Erasmus University Rotterdam

Erasmus School of Economics

Sectie Accounting, Auditing & Control

## Bachelorthesis

# Inzicht in de financiële positie van woningcorporaties met verschillende vastgoedwaarderingsgrondslagen

Naam: Maarten Verweij

Studentnr: 331881

Scriptiebegeleider: Drs. R.D. Achaibersing

Datum: 8 juli 2013

Plaats: Rotterdam

## Samenvatting

Waardering van vastgoed kan plaatsvinden volgens het kostprijsmodel of het actuele waarde model. Het actuele waarde model leidt tot enerzijds de bedrijfswaarde en anderzijds tot de reële waarde of marktwaarde van het goed. Naast deze methode hanteert het CFV de volkshuisvestelijke exploitatie-waarde. Dit is de bedrijfswaarde met een aantal aanpassingen van parameters om de vergelijkbaar-heid van woningcorporaties te doen toenemen.

De financiële positie van woningcorporaties wordt bepaald aan de hand van de kengetallen: liquiditeit, solvabiliteit, rentabiliteit, rentedekkingsgraad en continuïteit. De solvabiliteit en rentedekkingsgraad zijn de belangrijkste kengetallen voor financiers en toezichthouders van woningcorporaties.

De Raad voor de Jaarverslaggeving geeft Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving voor woningcorpora-ties in RJ 645. Deze is in 2011 herzien en verplicht voor de boekjaren vanaf 2012. De belangrijkste wijziging in de herziene Richtlijn is dat vastgoed gekwalificeerd dient te worden naar sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel, sociaal vastgoed als belegging of commercieel vastgoed. Sociaal vastgoed is het vastgoed dat valt onder de huurgrens van de huursubsidie, wanneer een woning niet in aanmerking komt voor huursubsidie is het commercieel vastgoed. Naar aanleiding hiervan kan bepaald worden of staatssteun is toegestaan voor woningcorporaties. De Europese Commissie ziet er op toe dat alleen activiteiten die in verband staan met sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel staatssteun krijgen. Activi-teiten die samenhangen met sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel worden Diensten van Algemeen Eco-nomisch Belang (DAEB) genoemd. Dit vastgoed dient gewaardeerd te worden volgens het kostprijs-model of tegen bedrijfswaarde. Niet-DAEB-activiteiten behoren tot sociaal vastgoed dat gekwalifi-ceerd wordt als belegging en het commercieel vastgoed. Dit vastgoed dient gewaardeerd te worden tegen reële waarde, de marktwaarde.

Waardering volgens het kostprijsmodel en tegen bedrijfswaarde levert een lagere balanswaarde op doordat in de berekening van de balanswaarden een kleinere resterende levensduur wordt veron-derstelt dan zou moeten. De bedrijfswaarde en reële waarde is daarnaast subjectief doordat indirec-te kosten worden toegerekend aan woningen of complexen. De berekeningen van de bedrijfswaarde en reële waarde bestaan uit schattingen in de toekomst, wat niet bijdraagt aan een objectieve waar-debepaling.

De solvabiliteit staat onder grote invloed van de waarderingsmethode. De ontwikkeling van de solva-biliteit zegt dan ook meer over de financiële positie. Om de ontwikkeling van de solvabiliteit goed te kunnen beoordelen moeten marktontwikkelingen tot uiting komen in de solvabiliteit. Dit gebeurt het best bij waardering tegen reële waarde.

De conclusie van het onderzoek is dat de invloed van de waarderingsmethoden zich beperkt tot de solvabiliteit. Samen met de rentedekkingsgraad is solvabiliteit het belangrijkste kengetal voor het bepalen van de financiële positie van woningcorporaties. Om een goed inzicht te verschaffen in die financiële positie zou de reële waarde als waarderingsgrondslag van vastgoed gehanteerd moeten worden.

Sleutelwoorden: Woningcorporaties; Waarderingsmethoden; Financiële positie; Bedrijfswaarde; Reële waarde/marktwaarde; RJ 645.

