effect van extra verhuurderheffing en inflatievolgend huurbeleid.

De uitkomsten van de scenario's op de genoemde kengetallen worden in onderstaande grafieken weergegeven.

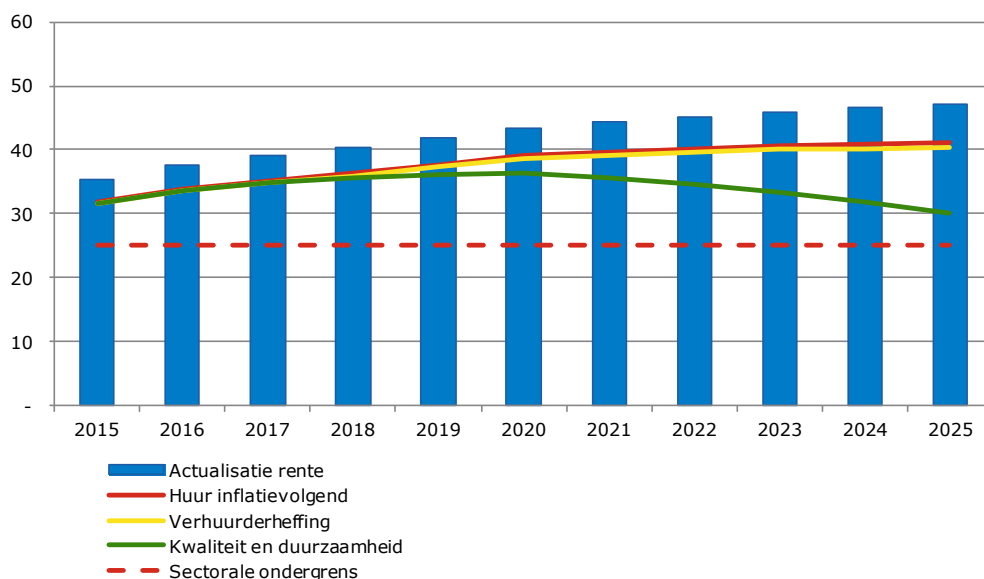
Figuur 30 Gevoeligheidsanalyse ICR



Figuur 31 Gevoeligheidsanalyse DSCR



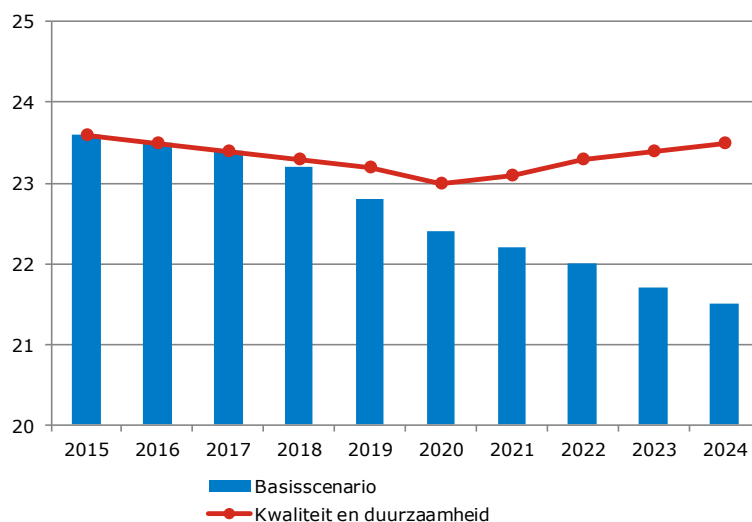
Figuur 32 Gevoeligheidsanalyse volkshuisvestelijke solvabiliteit (in %)



Het verlagen van de huurverhoging naar het niveau van inflatie heeft veel effect op zowel de kasstroomkengetallen als de solvabiliteit. In de kasstroomkengetallen loopt het verschil in de jaren verder op, doordat een verlaging in eerdere jaren ook doorwerkt in het effect op daaropvolgende jaren. In de solvabiliteit is in de beginsituatie al een effect te zien, doordat toekomstige huurverhogingen ook doorwerken in de volkshuisvestelijke waarde. Voor alle kengetallen geldt dat de ondergrens niet wordt gepasseerd in dit scenario.

Aanvullend op het scenario met inflatievolgend huurbeleid is het scenario opgesteld met hogere verhuurderheffing. Het effect van de hogere verhuurderheffing op de financiële positie is gering. Dit komt onder meer doordat de verhoging een tijdelijk karakter heeft en vanaf 2023 nagenoeg weer op het oude niveau terugkomt. Als laatste zijn ten opzichte van het scenario met extra verhuurderheffing (en dus ook inflatievolgend huurbeleid) de intensivering van de investeringsvoornemens opgenomen. De extra investeringsvoornemens hebben een groot effect op de financiële positie. In alle kengetallen is een significant negatieve trend zichtbaar. De solvabiliteit beweegt zich in het einde van de prognoseperiode naar de ondergrenzen toe. De analyse van het verloop van de restant levensduur laat zien dat de extra investeringen ervoor zorgen dat in 2025 weer eenzelfde kwaliteitsniveau bereikt wordt als in de startsituatie in 2015. Daarnaast wordt in de periode tot en met 2025 extra verduurzaming gerealiseerd en uitbreiding van de woningvoorraad.

