

Cashflow verzekeren met koopvarianten en Te Woon

Als de kredietcrisis één ding, ook voor woningcorporaties duidelijk heeft gemaakt, dan is dat het belang van voldoende cashflow. Uiteraard, in combinatie met een goede kredietwaardigheid en de beschikbaarheid van financieringsmogelijkheden.

Tenminste, wanneer het gaat om het kunnen voeren van een actief investeringsbeleid.

Maurice van Noordenne, Rein Bakker en Mark Bal

Van Noordenne is senior vastgoedadviseur bij Atrivé, Bakker is directeur van OpMaat en Bal is adviseur markt&beleid bij Woonbron.

In dit artikel wordt de rol van woningverkoop als voorwaarde voor duurzaam investeringsbeleid nader belicht. Daaruit volgt de vraag of verkoop niet meer als kernactiviteit moet worden benaderd, en zo ja hoe dat vorm te geven is? In dat kader wordt vervolgens nader ingegaan op de mogelijkheden die het werken met koopvarianten en het Te Woon-concept bieden. En in het bijzonder op de mate waarin extra kasstroom kan worden gegenereerd en meer rendement kan worden gehaald uit de bestaande kernvoorraad.

Duurzaam investeren bedreigd

Investeringsbeleid kunnen door corporaties alleen gepleegd worden met kasoverschotten en/of het aantrekken van vreemd vermogen. Kasoverschotten ontstaan door minder uit te geven dan er aan inkomsten gegenereerd wordt.



Daarover trekt het WSW in haar trendrapportage woningcorporaties 2008-2013 aan de bel: de operationele kasstromen van corporaties, vóór aflossing, worden lager, het totale kasoverschot van alle corporaties samen daalt van gemiddeld € 2,0 mld per jaar in de periode 2006-2008 naar gemiddeld € 1,5 mld per jaar in de periode

De inkomsten uit woningverkoop zullen noodzakelijk zijn voor toekomstige aflossingen van de groter wordende schuldenlast (Foto Peter Hilz / HH)

Voorbeeld leverage of hefboomwerking (geen belastingen):

Onderneming A, zonder schulden, en eigen vermogen 100 heeft een winst van 10, ofwel 10% rendement. A besluit 50 te investeren, trekt daarvoor 50 vreemd vermogen aan, en maakt 5 extra winst. Bij rente 5% dient de financier 2,5 te ontvangen en resteert een winst van $10+5-2,5=12,5$. Het eigen vermogen blijft 100. Het rendement op het eigen vermogen is $12,5/100=12,5\%$. Dat is 2,5% meer dan de oorspronkelijke 10%. Ofwel, meer vreemd vermogen, hoger rendement op eigen vermogen: positieve hefboomwerking.

Onderneming B, zonder schulden en eigen vermogen 100 heeft een winst van 4, ofwel 4% rendement. B besluit 50 te investeren, trekt daarvoor 50 vreemd vermogen aan, en maakt 2 extra winst. Bij rente 5% dient de financier 2,5 te ontvangen en resteert een winst van $4+2-2,5=3,5$. Het eigen vermogen blijft 100. Het rendement op het eigen vermogen is $3,5/100=3,5\%$. Dat is 0,5% minder dan de oorspronkelijke 4%. Ofwel, meer vreemd vermogen, lager rendement op eigen vermogen: negatieve hefboomwerking.

2009-2013¹. Ook constateert het WSW dat zonder verkopen van huurwoningen het saldo van de operationele kasstromen in de periode 2006-2009 reeds negatief zou zijn.

Een kasoverschot alleen is echter niet voldoende om geborgde leningen te kunnen aantrekken. Het WSW hanteert namelijk tevens een aflossingsfictie van 2% van het leningvolume per jaar. Hoewel een corporatie haar leningen in veel gevallen ineens aflost, moet zij volgens het WSW wel in staat zijn om jaarlijks 2% van het totale volume te kunnen aflossen, in elk geval de eerstkomende 5 jaar. Deze (fictieve) aflossingen bedragen gemiddeld € 5,1 mld per jaar in de periode 2009-2013. Met als gevolg dat het relevante, totale kastekort oploopt van gemiddeld € 2,9 mld per jaar in de periode 2006-2008 tot gemiddeld bijna € 3,7 mld per jaar in de periode 2009-2013. Op basis van deze cijfers verwacht het WSW dat 177 corporaties in deze periode een negatief operationeel kasresultaat hebben na de 2% aflossingsfictie.