## Inhoudsopgave

**Samenvatting 2**

**Inleiding 5**

Lijst van gebruikte afkortingen 6

**Hoofdstuk 1: Waarderingsmethoden van vastgoed 7**

1.1 Inleiding 7

1.2 Kostprijsmodel 7

1.3 Bedrijfswaarde 8

1.4 Actuele waarde 9

1.5 Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde 9

1.6 Conclusie 11

**Hoofdstuk 2: Financiële positie 12**

2.1 Inleiding 12

2.2 Liquiditeit 12

2.3 Solvabiliteit 13

2.4 Rentabiliteit 14

2.5 Rentedekkingsgraad 15

2.6 Continuïteit 16

2.7 Samenstelling vreemd vermogen 16

2.8 Conclusie 17

**Hoofdstuk 3: Wet- en regelgeving 18**

3.1 Inleiding 18

3.2 Besluit Beheer Sociale Huursector 18

3.3 RJ 645 (herzien 2011) 18

 3.3.1 Onderscheid in vastgoed 19

 3.3.2 Kostprijsmodel 19

 3.3.3 Actuele waarde model 20

3.4 Wijzigingen in RJ 645 en ratio 20

 3.4.1 DAEB / niet-DAEB 20

 3.4.2 Herwaardering vaste activa 20

 3.4.3 Afschrijving 21

 3.4.4 Verkoop onder voorwaarde 21

 3.4.5 Rentabiliteitswaarde correctie 21

3.5 Recente ontwikkelingen 21

3.6 Conclusie 22

**Hoofdstuk 4: Belang van waarderingsmethoden 23**

4.1 Inleiding 23

4.2 Bedrijfswaarde en stille reserves 23

 4.2.1 Bedrijfswaarde berekening 23

 4.2.2 Stille reserves 24

4.3 Commercieel waarderen en winstmaximalisatie 24

 4.3.1 Commerciële verhuurders 25

 4.3.2 Privatisering 26

4.4 Financieringsmogelijkheden 26

 4.4.1 Stopzetten waarborging door WSW 26

 4.4.2 Aantrekken van kapitaal 26

 4.4.3 Verkopen 27

 4.4.4 Bouwakkoord 27

4.5 Conclusie 27

**Hoofdstuk 5: Inzicht in de financiële positie van woningcorporaties 29**

5.1 Inleiding 29

5.2 Subjectiviteit in de bedrijfswaarde 29

5.3 Subjectiviteit ten gevolge van de herziene RJ 645 30

5.4 Eenduidige waardering van vastgoed 30

5.5 Het beste inzicht in de financiële positie 30

5.6 Conclusie 31

**Conclusie 32**

**Literatuur 34**

**Appendix A: Kengetallen 36**

**Appendix B: Bedrijfswaarde berekening 38**

## Inleiding

Deze scriptie beschrijft de waarderingsmethoden van onroerend goed en de invloed daarvan op de financiële positie van woningcorporaties. De aanleiding om een scriptie over woningcorporaties te schrijven is in eerste instantie mijn persoonlijke interesse in dit onderwerp. Het heeft mij bevreemd dat woningcorporaties in financieringsproblemen zitten terwijl zij zouden moeten kunnen lenen te-gen 2,4%[[1]](#footnote-1). In het woningbezit moeten zich enorme stille reserves bevinden doordat woningen tegen een lage bedrijfswaarde worden gewaardeerd, terwijl de reële waarde/marktwaarde aanmerkelijk hoger ligt. Wordt hier wel rekening mee gehouden bij het beoordelen van de financiële positie van een woningcorporatie?

Dit is een relevant onderwerp doordat er op dit moment veel discussie plaatsvindt over de werkwijze van woningcorporaties. Deze komen regelmatig in het nieuws en er is sinds kort zelfs een minister die het toezicht van woningcorporaties in zijn portefeuille heeft. Wetswijzigingen maken dit onder-werp actueel. De richtlijnen voor jaarverslaggeving voor woningcorporaties staan in RJ 645. Deze is in 2011 herzien en vanaf 2012 hebben woningcorporaties belangrijke wijzigingen in hun jaarverslag-geving moeten doorvoeren.

De relevantie met betrekking tot het vakgebied Externe Verslaggeving zit in de waarderingsmetho-den. Begrippen als actuele waarde, bedrijfswaarde, volkshuisvestelijke exploitatie waarde en histori-sche kostprijs zullen aan bod komen. Verder zal de jaarrekening van enkele woningcorporaties wor-den besproken.

Woningcorporaties zouden een enorm kapitaal in huis moeten hebben in de vorm van woningen in exploitatie. Ik verwacht dan ook dat de waarderingsmethode van grote invloed is op het beeld van de financiële situatie. De vervolgvraag is dan of dat geschetste beeld wordt, overeenkomt met de wer-kelijke situatie. De onderzoeksvraag van deze scriptie luidt:

***Wat is de invloed van de waarderingsmethoden van vastgoed op het inzicht in de financiële positie van woningcorporaties?***

Vanaf het boekjaar 2012 is het voor woningcorporaties verplicht de bedrijfswaarde van hun woning-bezit te vermelden in de jaarrekening (RJ 645). Dit is een goede aanleiding om de waarderingsmetho-den naast elkaar te leggen.

Per hoofdstuk zal er een deelvraag beantwoord worden. Op deze manier wordt gewerkt naar een be-antwoording van de onderzoeksvraag. De volgende deelvragen komen aan bod:

*Welke waarderingsmethoden voor vastgoed bestaan er?*

In Hoofdstuk 1 volgt een uiteenzetting van de diverse waarderingsmethoden.

*Hoe wordt de financiële positie van een woningcorporatie bepaald?*

In Hoofdstuk 2 wordt uitgelegd wat er bedoeld wordt met een financiële positie. Begrippen als solva-biliteit, kredietwaardigheid, rentabiliteitswaarde en rente dekkingsgraad zullen aan bod komen. Als laatste wordt uitgelegd welke financieringsvoorwaarde het belangrijkst is voor kredietverstrekkers.

*Welke wetswijzigingen hebben plaatsgevonden en wat zijn de gevolgen?*

Naar aanleiding van deze deelvraag worden in Hoofdstuk 3 de recente wetswijzigingen besproken en wat deze voor gevolgen hebben. De herziene richtlijn voor de jaarverslaggeving van woningcorpora-ties in RJ 645 beslaat het grootste gedeelte van dit hoofdstuk. De oude RJ 645 en waarom de veran-deringen hebben plaatsgevonden komen ook aan bod.

*Wat is het belang van de waarderingsmethode?*

In Hoofdstuk 4 volgt een antwoord op wat de gevolgen zijn van de keuze voor een waarderings-methode. Het is een vervolg op de eerste deelvraag, maar de twee overlappen elkaar niet. In deze deelvraag wordt vooral ingegaan op wat waarderingsmethoden betekenen voor het inzicht in de financiële positie. Ook wordt gekeken naar de invulling van het begrip bedrijfswaarde, de gevolgen van het uitgangspunt van winstmaximalisatie en het commercieel waarderen van onroerend goed. Het hoofdstuk besluit met de gevolgen van waarderingsmethoden op het financieringsprobleem in het kader van de gestelde financiële voorwaarden.

*Welke methode geeft het beste inzicht in de financiële positie?*

In Hoofdstuk 5 wordt aangegeven wat het meest ‘wenselijk’ is. Om te bepalen wat wenselijk is wordt uitgegaan van het doel van externe verslaggeving, namelijk dat de stakeholders goed geïnformeerd moeten worden over de financiële positie van de corporatie. Er wordt gezocht naar de methode die het beste inzicht geeft in de financiële positie.

De doelstelling is te onderzoeken of woningcorporaties een vertekend beeld kunnen geven van hun financiële positie. Welke methode is het meest passend, of het meest transparant? Eerst worden de waarderingsmethoden met elkaar vergeleken en daarna wat dit betekent voor woningcorporaties. Er wordt geprobeerd een uitspraak te doen over de gevolgen van de nieuwe wetgeving.