Figuur 33 Ontwikkeling restant levensduur



#### *Risico's in uitvoering*

De huidige financiële positie geeft dus de ruimte om ook de toekomstige verdien capaciteit veilig te stellen en mogelijke risico's op te vangen. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat de mogelijke intensivering van het investeringsprogramma gepaard gaat met risico's in de planvoorbereiding en de uitvoering wat kan leiden tot financiële verliezen. Ook groeit het gevaar van inefficiënt gebruik van middelen in de uitvoering van het investeringsprogramma en in de bedrijfsvoering. Dit risico wordt nog vergroot door het gegeven dat prestatieafspraken regionaal worden gesloten tussen corporaties en gemeenten. Vanuit het gemeentelijk perspectief kan vooral worden gestreefd naar groei en verbetering op eigen grondgebied. Als deze lokale afspraken niet of onvoldoende zijn afgestemd op de regionale opgave voor de sociale huurwoningmarkt, leidt dit op regioniveau al snel tot te ambitieuze en/of te kostbare plannen. Voor de corporatiesector resulteert dat uiteindelijk in verspilling van maatschappelijk gebonden vermogen en minder ruimte voor publieke taakuitoefening. Dit inefficiëntie risico wordt mede in de hand gewerkt door het ontbreken van eenduidige informatie over de kwantitatieve en kwalitatieve opgave voor de sociale huurwoningmarkt in regio's.

Daarnaast is op de langere termijn het risico dat de verwachtingen over het langer laag blijven van de rente en overgang op een nieuwe economie, hoe reëel dat nu ook lijkt, toch net anders uitkomen en de rente eerder stijgt naar bijvoorbeeld een evenwichtsniveau van 5%. Doordat de sector momenteel ook bij dat niveau al een zeer gezonde vermogenspositie en kasstromen heeft, en rentestijgingen vertraagd doorwerken op de leningenportefeuille, hoeft dat op sectorniveau geen acute ernstige problemen te veroorzaken. Wel is dan wendbaarheid belangrijk voor het bijsturen en afremmen van de op dat moment bestaande toekomstplannen. De wendbaarheid is van belang bij de afstemming van de investeringen en het opvangen van risico's op lokaal en regionaal niveau.

### 4.3 DAEB-scheiding

Met het oog op de aankomende DAEB-scheiding is een eerste verkenning gemaakt van mogelijke effecten op sectorniveau van de scheiding. De verkenning is gemaakt op basis van een aantal aannames over wat er mogelijk in de scheidingsvoorstellen zal worden aangeleverd eind dit jaar<sup>27</sup>. Uit de eerste verkenning valt op te maken dat de investeringscapaciteit in de DAEB-tak vergelijkbaar is met de capaciteit op totaalniveau. Daarnaast blijkt dat op sectorniveau de niet-DAEB-tak met de huidige rente solide financiële resultaten laat zien en dus levensvatbaar is. Met de huidige investeringsvoornemens in niet-DAEB is tot 2025 nagenoeg geen commerciële financiering nodig en is er ruimte om overtollige financiële middelen aan de DAEB-tak ten goede te laten komen. Ook voor de DAEB-scheiding geldt dat er regionaal afwijkingen op deze beelden kunnen ontstaan.

#### 4.3.1 *Uitgangspunten*

Omdat de (ontwerp)voorstellen voor scheiding pas eind 2016 worden aangeleverd, is een aantal aannames gemaakt om de eerste verkenning van de DAEB-scheiding te kunnen uitvoeren. De belangrijkste aannames zijn:

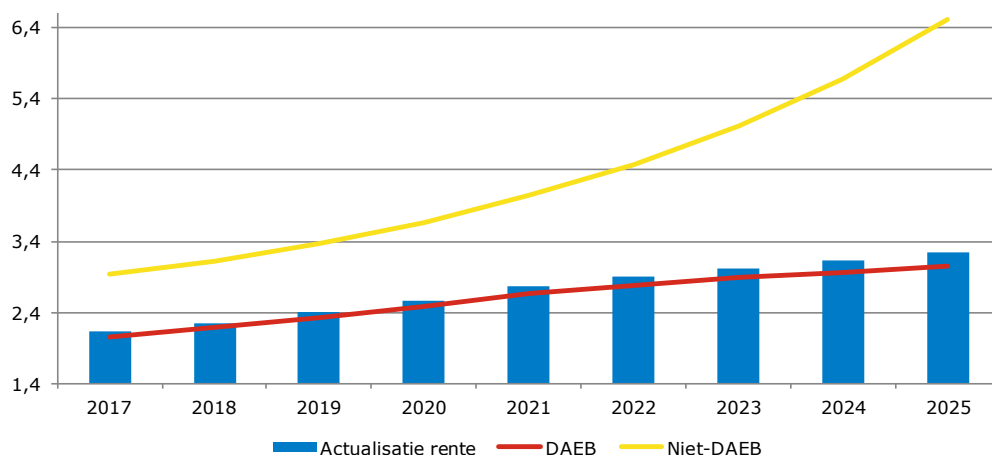
- In de uitgangssituatie wordt uitgegaan van de verdeling van het vastgoed naar DAEB en niet-DAEB. Eind 2015 waren er bij de toegelaten instellingen circa 2,4 miljoen woonegelegenheden, waaronder 75.000 niet DAEB-woonegelegenheden
- De investeringsvoornemens en verkoopactiviteiten zijn verdeeld op basis van de opgave van corporaties in de begroting 2016-2020.
- 22.000 van de DAEB-woningen wordt op startmoment van de scheiding overgeheveld naar niet-DAEB.
- Hoogte van de interne lening is 50% van het totaal vermogen van de niet-DAEB-tak (het beoordelingskader geeft aan dat deze tussen de 40% en de 60% moet liggen).
- De interne lening wordt in 15 jaar lineair afgelost.
- De rente van de interne lening is vastgesteld op 2,5%. Het minimum voor de rente is vanuit regelgeving vastgesteld op 10 jaar staatsrente + 1,5% opslag wat met de huidige rente uitkomt op 1,7%. De verwachting is dat corporaties een hoger rentepercentage kiezen bij scheiding.

#### 4.3.2 *Uitkomsten DAEB-scheiding*

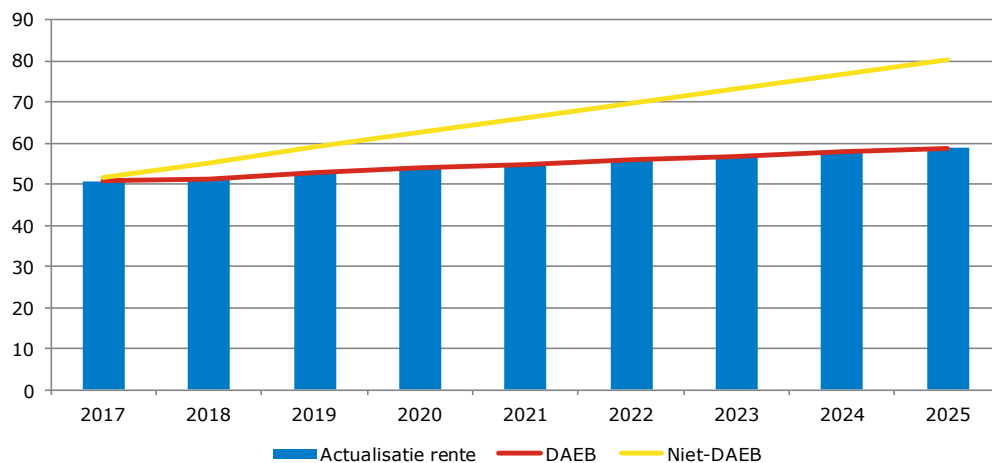
In de analyse van de DAEB-scheiding wordt de financiële positie inzichtelijk gemaakt voor het totaalniveau van de afzonderlijke DAEB-tak respectievelijk niet-DAEB-tak. Het effect op de kasstromen wordt geanalyseerd met het kengetal ICR. De impact op het vermogen wordt geanalyseerd door weergave van de solvabiliteit op basis van marktwaarde in verhuurde staat. Na scheiding gaat de solvabiliteit op basis van marktwaarde een meer centralere rol spelen bij de bepaling van de financiële positie. Voor de DAEB-tak is rekening gehouden met een afslag op het vermogen als gevolg van de volkshuisvestelijke bestemming (zie ook paragraaf 2.1.4). De uitkomsten op de kengetallen zijn weergegeven in de onderstaande grafieken.

<sup>27</sup> Meer informatie over regelgeving en randvoorwaarden bij scheiding is te vinden in de publicatie 'Beoordelingskader scheiding DAEB/niet-DAEB d.d. 30 mei 2016 van de Aw.