Het vervelende van kastekorten is dat ze moeten worden bijgeleend; mits mogelijk. Hierdoor neemt het vreemd vermogen toe. In combinatie met een (licht) stijgende rente verwacht het WSW al met al een stijging van de rentelasten met 6% per jaar, 36% in de periode 2008-2013! De schuldenlast per verhuureenheid neemt naar verwachting toe van € 28.200 in 2008 tot € 35.400 in 2013. En hogere lasten kunnen weer leiden tot een hoger kastekort Het WSW schat dan ook in dat meer corporaties de komende tijd liquiditeitsproblemen gaan ondervinden. Vooral corporaties die in het 6e tot 10e prognosejaar nog negatieve kasstromen kennen, zullen mogelijk hun investeringsplannen moeten aanpassen en/of meer woningen moeten verkopen.

Rol van vreemd vermogen

Voorts is het effect van belang van meer vreemd vermogen zonder dat daar extra bezittingen tegenover staan. Dat betekent minder eigen vermogen. In de achter ons liggende jaren was dit in het commerciële vastgoed juist een pré.

Door de zogenaamde leverage of hefboomwerking betekende meer vreemd vermogen meer investeringsruimte én verhoging van het rendement op het eigen vermogen. Die vlieger gaat echter alleen op als het totaalrendement hoger is dan het rentepercentage van het vreemd vermogen (zie kader). Corporaties blijken dat echter niet te halen!

Corporaties en rendement

Rendement op het eigen vermogen is de belangrijkste inkomstenbron van corporaties. Een laag rendement volstaat, maar dan wel zo hoog dat de externe vermogensverschaffers kunnen worden (terug)betaald en de geldontwaarding/inflatie wordt goedge maakt². Anders teert de corporatie in op het eigen vermogen, en dat betekent een lagere kredietwaardigheid en minder investeringsruimte. Door verkoop effectueert de corporatie het rendement en dat levert cash flow op om te investeren of om financieringsruimte te creëren.

De vraag is nu welk rendement corporaties eigenlijk behalen? Het antwoord is minder eenvoudig te geven dan de vraag stellen, maar we doen een poging. We maken daarbij onderscheid tussen direct rendement (uit de exploitatie van het vastgoed) en indirect rendement (uit de waardeverandering tussen de beschouwde peildata).

Op het niveau van de exploitatie van vastgoed rapporteerde de aeDex/IPD Index over 2008 een totaalrendement van $-/-1,2\%$ voor de 54 deelnemers³, met name veroorzaakt door een negatief indirect rendement, ofwel waardevermindering: $-/-3,5\%$. Het bruto direct rendement op de woningexploitatie⁴ bedroeg 2,3%. In dit rendement zitten niet de uitgaven voor overhead, rente op vreemd vermogen, vpb en Vogelaarheffing⁵. Het netto direct rendement is dus nog lager.

Op ondernemingsniveau berekende het CFV over 2007 een jaarresultaat voor de gehele sector van € 142 mln. Gerelateerd aan een eigen of volkshuisvestelijk vermogen⁶ van € 33,2 mld is dat een rendement van 0,43%. Dit cijfer is inclusief verkopen, maar nog exclusief uitgaven voor de integrale vpb en de Vogelaarheffing. Ook zit in dit cijfer geen waardeontwikkeling of indirect rendement verdisconteerd. Gelet op de aeDex-uitkomsten zal het sectorrendement over 2008 zoals het CFV dat rapporteert in elk geval laag zijn. Mogelijk zelfs negatief, met als waarschijnlijk gevolg dat de corporaties in 2008 gemiddeld inteerden op het eigen vermogen.