Deze scriptie is voornamelijk een literatuurstudie. Relevante bronnen over dit onderwerp zullen geraadpleegd worden in de vorm van wetenschappelijke artikelen, jaarrekeningen en onderzoeken. Veel gegevens van woningcorporaties zijn de vinden op de website van het Centraal Fonds Volks-huisvesting.

## Lijst van gebruikte afkortingen

BAW: Besluit Actuele Waarde

BW: Burgerlijk Wetboek

CFV: Centraal Fonds Volkshuisvesting

BBSH: Besluit Beheer Sociale Huursector

DAEB: Diensten van Algemeen Economisch Belang

RJ: Raad/Richtlijnen van de Jaarverslaggeving

VTW: Vereniging Toezichthouders Woningcorporaties

WSW: Waarborgfonds Sociale Woningbouw

## 1: Waarderingsmethoden van vastgoed gebruikt door woningcorporaties.

### Inleiding.

In het eerste hoofdstuk worden de waarderingsgrondslagen van vastgoed uiteengezet. Het gaat om waarderingsgrondslagen die relevant zijn voor woningcorporaties. Het kan zijn dat ze al in gebruik zijn of dat ze in de toekomst toegepast zouden kunnen worden. De volkshuisvestelijke exploitatie-waarde is zo’n begrip dat in de toekomst van belang zou kunnen worden.

De waarde van sociale huurwoningen wordt uitgedrukt in een geldbedrag. Het gaat hier echter niet om een objectief begrip van waarde. Deze waarde is namelijk afhankelijk van de gekozen waard-eringsgrondslag en die is afhankelijk van taxatie, verwachte toekomstige kosten, inkomsten en ver-disconteringvoet. Paragraaf 1.2 gaat in op de historische kostprijs minus afschrijvingen. Paragraaf 1.3 gaat in op de actuele waarde, ook wel bedrijfswaarde genoemd. In paragraaf 1.4 wordt aandacht ge-schonken aan de marktwaarde. Tot slot gaat paragraaf 1.5 in op de volkshuisvestelijke exploitatie-waarde.

### Kostprijsmodel

De historische kostprijs als grondslag voor waardering van onroerend goed bestaat uit de verkrijg-ings- of vervaardigingsprijs en de overige kosten die gemaakt moeten worden om het pand in de staat te krijgen die nodig is voor het beoogde gebruik (IAS 16.16, RJ 212.302). De verkrijgingsprijs is de prijs die betaald moest worden om het actief in bezit te krijgen (RJ 120.202). Bijkomende kosten behoren ook tot de verkrijgingsprijs. Woonstad Rotterdam is een woningcorporatie die over het verslagjaar 2011 nog gebruik maakte van de historische kostprijs als waarderingsgrondslag voor woningen. In het jaarverslag over 2011 noemt zij als bijkomende kosten: rente tijdens de bouw, toezicht, ontwikkeling en administratie.

Wanneer er investeringen worden gedaan kunnen deze worden geactiveerd en toegevoegd aan de waarde op basis van historische kostprijs. Volgens RJ 212.206 zit het onderscheid tussen investering-en en onderhoud in de waarschijnlijkheid van economische voordelen. Om tot activering over te kun-nen gaan dient er sprake te zijn van een verhoging van het prestatievermogen. Dit kunnen zijn: kos-ten voor grootonderhoud en renovaties die leiden tot gebruiksduurverlenging en huurverhogingen.

Afschrijvingen worden aan het begin van de periode vastgesteld. De methode staat vast, zodat het waardeverloop van het onroerend goed van te voren duidelijk is (Gruis, 2001). Afschrijvingstermijnen zijn over het algemeen gelijk aan de exploitatieduur van de woningen. De woningcorporaties hebben enige mate van vrijheid aangezien ze zelf de afschrijvingsmethode kunnen kiezen. In het Handboek Woningcorporaties (2012) wordt vermeld dat de annuïtaire afschrijvingsmethode niet passend is voor woningcorporaties. Afschrijvingen dienen de waardevermindering van het actief zo goed moge-lijk te benaderen. De annuïtaire afschrijvingsmethode is een progressief afschrijvingssysteem, dit past niet bij het gebruikspatroon van sociale huurwoningen (RJ 645.212). In de praktijk wordt deze methode toch het meest gehanteerd.

### Bedrijfswaarde

Een door woningcorporaties veelgebruikte waarderingsgrondslag is de bedrijfswaarde. De bedrijfs-waarde van een sociale huurwoning is de contante waarde van toekomstige kaststromen van die wo-ning. Dit omvat de ingaande en uitgaande kasstromen. De contante waarde van toekomstige kosten en de contante waarde van de restwaarde behoren derhalve ook tot de bedrijfswaarde (Handboek Jaarrekening, 2011). De bedrijfswaarde is dus een zeer subjectieve waardebepaling omdat die uitgaat van verwachtingen. Toekomstige ingaande kasstromen zijn bekend, ook stijgingen hierin zijn goed te voorspellen. De vraag is in hoeverre woningcorporaties kunnen inschatten welke kosten in de toe-komst gemaakt zullen worden en wat de restwaarde van een woning over X jaar is.

Schattingen van kasstromen bestaan uit prognoses van de kasontvangsten bij voortgezet gebruik van het actief en kasuitgaven die noodzakelijk zijn kasontvangsten te generen (RJ 121.311). Als laatste dient de restwaarde van het actief te worden geschat (RJ 121.320).

Daarnaast is de gebruikte disconteringvoet van grote invloed. Dit is ook altijd een schatting en aan verandering onderhevig. De disconteringsvoet moet de actuele marktrente en de specifieke risico’s met betrekking tot het actief weergeven (RJ 121.323). In de praktijk hanteren woningcorporaties de disconteringsvoet die wordt berekend door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Op de website van het WSW wordt deze toegelicht ([www.wsw.nl](http://www.wsw.nl)). Algemene inflatie (2%), reële rente tien-jaars-staatsleningen (2,5%), een algemene spread voor de corporaties (0,50%) en een kostentoeslag van 0,25% die voortvloeit uit de overige financieringskosten. Dit brengt de disconteringsvoet tot 5,25% voor het jaar 2012. Dit percentage geeft aan welk rendement wordt vereist op investeringen.

