



Alles draait om liquiditeit

Kansen en bedreigingen voor corporaties

Nu de financiële en economische storm enigszins lijkt te luwen, is het voor woningcorporaties tijd om te bepalen waar op zee ze zich precies bevinden. Is het tijd om de ambities op te voeren of juist naar beneden bij te stellen? De bedreigingen zijn nog steeds levensgroot, maar de kansen ook. Dat laten althans berekeningen zien van financieel adviesbureau Finance Ideas.

Jos Moerkamp Freelance journalist

Eind oktober meldde een trotse minister Van der Laan van WWI dat de huurstijging 'in 22 jaar' niet zo laag is geweest als onder het huidige kabinet. Nieuws waarmee je het electoraal goed doet, maar dat grote financiële consequenties heeft voor corporaties. 'Dit zijn van die beslissingen die op een achternamiddag door een vrijwel lege Tweede Kamer worden genomen', zegt Piet Eichholtz. Hij is hoogleraar Vastgoedfinanciering aan de Universiteit Maastricht en partner van financieel adviesbureau Finance Ideas. 'Waar de wereld te klein was toen de Vogelaarheffing werd ingevoerd, hoor je niemand over de gevolgen van bijvoorbeeld een procentje minder huurverhoging. Terwijl dat de financiële armslag van de corporatiesector bijna net zo zwaar beperkt als de Vogelaarheffing. En dan niet eenmalig, maar elk jaar. Het gebeurt wel vaker dat grote kwesties onder het politieke radarscherm worden afgehandeld, terwijl er een eindeloos debat ontstaat over relatief klein bier.'

BEDREIGING: huurbeleid

Het door de overheid voorgeschreven huurbeleid is een factor van betekenis voor de liquiditeitspositie van corporaties. Uiteindelijk bepaalt het verschil tussen (huur)inkomsten en uitgaven (beheer, rente) het nettoresultaat. Dit netto resultaat bepaalt vervolgens hoeveel geld corporaties maximaal aan rente mogen uitgeven. En dus hoeveel geld ze bij een bepaalde rentestand kunnen lenen.

Volgens Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) haalt de corporatiesector jaarlijks 11,5 miljard euro aan huur binnen. Daar staat 7 miljard euro aan kosten tegenover, zodat er 4,5 miljard overblijft. Daarvan gaat 3,1 miljard op aan rentelasten, waardoor het nettoresultaat voor de sector 1,4 miljard euro bedraagt. Op basis van deze getallen heeft Finance Ideas berekend dat de sector als geheel 75 miljard euro aan financiering kan aantrekken. Dat is 9 miljard meer dan nu het geval is.

Vanuit deze business case is doorberekend wat een huurstijging ter hoogte van 'inflatievolgend min 1 procent' betekent. Het maximale bedrag dat de sector aan rente mag betalen daalt met

100 miljoen euro. Bij een rente van 5 procent daalt daarmee de maximale financieringscapaciteit van 75 naar 73,3 miljard. 'Een ogenschijnlijk kleine ingreep heeft dus een negatief financieringseffect van 1,7 miljard euro', zegt Eichholtz. 'En omdat je zo'n korting op de huurstijging het jaar daarop niet inhaalt, is het een blijvend effect.'

BEDREIGING: huurtoeslag

De bedreigingen als gevolg van het huurbeleid zijn kinderspel vergeleken met wat Eichholtz 'de grote donderwolk' noemt. Alles wijst erop dat het kabinet voornemens is de lasten die de huurtoeslag met zich meebrengen uit de rijksbegroting te lichten en (deels) over te hevelen naar de corporatiesector. 'Een van de commissies die zich nu in opdracht van het kabinet buigt over het realiseren van bezuinigingen, is de commissie woningmarkt. Die houdt zich vooral met twee dingen bezig: de hypotheekrenteaftrek en de huurtoeslag.'

Jaarlijks betaalt het rijk 1,8 miljard euro aan huurtoeslag, 'een heerlijk bedrag om in één keer weg te bezuinigen', zegt Eichholtz. 'Maar afschaffing van de huurtoeslag betekent natuurlijk politieke zelfmoord, dus dat gaat niet gebeuren. Het is veel verleidelijker om de lasten te verleggen naar de instellingen die in de publieke opinie toch al de schijn van 'zwemmend in het geld' hebben: de corporaties.'

Volgens Eichholtz wijst alles erop dat dit de koers is die het kabinet vaart. Een doorrekening voor de sector als geheel laat zien dat de gevolgen voor de financierbaarheid van de sector desastreus zijn. Corporaties bezitten ongeveer driekwart van alle sociale huurwoningen in Nederland. Van de 1,8 miljard euro aan uitgekeerde huurtoeslag zou dan dus driekwart, zo'n 1,3 miljard, door corporaties aan hun huurders moeten worden betaald. De inkomsten dalen dus, terwijl de kosten hetzelfde blijven. Dat betekent een forse daling van de netto huurinkomsten, waardoor het maximale bedrag dat corporaties aan rente mogen betalen eveneens flink daalt. Het resultaat van deze rekenexercitie is dat corporaties geen 75 miljard aan financiering kunnen aantrekken, maar slechts 53

miljard. Een reusachtige aanslag op de investeringsruimte dus. 'Als corporaties daadwerkelijk de huurtoeslag moeten gaan ophoesten, heeft dat dramatische financiële consequenties', concludeert Eichholtz.