Een laag rendement betekent dus ook een omgekeerde of negatieve hefboomwerking bij toename van het vreemd vermogen, ofwel, dit zal het rendement op het eigen vermogen verder verlagen (zie voorbeeld onderneming B in het kader). Zoals hiervoor al gemeld 'voorspelt' het WSW op basis van de prognoses van de corporaties een stijging van het vreemd vermogen vanwege de toe-



nemende investeringen⁷. Dit leidt tot de volgende conclusies:

- willen corporaties duurzaam kunnen blijven investeren, dan is verhoging van het netto direct rendement noodzakelijk, bijvoorbeeld door de bedrijfslasten te beperken
- anders gezegd, de netto kasstroom zal toe moeten nemen (een duurzame extra netto kasstroom van € 1 mln per jaar levert een investeringscapaciteit op van tussen de € 10 en € 20 mln, bij voldoende kredietwaardigheid)
- verkoop van huurwoningen is een conditio sine qua non voor corporaties met duurzame investeringsambities.

De rol van verkoop

Het WSW merkt in de Trendrapportage woningcorporaties 2008-2013 op dat 63% van de investeringen in nieuwbouw sterk afhankelijk is van verkopen van bestaande huurwoningen. En voorts dat de inkomsten uit woningverkoop noodzakelijk zullen zijn voor toekomstige aflossingen van de groter wordende schuldenlast. Door huurwoningen te verkopen, realiseren corporaties een positieve kasstroom, en kan het aantrekken van leningen worden voorkomen. Op zijn beurt heeft dat een gunstige invloed op de operationele kasstroom, omdat de rentedruk afneemt, of in elk geval niet toeneemt. De rol van verkoop van bestaande woningen wordt bovendien ook relatief groter, omdat het huurbeleid voorlopig weinig soelaas biedt om de inkomsten te verhogen⁸.

De toenemende afhankelijkheid van woningverkoop maakt corporaties afhankelijk van de concrete vraag naar koopwoningen in de lokale woningmarkten waarin zij opereren.

Die vraag hangt af van de consumentenvoorkeur (verkoopkans) en de financieringscapaciteit bij de beoogde klantgroep (verkoopmogelijkheid). Anderzijds betekent het verkopen van substantiële aantallen woningen feitelijk een uitverkoop en dat past veelal niet bij de bedrijfsdoelstellingen, calamiteiten, heroverwegingsoperaties of Europese dwang uitgezonderd.

Bij een mutatiegraad van 10% is het theoretisch mogelijk om 10% van het woningbezit per jaar te verkopen. Of dat 'maatschappelijk' haalbaar is, is iets anders, want er wordt in die situatie geen sociale huurwoning meer toegewezen. Bij een verkoopperscentage van 10% onder zittende huurders dien je het totale bezit te koop aan te bieden om 10% van het bezit te verkopen. Wenselijk lijkt ook dat niet, want het bezit wordt een gatenkaas.

Maatschappelijk verantwoord verkopen

Beide genoemde knelpunten zijn te ondervangen door een vorm van verkoop toe te passen die de verkoopkansen en -mogelijkheden aanzienlijk doet toenemen, maar die niet leidt tot definitief uitpenden⁹. Een dergelijke vorm is bijvoorbeeld Koopgarant. Bij Koopgarant wordt een korting verstrekt op de marktwaarde. Het meest toegepast is een korting van 25%, maar de korting kan oplopen tot 50%. De corporatie heeft bovendien een terugkoopplicht en de korting wordt bij terugkoop nominaal verrekend. Tot slot heeft de corporatie recht op een aandeel in de waardeontwikkeling, waarvan de hoogte afhankelijk is van het verleende kortingspercentage. Bij 25% korting bedraagt dat aandeel 50%. De korting maakt dat kopen voor een grotere klantengroep binnen bereik komt. Voor een koper betekent 25% korting op een marktwaarde van € 180.000

Willen corporaties duurzaam kunnen blijven investeren, dan is verhoging van het netto direct rendement noodzakelijk. (Foto Flip Franssen / HH).