Bij berekening van de bedrijfswaarde zijn de volgende uitgangspunten en parameters van belang: (Handboek Woningcorporaties, 2012)

#### De exploitatieduur

Voor de afschrijving van de buitenschil (casco) van huurwoningen wordt een termijn gegeven van vijftig jaar. De exploitatieduur voor de berekening van de bedrijfswaarde wordt derhalve ook veelal op vijftig jaar geschat. De economische levensduur van huurwoningen kan worden gewijzigd nadat renovatie- of sloopplannen zijn gemaakt (RJ 121.136).

#### De jaarlijkse huurontwikkeling

De eerste vijf jaren van verwachte kasstromen kunnen door woningcorporaties zelf ingevuld worden. Dit moet wel conform zijn met het beleid van de gehele corporatie en gebaseerd op budgetten van de leiding. De huurstijgingen na vijf jaar worden gebaseerd op cijfers die in lijn zijn met de gehele sector.

#### De mutatiegraad

De mutatiegraad is een parameter die aangeeft hoeveel nieuwe verhuringen van bestaande woningen hebben plaatsgevonden. Dit wordt uitgedrukt in een percentage van het totale woning-aanbod van de corporatie. De mutatiewaarde wordt geschat op basis van gegevens uit het verleden. De mutatiegraad heeft geen directe invloed op de bedrijfswaarde. Maar volgens het actuele waarde-model moeten woningen die op de planning staan verkocht te worden tegen de directe opbrengst-waarde worden gewaardeerd. Hier speelt de mutatiegraad wel een rol.

#### De jaarlijkse lastenontwikkeling

Net als bij de jaarlijkse huurontwikkeling kunnen woningcorporaties in de eerste vijf jaren de lasten-ontwikkeling zelf invullen. In de periode na vijf jaar moeten de cijfers in overeenstemming zijn met de lastenontwikkeling die voor de sector gebruikelijk is.

#### De restwaarde en de sloopkosten

De restwaarde van huurwoningen wordt geschat, hier worden verwachte sloopkosten van afgetrok-ken en verdisconteerd in de bedrijfswaarde. Hier heeft de woningcorporatie dus ook veel vrije invul-ling in de bepaling van de bedrijfswaarde.

#### Huurwoningen die worden verkocht

De balanswaarde van huurwoningen die verkocht worden, staan onder invloed van het verkooptem-po van woningen en de ontwikkeling van de verkoopwaarde van soortgelijke woningen. Het verkoop-tempo en de ontwikkeling van de verkoopwaarde zijn van invloed op de (ongerealiseerde) winst. Woningcorporaties moeten zelf prognoses hierover maken.

Door de vrijheid van corporaties in het bepalen van huurontwikkeling, lastenontwikkeling, restwaar-de en prognoses over verkopen heeft de toegekende bedrijfswaarde een grote mate van subject-iviteit.

### 1.4 Actuele waarde

De actuele waarde van een materieel vast actief is gelijk aan de vervangingswaarde. Wanneer de bedrijfswaarde van het actief lager is, is de actuele waarde gelijk aan de bedrijfswaarde. Wanneer het actief verkocht gaat worden, is de actuele waarde gelijk aan de directe opbrengstwaarde (Art. 7 BAW).

De vervangingswaarde is de waarde die het bedrag weergeeft dat nodig zou zijn om een actief te kunnen vervangen voor een actief dat van soortgelijke betekenis is (Art. 2 BAW). In het geval van een woningcorporatie zou die waarde bepaald kunnen worden aan de hand van huizenprijzen van soort-gelijke woningen.

De directe opbrengstwaarde is van toepassing wanneer bij gebruik van actuele waarde wordt be-sloten de woning te verkopen. De waarde wordt bepaald naar aanleiding van een schatting van het bedrag waartegen de woning maximaal kan worden verkocht. Hier worden nog bijkomende kosten zoals verkoopkosten van afgetrokken (Art. 5 BAW).

De actuele waarde is over het algemeen gelijk aan de bedrijfswaarde. De bedrijfswaarde geeft bijna altijd een lagere waarde aan dan de vervangingswaarde. Het enige verschil tussen bedrijfswaarde en actuele waarde voor woningcorporaties is het waarderen tegen opbrengstwaarde als besloten wordt tot verkoop. Zie voor verdere invulling van de actuele waarde paragraaf 3.3.3.

### 1.5 Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde

De bedrijfswaarde is de belangrijkste waarderingsgrondslag voor woningcorporaties. Deze methode kent een grote vrijheid in de invulling van de waardebepaling. Zo kan het gebeuren dat corporaties op een afwijkende manier hun woningbezit waarderen. ‘Het doet afbreuk aan het inzicht in de finan-ciële positie en vergelijkbaarheid van woningcorporaties’ (CFV, 2008). Als de financieel toezichthou-der voor woningcorporaties moet het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) beoordelen hoe corpo-raties er voor staan. Om de onduidelijkheid over de financiële positie van woningcorporaties weg te nemen heeft het CFV de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde geïntroduceerd. Deze volkshuisvest-elijke exploitatiewaarde zorgt voor uniformering in de waardering tegen bedrijfswaarde en een betere vergelijkbaarheid van woningcorporaties. Het CFV ontvangt gegevens van woningcorporaties over hun berekeningen van de bedrijfswaarde en past deze aan om tot de volkshuisvestelijke exploi-tatiewaarde te komen.

In zes stappen wordt van bedrijfswaarde naar volkshuisvestelijke exploitatiewaarde gegaan (CFV, 2008):

1. Moment van disconteren gelijkstellen.
2. Verkoopwaarden in bedrijfswaarde corrigeren naar doorexploitatiewaarde.
3. Uniformering van huurstijging, huurderving en kosten.
4. Uniformering van de economische levensduur.
5. Bepaling van restwaarde gelijkstellen.
6. Opgenomen lastenniveau in bedrijfswaarde gelijkstellen.