KANS: lokaal huurbeleid

Tegenover deze en andere bedreigingen (zoals de vennootschapsbelasting en – voor een deel van de corporaties – de Vogelaarheffing) ziet Eichholtz ook grote kansen voor de corporatiesector. Onder meer in het huurbeleid dat corporaties zelf voeren. Er bestaat een wettelijk opgelegde 'maximaal redelijke huurprijs', maar in overleg met lokale stakeholders (het gemeentebestuur, de huurdersvereniging) berekenen corporaties doorgaans een lager bedrag. Volgens het Centraal Fonds Volkshuisvesting komt de sector als geheel gemiddeld uit op een huur die ruim 70,6 procent bedraagt van wat maximaal redelijk is. Eichholtz vraagt zich af wat de sociaal-maatschappelijke onderbouwing van dit getal precies is. 'Waarom vinden we 70,6 procent van de maximaal redelijke huurprijs sociaal? Waarom geen 65 procent? Of 80? Daar heeft niemand een goed verhaal bij. Sterker nog: je kunt 70,6 procent 'sociaal' ook asociaal noemen.' De aanzienlijk lagere huur dan maximaal redelijk heeft immers financieringsconsequenties: lagere huurinkomsten betekent een lagere netto huur en dus minder ruimte om financiering aan te trekken. Finance Ideas heeft uitgerekend dat sectorbrede verhoging van de huur tot gemiddeld 75 procent van de maximaal redelijke huurprijs de mogelijkheid biedt om 12 miljard extra financiering aan te trekken. Verhoging naar 80 procent levert zelfs 25 miljard extra financieringsruimte op. 'Misschien is dat wel veel socialer dan het huidige percentage. Corporaties kunnen die extra middelen immers inzetten voor herstructurering, voor maatschappelijke initiatieven in achterstandswijken en andere goeie dingen', aldus Eichholtz.

KANS: een nieuwe dochter

Een tweede grote kans vloeit voort uit de brief die minister Van der Laan op

12 juni aan de Kamer stuurde, over het woningcorporatiestelsel. Eichholtz noemt die 'ronduit revolutionair'. Van der Laan zoekt in zijn brief naar een nieuwe balans tussen het zelfstandige maatschappelijke ondernemerschap van corporaties en de publieke waarborgen in het corporatiestelsel. Haast verborgen maakt de minister in de brief (paragraaf 6.3) duidelijk dat huurwoningen die al op de nominatie staan om te worden verkocht in een aparte dochter mogen worden ondergebracht en zo sneller kunnen worden 'uitgepond'. Tot dusverre mocht dat alleen met dure woningen, nu komen veel grotere aantallen in aanmerking. Ongeveer 10 procent van het totale corporatiebezit – een kwart miljoen woningen – staat op de nominatie om de komende tien jaar te worden verkocht. Door deze woningen in een dochteronderneming onder te brengen, hoeft de verkoop door de corporatie niet over deze gehele periode te worden uitgesmeerd, maar gebeurt dat in één keer. De dochter 'koopt' van de corporatie met uit de markt aangetrokken financiering. Het grote voordeel is dat binnen korte tijd een directe kasstroom richting corporatie op gang komt. Finance Ideas heeft berekend dat een doorsnee corporatie een verkoopportefeuille heeft van zo'n duizend woningen. Door de waarde daarvan niet over tien jaar, maar binnen één jaar contant te maken, komt veel investeringsruimte vrij. Zo ontstaat een wat Finance Ideas noemt 'investeringsgenerator'.

KANS: kostenbesparing

Tot slot zijn er nog volop kansen om de exploitatielasten van corporaties te verlagen. De Aedex, een belangrijk benchmarkinstrument voor corporaties, toont onder meer hoe de netto huur zich jaarlijks ontwikkelt ten opzichte van de bruto huur. Deze verhouding zegt iets over de kosten die corporaties maken. Opvallend is dat de totale kosten per woning bij corporaties 1000 euro hoger liggen dan bij institutionele woningbeleggers. 'Dat valt deels te verklaren uit de maatschappelijke activiteiten van corporaties, die nu eenmaal kosten met zich meebrengen. Maar er is meer aan de hand: de trend is dat corporaties steeds minder overhouden',

'Nooit nee verkocht'

'Ik denk dat de kredietcrisis ook positieve kanten heeft. Corporaties worden nu gedwongen veel kritischer naar investeringsbeslissingen te kijken. Dat is alleen maar gezond. Daarnaast heeft de kredietcrisis ook BNG geen windeieren gelegd.' Dat zei Pauline Bieringa, directeur Public Finance van de BNG tijdens het seminar dat DTZ Zadelhoff, Finance Ideas en BNG gezamenlijk organiseerden op 8 oktober jl. Centraal stond de vraag hoe corporaties hun liquiditeitspositie kunnen versterken en hoe ze kansen kunnen pakken op de huidige woningmarkt.