een koopsom van € 135.000, die hem op dit moment een circa € 180 lagere maandlast oplevert¹⁰. In de huidige markt is de terugkoopplicht van de corporatie een belangrijk selling point. Naast Koopgarant zijn er overigens meer vormen die de betaalbaarheid voor kopers verbeteren en daardoor de verkoopbaarheid vergroten. En dat dat werkt in de huidige omstandigheden, waarin de vrije verkoop stukt, blijkt onder meer uit de in 2008 met 38% gestegen Koopgarantverkopen ten opzichte van 2007¹¹. Feit blijft dat de opbrengst per woning bij vrije verkoop hoger is. In het kader van dit artikel wordt echter betoogd dat de opbrengsten c.q. het rendement uit de bestaande kernvoorraad verhoogd kunnen worden door het inzetten van extra instrumenten, naast vrije verkoop.

Terug naar Koopgarant. Voor de corporatie zit het grootste financiële voordeel in het genereren van hogere kasstromen¹². Door de terugkoopverplichting kan dat effect op termijn weer 'teniet' worden gedaan. Maar dan nog is er financieel voordeel, wat blijkt uit het verschil in bedrijfswaarde met een sociaal verhuurde woning. Als de betreffende huurwoning vanaf heden tot einde levensduur nog 20 jaar geëxploiteerd wordt, bedraagt de bedrijfswaarde circa € 35.000. Bij verkoop in Koopgarant, één maal een tussentijdse terugkoop en doorverkoop in jaar 10, en vervolgens weer een terugkoop in jaar 20, gevolgd door sloop, bedraagt de bedrijfswaarde circa € 57.000¹³. Een verschil van 63%!

Bakker e.a. zijn in hun artikel in het juninummer van dit tijdschrift nader ingegaan op de financiële risico's bij Koopgarant, zowel voor de corporatie als voor de koper¹⁴. In relatie tot de risico's voor de corporatie komen ze tot de conclusie dat de woonduur, de waardeontwikkeling en het exploitatieperspectief na terugkoop de invloedrijkste variabelen zijn. De kans op een positieve opbrengst achten ze groot. Om volume te maken, kan aan een groot deel van de zittende huurders het aanbod worden gedaan om de woning te kopen met Koopgarant. Ook een groot deel van de mutatiwoningen kan als Koopgarantwoning gelabeld worden. Dan blijft echter wel het probleem bestaan dat de beschikbaarheid van huurwoningen voor toewijzing aan huishoudens met lage inkomens te veel onder druk kan komen te staan.

Te Woon

Een alternatieve marktbenadering die dat probleem voorkomt, bestaat uit het labelen van een substantieel deel van de woningen als Te Woon-woning. Bij Te Woon kan de (nieuwe) bewoner kiezen om de woning te (blijven) huren, eventueel een Huurvastcontract af te sluiten, of te kopen, al dan niet met korting/Koopgarant. Te Woon gelabelde woningen bieden maximale keuzevrijheid, ook voor de corporatie. De Te Woon-voorraad maakt onderdeel uit van de duurzaam te exploiteren kernvoorraad van de corporatie. Verkochte woningen worden teruggekocht en opnieuw

Te Woon aangeboden, bijvoorbeeld. Maar indien gewenst en mogelijk kunnen bepaalde teruggekochte woningen vervolgens ook definitief worden afgestoten.

De praktijk leert dat in de 5 tot 10 jaar waarin het concept wordt uitgerold circa 10 tot 15% van de aangeboden woningen wordt verkocht. Een goed voorbeeld is corporatie Woonstede uit Ede, met een bezit van bijna 9.000 woningen. Sinds medio 2002 past zij het Te Woon-concept toe¹⁵, waarbij ultimo 2008 de volgende resultaten zijn geboekt:

- bijna 9.000 woningen in bezit
- 5.700 woningen Te Woon gelabeld (63%)
- 700 woningen verkocht ($700/(5.700+700) = 11\%$ van het Te Woon gelabelde bezit)¹⁶
- Gemiddelde verkoopprijs € 136.000
- Extra kasstroom € 95,2 mln, in 7 jaar
- Extra kasstroom € 13,6 mln, per jaar.