#### Moment van disconteren gelijkstellen

De bedrijfswaarde bestaat uit toekomstige kasstromen die verdisconteerd worden. Het is van belang voor de uitkomst van die discontering of er van uit gegaan wordt of de kasstromen op 1 januari, dan wel halverwege het jaar of op 31 december vervallen. Wanneer ingaande kasstromen op een later moment worden verdisconteerd, zal de bedrijfswaarde lager uitvallen. Volgens het CFV is het onrea-listisch om te stellen dat alle kasstromen aan het begin of einde van het jaar vallen. Daarom is er voor de uniformering voor gekozen alle kasstromen halverwege het jaar te laten vervallen.

#### Verkoopwaarden in de bedrijfswaarde corrigeren naar doorexploitatiewaarde

In de bedrijfswaarde kunnen toekomstige inkomsten uit verwachte verkoop worden inbegrepen. Dit wordt niet door alle corporaties toegepast. Het CFV gaat in de berekening van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde uit van ‘doorexploitatie’. Dat wil zeggen dat ze er niet van uit gaan dat er wordt verkocht, maar dat de exploitatie wordt doorgezet. Wanneer de gemiddelde bedrijfswaarde van de te verkopen woningen hoger is dan de gemiddelde bedrijfswaarde van vergelijkbare woningen die wel worden doorgeëxploiteerd wordt de waarde naar beneden aangepast.

#### Uniformering van huurstijging, huurderving, kosten en disconteringsvoet

In de berekening van de bedrijfswaarde is de groeivoet van de huurstijging van groot belang. Zo zijn er nog andere parameters die woningcorporaties zelf in kunnen vullen. Voor huurstijging heeft het CFV een bovengrens ingesteld. Wanneer een corporatie hierboven zit wordt deze bij berekening van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde naar beneden aangepast. Voor bepaling van huurderving wordt een bandbreedte ingesteld. De onderhoudskostenstijging wordt bepaald naar aanleiding van de inflatie voor de bouwkostenontwikkeling. De disconteringsvoet die gehanteerd wordt is volgens de regels van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW).

#### Uniformering van de economische levensduur

De economische levensduur van het woningbezit bepaalt hoeveel kasstromen er nog zullen worden gegenereerd. Wanneer de ingaande kasstromen groter zijn dan de uitgaande kasstromen, zal de bedrijfswaarde hoger zijn bij een langere levensduur. Voor een goede vergelijking van woningcorpo-raties is het van belang dat de gehanteerde economische levensduur niet te veel afwijkt van het ge-middelde. Het CFV heeft daarom een bandbreedte ingesteld voor 3 jaar. Wanneer een woningcorpo-ratie in haar berekende economische levensduur meer dan 3 jaar afwijkt van het gemiddelde van woningcorporaties met een vergelijkbaar woningbezit, wordt er een aanpassing van de economische levensduur gemaakt zodat deze binnen de bandbreedte valt.

#### Bepaling van de restwaarde gelijkstellen

Woningcorporaties hanteren verschillende methoden voor de bepaling van de restwaarde in de berekening van de bedrijfswaarde. Sommige gaan uit van een restwaarde van nihil, andere gebruiken de historische kostprijs voor hun berekening of er wordt aan de hand van de huidige grondwaarde een restwaarde berekend. Het CFV wil dit gelijktrekken. Alleen bij woningen die gesloopt zullen wor-den, wordt niet gecorrigeerd. Bij sloop is er vaak sprake van bestemmingswijziging wat de waar-de van de grond doet veranderen. Woningen die niet gesloopt zullen worden krijgen een restwaarde van €5000,- toegekend, dit is een vrij arbitraire methode van het CFV.

#### Opgenomen lastenniveau in de bedrijfswaarde gelijkstellen

De laatste aanpassing gaat over de indirecte kosten. Het is moeilijk deze goed aan woningen toe te kennen doordat ze niet in direct verband staan. Het lastenniveau per woning dat is opgegeven door de woningcorporaties wordt vergeleken met gemiddelden op sectorniveau. Er is ook hier een band-breedte vastgesteld en wanneer een corporatie te veel afwijkt, wordt dit aangepast.

Het CFV geeft in de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde geen vrijheid meer in de berekening van de bedrijfswaarde. Dit is een goed hulpmiddel om woningcorporaties te kunnen vergelijken.

### 1.6 Conclusie

De waarderingsmethoden van woningbezit van woningcorporaties zijn behandeld. Bij de methode van historische kostprijs minus afschrijving werd duidelijk dat er altijd rekening gehouden moet worden met bijkomende kosten. Investeringen kunnen worden geactiveerd bij een verhoging van het prestatievermogen. Woningcorporaties mogen zelf de methode van afschrijving kiezen. De bedrijfs-waarde is opgebouwd uit de verdisconteerde in- en uitgaande kasstromen behorende bij het vastgoed. De door het WSW aangeleverde disconteringsvoet van 5,25% wordt gebruikt. Verdere uitgangspunten en parameters bij de bedrijfswaarde zijn: de exploitatieduur, de jaarlijkse huur-ontwikkeling, de mutatiegraad, de jaarlijkse lastenontwikkeling, de restwaarde en de sloopkosten en de verkoop van woningen. Gebruik van de actuele waarde kan drie dingen betekenen. In eerste instantie is de actuele waarde gelijk aan de vervangingswaarde. Wanneer de bedrijfswaarde lager is, is deze van toepassing. Wanneer een woning verkocht zal worden moet deze tegen directe opbrengstwaarde op de balans worden gewaardeerd. Tot slot is de volkshuisvestelijke exploitatie-waarde geïntroduceerd. Deze wordt gehanteerd door het Centraal Fonds Volkshuisvesting om beter toezicht te kunnen houden op woningcorporaties en de vergelijkbaarheid van corporaties is daardoor aanzienlijk toegenomen.

Hoofdstuk 1 van deze scriptie vormt de basis voor het vervolg van het onderzoek. In Hoofdstuk 2 zal duidelijk worden waar de financiële positie van een woningcorporatie uit bestaat. Daarna kunnen uitspraken gedaan worden over de invloed van waarderingsmethoden op de financiële positie van woningcorporaties.