Figuur 31 ICR



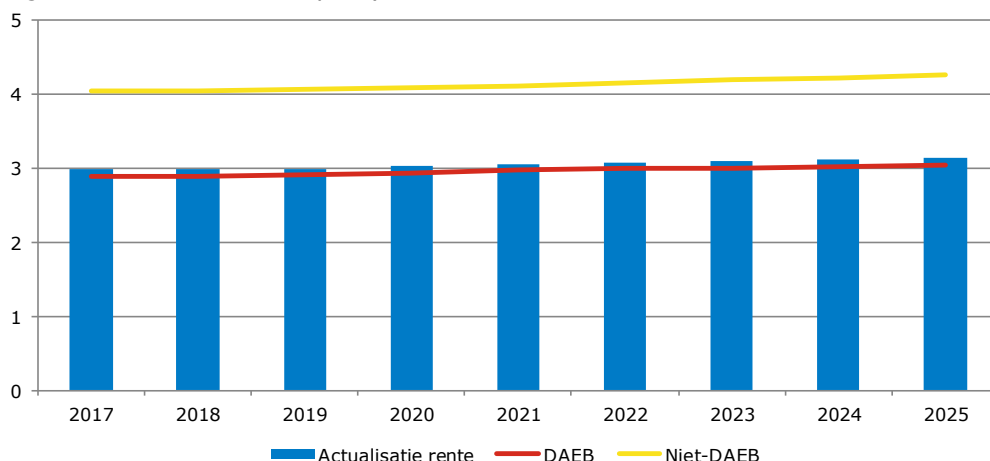
Figuur 32 Solvabiliteit op basis van marktwaarde (in%)



De uitkomsten voor de DAEB-tak zijn nagenoeg gelijk aan die van de sector als geheel in het nieuwe basisscenario (actualisatie rente). Het niveau van de ICR daalt licht, maar blijft ruim boven de gestelde ondergrens van 1,4. De daling wordt veroorzaakt doordat een deel van de exploitatieopbrengsten overgaat naar niet-DAEB, en dit onvoldoende wordt gecompenseerd door de rente-opbrengst op de interne lening.

De vastgoedexploitatieopbrengsten van niet-DAEB zijn relatief beter dan de opbrengsten in DAEB. Dit is onder andere zichtbaar in het kengetal direct rendement waarin de verhouding van de exploitatieopbrengsten uit vastgoed ten opzichte van de marktwaarde in verhuurde staat wordt getoond. De uitkomsten van het direct rendement per deelniveau worden getoond in onderstaande grafiek.

Figuur 33 Direct rendement (in %)



Met de overdracht van het vastgoed naar niet-DAEB wordt ook een interne lening van DAEB aan niet-DAEB verstrekt. Deze interne lening levert een renteopbrengst op voor DAEB. Per saldo leveren de renteopbrengsten minder op dan de opbrengsten uit exploitatie van het vastgoed dat naar niet-DAEB wordt overgebracht.

De solvabiliteit op basis van marktwaarde met als uitgangspunt volkshuisvestelijke bestemming is voor de DAEB-tak gelijk aan het totaalniveau. Dit komt doordat DAEB eigenaar blijft van de niet-DAEB-tak en daardoor ook het vermogen van de niet-DAEB-tak mag presenteren op haar balans en in de solvabiliteit.

Op sectorniveau laat de niet-DAEB-tak solide financiële resultaten zien. Zowel de solvabiliteit als de ICR laat een sterk oplopende financiële positie zien. Dit wordt ten eerste verklaard door de lage rente in de startpositie. De rente in de startpositie wordt mede bepaald op basis van de rente op staatsleningen. Doordat deze historisch laag staat, komt ook de rente voor niet-DAEB op een laag niveau uit. Met de huidige voornemens voor investeringen en verkoop is er tot 2025 nagenoeg geen commerciële financiering noodzakelijk voor de niet-DAEB-tak. Het biedt ook ruimte voor de mogelijkheid om overtollige financiële middelen vanuit niet-DAEB aan de DAEB-tak over te dragen (dividend). Deze middelen kunnen vervolgens weer worden ingezet voor investeringen in de DAEB-tak.

Op corporatieniveau kan de DAEB-scheiding een ander resultaat geven dan deze verkenning op sectorniveau. Corporaties hebben een aantal keuzes bij scheiding om de inrichting van de DAEB-tak en de niet-DAEB-tak vorm te geven. Afspraken op lokaal niveau met gemeenten en huurders over onder meer de woningbehoefte en de gewenste verdeling naar verschillende huurniveaus spelen een belangrijke rol. Omdat de plannen voor scheiding nog niet zijn aangeleverd was voor deze verkenning nog geen informatie beschikbaar om deze keuzes te analyseren.

Dit is een uitgave van de

**Inspectie Leefomgeving en Transport**

Postbus 16191 | 2500 BD Den Haag  
088 489 00 00

<https://www.ilent.nl/onderwerpen/autoriteitwoningcorporaties/>  
Maand en jaar van uitgifte