Woonstede koos voor Te Woon vanuit haar principiële visie dat klanten een zo groot mogelijk keuzevrijheid verdienen. Niet alleen ten aanzien van de contractvorm. Woonstede biedt de klant ook veel keuzemogelijkheden bij onderhoud, (comfort)verbetering en nieuwbouw. De positieve kasstroom was en is geen doel, hooguit een positief bijeffect. Ze stelt Woonstede niettemin wel in staat om voortvarend te investeren in de kwaliteit van haar bestaand bezit en in nieuwbouw en herstructurering. Woonstede investeerde jaarlijks gemiddeld € 16,8 mln in die afgelopen 7 jaar.

Met moeilijke tijden voor de boeg is Woonstede financieel goed gepositioneerd. Ondanks forse investeringen nam de solvabiliteit sinds 2004 toe van 10% tot ruim 31% ultimo 2008. Per saldo kon € 22 mln langlopende leningen worden afgelost, en liep de schuldratio af van 92% naar 68%. De 700 verkopen in het kader van het Te Woon-concept betekenen wel dat Woonstede een terugkoopplicht heeft, ultimo 2008 gewaardeerd op een kleine € 100 mln. Die plicht manifesteert zich echter niet op één moment. Woonstede heeft in het kader van haar risicomanagement voor de start met Te Woon meerdere scenario's doorgerekend. In 2008 heeft Woonstede 11 woningen teruggekocht voor € 1,6 mln. De teller stond medio september 2009 op 14 terugkopen (ca. 2%). De belangrijkste terugkoopreden is scheiding. Een relatie met de in 2009 ontloken economische crisis is nog niet te leggen. De vervolgens weer Te Woon geadverteerde woningen worden op dit moment hoofdzakelijk weer verhuurd.

Als sprake is van een positief effect op het rendement, is ook een relevante vraag hoe het risico wordt beïnvloed. Het zou in dat kader wenselijk zijn te onderzoeken of, en in hoeverre er ook sprake is van risicodemping c.q. gewijzigde risicogevoeligheid als gevolg van de gemengde portfolio met huur- en koopwoningen. Een veronderstelling is dat in een 'gemengd bedrijf', met verhuur én verkoop als

kernactiviteit, de strategie- en beleidsontwikkeling op een hoger niveau komt, de flexibiliteit met betrekking tot de voorraadaanpassing toeneemt, de dienstverlening wordt verbreed en verdiept (verkoopvaardigheden), en ook de klantenbasis wordt vergroot, leidend tot verkleining van het portefeuillerisico.

In de situatie dat de investeringsambities van corporaties in belangrijker mate afhankelijk worden van verkoopresultaten, zal meer inzicht vereist zijn in de verkoopkansen en –mogelijkheden. Werken met het Te Woon-concept draagt daaraan bij door:

- Voortdurende toetsing van het woningaanbod aan de actuele lokale woningmarktstandigheden
- Actueel inzicht in de verkoopbaarheid/potentiële verdien capaciteit van het eigen bezit
- Inzicht in de historische marktontwikkeling, zowel op de (sociale) huurmarkt als in het (lagere) middensegment op de koopmarkt
- Meer flexibiliteit in het nieuwbouw-, aankoop- en voorraadbeleid; het woningaanbod ademt als vanzelf mee met het economisch tij.

Conclusie

De komende jaren zijn cruciaal voor de levensvatbaarheid van de corporatie als revolving fund. Duurzaam kunnen blijven investeren vergt enerzijds een robuuste eigen vermogenspositie met een passend bedrijfseconomisch rendement. Op dit moment ontbreekt het zicht op dat vereiste rendement. Daarnaast is een voldoende, duurzame cash flow een noodzakelijke voorwaarde om te kunnen opereren op de kapitaalmarkt.

Maatschappelijk verantwoord verkopen binnen het klantgerichte Te Woon-concept biedt goede voorwaarden voor duurzaam investeringsbeleid op de middellange termijn. Het is een impuls voor de kasstroom en verhoogt het rendement op het geïnvesteerd vermogen. Het concept blijft ook overeind in economisch moeilijke omstandigheden waarin de investeringen van corporaties dubbel hard nodig zijn. In een volgend artikel staan de maatschappelijke en klantgerelateerde aspecten van woningverkoop met koopvarianten en het Te Woon-concept centraal.