## 2: Financiële positie

### 2.1 Inleiding

Regelmatig komt in het nieuws dat woningcorporaties onder druk staan. Maar aan welke voorwaar-den moet de jaarrekening voldoen voordat de financiële positie van een woningcorporatie zorgwek-kend is?

Dit hoofdstuk hangt samen met de tweede deelvraag. Het zal duidelijk worden wat een financiële positie is en wat het specifiek voor de woningcorporatie betekent. De financiële positie wordt in hoge mate bepaald door de waarderingsgrondslag aangezien de balanspost ‘sociaal vastgoed’ een groot deel uitmaakt van het totale vermogen. Begrippen als liquiditeit, solvabiliteit, rentabiliteit en rentedekkingsgraad zullen aan bod komen. Met name de trend van krediet aanvragen bij commer-ciële banken is hierbij van belang. Het belangrijkste bij het inzicht krijgen in de financiële positie van een entiteit is het bestuderen van de jaarrekening. Voor dit hoofdstuk zijn vijf woningcorporaties ge-selecteerd waarvan de ratio’s per paragraaf worden vermeld. De berekeningen zijn te vinden in Ap-pendix A. In paragraaf 2.2 wordt liquiditeit besproken. Paragraaf 2.3 gaat over solvabiliteit, paragraaf 2.4 over rentabiliteit, paragraaf 2.5: rentedekkingsgraad. Ten slotte paragraaf 2.6 over continuïteit en in paragraaf 2.7 wordt een begin gemaakt met het vraagstuk over de financiering van woningcorporaties.

### 2.2 Liquiditeit

De mate van liquiditeit van een onderneming geeft aan in welke mate zij aan haar korte termijn financiële verplichtingen kan voldoen (Gruis, 2001).

Liquiditeit wordt in de bedrijfseconomie in twee ratio’s uitgedrukt. Er is een liquiditeitsratio in ruime zin, ofwel de current ratio en er is een liquiditeitsratio in enge zin, ofwel quick ratio of de acid test. De formule van de liquiditeitsratio in ruime zin is als volgt:



|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Current Ratio |
| Mozaïek Wonen Gouda | 0,50 |
| Woonstad Rotterdam | 0,54 |
| Ymere Amsterdam | 0,17 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 1,07 |
| Portaal Baarn | 1,92 |

Wanneer er een grotere uitkomst is dan 1 zijn de vlottende activa groter dan het vreemd vermogen op korte termijn. De onderneming wordt dan geacht in staat te zijn aan haar korte termijn financiële verplichtingen te kunnen voldoen. Volgens deze regel scoren slechts twee van de vijf hiernaast ver-melde woningcorporaties voldoende wat betreft hun current ratio.

De formule van de liquiditeitsratio in enge zin:



Deze formule is van groter belang voor woningcorporaties. In de liquiditeitsratio in enge zin worden vlottende activa die niet direct in geld om te zetten zijn buiten beschouwing gelaten. In het geval van woningcorporaties gaat het om woningen die bestemd zijn voor verkoop. Deze worden wel tot de vlottende activa gerekend, maar kunnen relatief niet snel worden omgezet in liquide middelen. Zelfs vastgoed in ontwikkeling bestemd voor verkoop wordt tot vlottende activa gerekend (Jaarverslag Ymere, 2012). De liquiditeitsratio in enge zin is dus een strengere berekening van liquiditeit. Ook bij de schulden worden slechts de meest liquide elementen meegenomen in de berekening (Ooghe & Van Wymeersch, 2008).

### 2.3 Solvabiliteit

In de economische literatuur wordt onder solvabiliteit verstaan: de mate waarin een onderneming bij liquidatie kan voldoen aan openstaande financiële verplichtingen. De volgende formule wordt gehan-teerd:



|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Solvabiliteit |
| Mozaïek Wonen Gouda | 0,35 |
| Woonstad Rotterdam | 0,50 |
| Ymere Amsterdam | 0,56 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 0,58 |
| Portaal Baarn | 0,24 |

In het geval van deze formule moet er een uitkomst zijn van minimaal 0,5 om bij liquidatie aan de financiële verplichtingen te kunnen voldoen. Het eigen vermogen zou dan voldoende groot zijn om het vreemd vermogen te dekken. Woningcorpo-raties kunnen een lagere solvabiliteit aanhouden doordat ze grote stille reserves hebben in hun wo-ningbezit. Drie van de vijf woningcorporaties heb-ben een voldoende grote solvabiliteit.

Volgens Gruis (2001) wordt de solvabiliteit van woningcorporaties bepaald door de mate waarin de lange termijn verplichtingen worden gedekt door de lange termijn inkomsten. Het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) geeft een solvabiliteitsoordeel aan woningcorporaties:

*“Bij het solvabiliteitsoordeel wordt vastgesteld of een corporatie op basis van voortzetting van het beheer op balansdatum haar verplichtingen kan nakomen. Het solvabiliteitsoordeel is gebaseerd op twee bouwstenen: het volkshuisvestelijk vermogen op balansdatum en het vermogen dat op balans-datum beschikbaar moet zijn om de risico’s te kunnen opvangen.”*

Bij woningcorporaties gelden andere eisen ten aanzien van de solvabiliteit. Er volgt een positief oor-deel wanneer de solvabiliteit niet te veel afwijkt met vorige jaren (CFV, 2012a). Het is niet nodig dat alle schulden kunnen worden gedekt met eigen vermogen. De eis is dat de corporatie bij een norma-le gang van zaken per balansdatum haar verplichtingen kan nakomen. Het CFV gaat uit van de vol-gende formule:



Het volkshuisvestelijk vermogen wordt berekend door woningen te waarderen tegen de uniforme volkshuisvestelijk exploitatiewaarde. Hier worden voorzieningen bij opgeteld en immateriële vaste activa afgetrokken. Het risicovermogen is de waarde van de schulden die nodig is om met 95% zeker-heid te kunnen zeggen dat de corporatie aan haar verplichtingen kan voldoen. Wanneer de uitkomst groter dan nul is, volgt er een positief oordeel CFV (2012a).