BNG – toch al marktleider in de financiering van de corporatiesector – heeft de vraag naar geborgde financiering het afgelopen jaar flink zien toenemen. 'Andere financiers hebben zich nagenoeg teruggetrokken', zei Bieringa. 'Dat vinden wij geen gezonde ontwikkeling. Er behoort concurrentie te zijn. Tegelijkertijd hebben wij ons in de afgelopen crisis echt bewezen. We hebben nooit nee hoeven verkopen.'

Bieringa verwacht dat de vraag naar ongeborgde financiering de komende jaren zal toenemen. Dat maakt ze onder meer op uit de brief die minister Van der Laan van WWI op 12 juni naar de Kamer stuurde over het corporatiestelsel en die onder meer ingaat op wat de Europese Commissie als staatssteun beschouwt: 'In ieder geval de achtervangpositie van de overheid bij de borging van leningen door het WSW', schrijft de minister. En: 'Staatssteun kan alleen worden gegeven voor de realisatie en verhuur van huurwoningen door woningcorporaties met een huurprijs tot de huurtoeslaggrens.' Hoewel het verstrekken van geborgde financiering de core business is van BNG, zei Bieringa dat corporaties ook voor ongeborgde financiering bij BNG terecht kunnen. 'De financieringsvraag betreft niet zelden complexe projecten, die een commerciële bank op dit moment niet snel zou honoreren. Juist vanwege onze positie in en kennis van de sector kunnen wij partijen niet alleen financieren, maar ook adviseren. Daar zit op dit moment onze meerwaarde.'

zegt Eichholtz.

De netto huur als percentage van de bruto huur is bij corporaties tussen 2006 en 2008 gedaald van 47 naar 39 procent, heeft het WSW berekend. Met andere woorden: corporaties zijn een steeds groter deel van hun huurinkomsten kwijt aan kosten. Bij vastgoedbeleggers is deze verhouding nageenog gelijk gebleven. Zij hebben het voordeel dat ze zich niet hoeven bezig te houden met maatschappelijke taken en bovendien wel de maximaal redelijke huurprijs vragen. Maar dat gegeven verklaart niet de trend die zich bij corporaties aftekent.

‘Een kostenbesparing van tien procent moet mogelijk zijn’, stelt Eichholtz. ‘Dan zitten corporaties nog steeds op een aanzienlijk hoger kostenniveau dan institutionele beleggers.’ Doorrekening van deze kostenbesparing laat zien dat de netto huur stijgt doordat de lasten dalen bij een gelijkblijvende opbrengst. Daarmee groeit de sectorbrede financieringsruimte met ruim 11 miljard euro.

Ondanks de grote bedreigingen die boven de sector hangen, zijn er voor corporaties volop kansen om de liquiditeitspositie te versterken en dus om te investeren. ‘In de huidige markt is dat een aantrekkelijk perspectief’, concludeert Eichholtz.

‘Tijd om zaken te doen’

Dit is hét moment voor woningcorporaties om hun slag te slaan, meent Eddy Halter van vastgoedadviesorganisatie DTZ Zadelhoff.



Corporaties zijn momenteel zeer actief met het kopen en verkopen van vastgoed. Verkopen om hun liquiditeitspositie te versterken vanwege de aanslagen op hun kas (de vennootschapsbelasting, de Vogeljaarheffing, het huurbeleid).

Kopen omdat er veel te koop is in het

sociale segment (de maatschappelijke drijfveer) en dat tegen een aantrekkelijke prijs waardoor verhuur lucratief is.

Halter stelt dat ‘vastgoed op dit moment heel goedkoop is’.

‘Op langere termijn kun je hele mooie rendementen behalen.’

Corporaties die in het verleden achter het net visten, omdat marktpartijen altijd net iets sneller waren en net iets meer wilden betalen, zijn nu aan de bal. De concurrentie is namelijk behoorlijk verzwakt. ‘Corporaties hebben momenteel meer financiële armslag dan marktpartijen. Dus ik zou tegen corporaties willen zeggen: sla je slag.’

Halter stelde dat in de nabije toekomst de perspectieven voor corporaties goed blijven. Wanneer het energielabel per 1 juli 2010 in het woningwaarderingssysteem (het puntensysteem) wordt meegewogen, brengt dat problemen met zich mee voor institutionele beleggers. Zij rekenen voor huurwoningen nu doorgaans de maximaal redelijke huurprijs. Als het maximaal aantal punten voor een woning met tien procent daalt door meeweging van het energielabel, moeten de huren daadwerkelijk met tien procent omlaag. ‘Zeker bij oudere woningen is dat een groot probleem’, zegt Halter. ‘Ik verwacht dat beleggers deze woningen van de hand willen doen. Corporaties kunnen die dan voor een aantrekkelijke prijs overnemen. Zij hebben geen last van het energielabel, omdat ze lang niet de maximaal redelijke huurprijs berekenen. Een daling van dat maximum betekent dus niet dat de huur zelf omlaag moet.’