Dank voor het verstrekken van informatie en kritisch meelesen, is verschuldigd aan drs. Wim Sterkenburg, directeur-bestuurder van Woonstede

Voetnoten

- 1 Op basis van door het WSW gecorrigeerde prognosecijfers 2009-2013 van de deelnemers.
- 2 En idealiter een vergoeding bevat voor specifieke risico's die de corporatie loopt.
- 3 In totaal bezitten de 54 aeDex-deelnemers (incl. WIF) circa 737.000 woningen, bijna 33% van het totale corporatiebezit.
- 4 Betreft de woningen die het gehele jaar geëxploiteerd zijn, dus bijvoorbeeld niet gesloopte of verkochte woningen.
- 5 De aeDex/IPD Index meet het direct rendement op de exploitatie van het vastgoed, niet op de exploitatie van de onderneming.
- 6 Inclusief voorzieningen à 1,1 mld euro.
- 7 En dan zijn er daarbovenop nog de min of meer 'verborgen' opgaven. Drie voorbeelden:
 - A In de corporatiesector is nooit gereserveerd voor de vervanging van de voorraad. De gemiddelde resterende levensduur van een corporatiewoning is 22,8 jaar (WSW, 2009). Integrale vervanging betekent dat jaarlijks ruim 100.000 woningen vervangen dienen te worden. Als aangenomen wordt dat woningen in de praktijk langer meegaan, zeg 25 jaar langer (dus gemiddeld nog 47,8 jaar) dan dienen jaarlijks circa 50.000 woningen vervangen te worden. De afgelopen 5 jaar zijn jaarlijks gemiddeld 20.000 corporatiewoningen gesloopt. De extra investering die dit zou vergen (30.000 woningen * € 180.000), belooft tussen € 5 en € 6 miljard per jaar.
 - B De (gewenste) investeringen uit hoofde van energiebesparing komen slechts langzaam op gang, maar zullen snel toe (moeten) nemen.
 - C De nadruk in stedelijke gebieden op binnenstedelijk bouwen en de groeiende krimp in de perifere gebieden zal resp. hogere uitgaven en lagere inkomsten tot gevolg hebben.
- 8 Het CPB verwacht een inflatie van 1% in zowel 2010 als 2011.
- 9 Uiteraard kunnen koopvarianten als Koopgarant toegepast worden bij bestaande en nieuwbouwwoningen; in dit geval wordt geredeneerd vanuit verkoop van bestaand bezit.
- 10 Voornamelijk door een lager hypotheekbedrag (€ 45.000 lagere koopsom en € 2.700 lagere overdrachtsbelasting), kortom door lagere rentelasten (hypotheekrente 5%) en een circa € 65 lagere maandpremie spaarhypotheek.
- 11 Persbericht stichting OpMaat d.d. 26 maart 2009.
- 12 Bijkomend voordeel is dat verkoopwinsten van 'kooptussenvormen' toegevoegd kunnen worden aan de herinvesteringsreserve, waardoor vpb duurzaam kan worden uitgesteld.
- 13 De berekening betreft de optelling van alle contant gemaakte kasstromen. Enkele van de aannamen zijn: huur € 400, 2,25% huurstijging, marktwaarde bij verkoop € 150.000, 2,25% waardeestijging, 6% discontering.
- 14 Bakker, R., B. Kramer en D. Kronbichler, Koopgarant biedt perspectief; In: Tijdschrift voor de Volkshuisvesting, juni 2009. Bakker is directeur van OpMaat, licentiegever Koopgarant. Kramer en Kronbichler zijn resp. senior researcher en managing director bij Ortec.
- 15 Woonstede hanteert het (keurmerk)label Te Woon, en biedt de woningen met het Te Woon-label aan onder de naam Vrijekeuswoning.
- 16 Daarnaast hebben 669 huurders ultimo 2008 een Huurzeker- of Huurvastcontract afgesloten. Ruim 21% van alle bewoners van een Te Woon-woning heeft voor een ander dan een regulier huurcontract gekozen (700 koopcontracten + 670 andere huurcontracten op 5.700 + 700 = 6.400 huishoudens).