Hier is een duidelijke link te zien tussen de definitie van solvabiliteit en het waarderen tegen bedrijfs-waarde. Het overgrote deel van het volkshuisvestelijk vermogen bestaat immers uit de toekomstige kasstromen wanneer wordt gewaardeerd tegen bedrijfswaarde. Zo kan goed worden bepaald of de lange termijn verplichtingen gedekt kunnen worden.

### 2.4 Rentabiliteit

Rentabiliteit kan volgens de bedrijfseconomische theorie op drie manieren tot uitdrukking komen.

Rentabiliteit van het eigen vermogen:



Rentabiliteit van het totale vermogen:



Rentabiliteit van het vreemd vermogen:



De rentabiliteit van het eigen vermogen valt vaak lager uit dan de rentabiliteit op het totaal vermo-gen. Bij rentabiliteit wordt de betaalde rente opgeteld bij de nettowinst. Bij woningcorporaties is de rente vaak een hoog bedrag, waardoor de rentabiliteit op het totale vermogen hoger uitvalt dan de rentabiliteit op het eigen vermogen. Het hefboomeffect werkt de verkeerde kant op. Normaal zou-den bij een hoger rendement dan de interestkosten de rentabiliteit op het eigen vermogen hoger moeten zijn dan de rentabiliteit op het totale vermogen. Bij woningcorporaties is het rendement vaak niet eens groter dan de betaalde rente.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Woningcorporatie | Rentabiliteit Eigen vermogen | Rentabiliteit Totaal Vermogen | Rentabiliteit Vreemd Vermogen |
| Mozaïek Wonen Gouda | -0,037 | 0,0058 | 0,0414 |
| Woonstad Rotterdam | -0,076 | -0,0231 | 0,0312 |
| Ymere Amsterdam | -0,041 | -0,0057 | 0,0367 |
| De Goede Woning Neerijnen | 0,067 | 0,0583 | 0,0452 |
| Portaal Baarn | -0,034 | 0,0323 | 0,0357 |

### 2.5 Rentedekkingsgraad

De rentedekkingsgraad is een parameter die gebruikt wordt door kredietverschaffers om te bepalen of de entiteit waar een lening aan verstrekt wordt in staat is aan de renteverplichting te voldoen. De formule van de rentedekkingsgraad is algemeen bekend in de volgende vorm:



|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Rentedekkingsgraad |
| Mozaïek Wonen Gouda | 1,7 |
| Woonstad Rotterdam | 1,8 |
| Ymere Amsterdam | 1,6 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 1,9 |
| Portaal Baarn | 1,4 |

Bij een hogere uitkomst van de rentedekkingsgraad is er een lager risico dat er aan de renteverplicht-ing niet voldaan kan worden (CFV, 2012b). Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) hanteert een minimum van 1,3. Wanneer de rente dekkingsgraad lager ligt, is dat een signaal dat er op korte termijn een risico ontstaat dat er niet aan de renteverplichting kan worden voldaan en dat er niet kan worden afgelost (WSW, 2009). Een te hoge rentedekkingsgraad is ook niet positief. Dit zou betekenen dat er meer geïnvesteerd zou kunnen worden terwijl dit wordt nagelaten. Over het alge-meen geldt een maximum van 2,0. De vijf geselecteerde woningcorporaties bevinden zich alle binnen deze bandbreedte.

De rentedekkingsgraad is een kengetal dat niet alleen de huidige situatie beschrijft. De kasstromen beschrijven de middelen die er in de toekomst zijn om aan verplichtingen te voldoen. Hierdoor is de rentedekkingsgraad voor kredietverstrekkers een belangrijke financieringsvoorwaarde.

### 2.6 Continuïteit

Het CFV is de financieel toezichthouder voor woningcorporaties. Jaarlijks wordt er een oordeel gege-ven over de financiële positie van iedere woningcorporatie. Dit oordeel bestaat uit een solvabiliteits-oordeel en een continuïteitsoordeel. Solvabiliteit is reeds uitgelegd in paragraaf 2.3. Als voorbeeld staan hieronder de oordelen van het CFV over Stichting Mozaïek Wonen uit Gouda. Afkomstig uit het respectievelijke Corporatie in Perspectief Analyse 2012.



Om tot het continuïteitsoordeel te komen wordt vastgesteld of de door de corporatie voorgenomen activiteiten in de komende vijf jaren in balans is met de verwachte financiële mogelijkheden (CFV, 2012a). Er wordt op twee momenten een vergelijking gemaakt tussen het volkshuisvestelijke vermo-gen en een risicobedrag samen met verschuldigde vennootschapsbelasting. Deze momenten zijn na drie en vijf jaar. Het continuïteitsoordeel houdt ook rekening met niet-rendabele investeringen zoals investeringen in maatschappelijke projecten en sommige investeringsprojecten voor sociale verhuur. De oordelen lopen van A1 tot en met B2, van geen gevaar tot en met gevaar op korte termijn (binnen twee jaar).

In grote mate is de methodiek van oordelen over de continuïteit en de solvabiliteit voor woningcor-poraties dezelfde. Alleen bij continuïteit gaan de berekeningen over momenten in de toekomst. Sol-vabiliteit zegt iets over de situatie per balansdatum.

### 2.7 Samenstelling van het vreemd vermogen

Normaal kunnen corporaties lenen tegen een gunstige rente doordat leningen worden gewaarborgd door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Echter, het WSW geeft voorlopig geen garan-ties meer op nieuwe leningen vanwege de verhuurdersheffing (zie paragraaf 3.5) en de bijdrage die corporaties moeten leveren aan de sanering van Vestia (Aedes, 2012). Op 27 mei van dit jaar meldt het WSW dat ze ervan uit gaat dat corporaties ook op andere manieren hun financiering rond kun-nen krijgen (WSW, 2013).

|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Percentage door WSW geborgde leningen |
| Mozaïek Wonen Gouda | 100% |
| Woonstad Rotterdam |  |
| Ymere Amsterdam | 98% |
| De Goede Woning - Neerijnen | 100% |
| Portaal Baarn |  |

Zoals te zien in bovenstaande tabel maken corporaties in grote mate gebruik van de waarborgfunctie van het WSW. Het lijkt onmogelijk voor een woningcorporatie leningen af te sluiten voor nieuwe in-vesteringen. Zonder waarborgstelling van het WSW zal een hogere rente betaald moeten worden en de vraag is of corporaties hiertoe bereid zijn. De onrendabele investeringen ten behoeve van sociale woningbouw komen niet in aanmerking voor financiering zonder waarborgstelling. Het onderpand dat afgegeven wordt is nooit zo groot als de financieringsbehoefte. Nieuwbouwprojecten ten be-hoeve van sociale woningen zullen dus voor het grootste deel uit eigen middelen gefinancierd moet-en worden. Hoe dit in zijn werk gaat komt aan bod in Hoofdstuk 4.

### 2.8 Conclusie

De componenten waar de financiële positie uit is opgebouwd zijn besproken in Hoofdstuk 2. De liqui-diteitsratio geeft een indicatie of de entiteit op korte termijn aan haar verplichtingen kan voldoen. De liquiditeitsratio in enge zin (quick ratio) sluit ‘vastgoed bestemd voor verkoop’ uit van de vlottende activa en geeft daarom een beter beeld over de mogelijkheid tot het voldoen aan financiële ver-plichtingen op de korte termijn. Voor solvabiliteit geldt een algemene formule en een berekening volgens het CFV die onder andere rekening houdt met de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Naar aanleiding hiervan geeft het CFV een oordeel over de solvabiliteit van woningcorporaties. Rentabili-teit kan berekend worden op basis van eigen vermogen, totaal vermogen of vreemd vermogen. Het geeft de verhouding weer van de winst en het vermogen dat hiervoor is gebruikt. De rentedekkings-graad geeft aan in hoeverre corporaties aan hun renteverplichtingen kunnen voldoen. Bij een lagere rentedekkingsgraad bestaat er een risico dat de rente niet meer betaald kan worden. Een hogere rentedekkingsgraad geeft aan dat er meer geïnvesteerd zou kunnen (moeten) worden. Continuïteit van woningcorporaties wordt beoordeeld door het CFV op basis van gegevens over toekomstige activiteiten en kasstroomposities. Solvabiliteit is een momentopname, continuïteit gaat over de toekomst. Net als solvabiliteit zijn ook de liquiditeit en rentabiliteit statische kengetallen. Ze beschrij-ven de huidige situatie maar zijn weinigzeggend over de toekomst. De rentedekkingsgraad daaren-tegen is net als continuïteit een meer op de toekomst gericht kengetal. Als laatste is in dit hoofdstuk de problematiek rond de waarborgstelling door WSW aan bod gekomen. De gevolgen hiervan zullen besproken worden in Hoofdstuk 4.

## 3: Wet- en regelgeving.

### 3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt alle regelgeving die van toepassing is op woningcorporaties betreffende de waardering van vastgoed behandeld. In Richtlijn 645 worden woningcorporaties aangeduid als toege-laten instellingen volkshuisvesting. Meer algemene regels voor toegelaten instellingen zijn te vinden in het Besluit beheer sociale huursector (BBSH). Dit besluit behandelt onder meer toelating, statuten, fusies, werkzaamheden en verslaggeving. In paragraaf 3.2 komen alleen de bepalingen omtrent de verslaggeving uit de BBSH aan de orde. In paragraaf 3.3 wordt de herziene RJ 645 (2011) behandeld. In paragraaf 3.4 komen de wijzigingen in RJ 645 (herzien 2011) ten opzichte van RJ 645 (aangepast 2005) aan de orde. Ook de redenen achter de wijzigingen worden besproken. Ten slotte wordt in pa-ragraaf 3.5 aandacht besteed aan actuele ontwikkelingen.

### 3.2 Besluit beheer sociale huursector

In hoofdstuk IV van het BBSH wordt voorgeschreven hoe de woningcorporaties hun verslaglegging van de werkzaamheden moeten uitvoeren. Het grootste deel van de bepalingen uit titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek is ook van toepassing op woningcorporaties. Hierin staan voorschriften aangaande de jaarrekening en het jaarverslag voor onder andere coöperaties, NV’s en BV’s (art. 2:360 BW). Het BBSH geeft de uitzonderingen op deze wetten voor woningcorporaties. Het jaarver-slag moet bestaan uit twee delen: een verslag over de volkshuisvestelijke werkzaamheden en een jaarrekening. In het volkshuisvestelijke verslag moeten de volgende prestatiemaatstaven genoemd worden: kwaliteit van de woningen, verhuur van woningen, betrekken van bewoners bij beleid en beheer, voorzien in zorgwoningen en leefbaarheid. Hierop wordt in het kader van dit onderzoek verder niet ingegaan. Een belangrijke eis die aan de jaarrekening wordt gesteld is dat de financiële positie inzichtelijk wordt gemaakt (art. 26 lid 2f BBSH). Hiervoor is het noodzakelijk dat de ontwik-keling van de liquiditeit, solvabiliteit en rentabiliteit over de afgelopen vijf jaar wordt getoond. Jaar-lijks dienen de stukken te worden ingeleverd bij de Minister voor Wonen en Rijksdienst, college van B&W van de vestigingsplaats en bij het CFV.

Het BBSH stelt zeer algemene voorwaarden voor de jaarverslaggeving. Over het onderwerp van de waardebepaling van onroerend goed wordt alleen vermeld dat de gegevens over de bedrijfswaarde-berekening aan het Rijk toegezonden moeten worden. Dit moet omdat voor een goede beoordeling van de huidige en de in de toekomst te verwachten financiële positie inzicht in de bedrijfswaarde vereist is (Toelichting BBSH).

### 3.3 RJ 645 (herzien 2011)

In 2011 is de Richtlijn 645 herzien en is sinds het verslagjaar 2012 van kracht voor toegelaten instel-lingen volkshuisvesting (woningcorporaties). In RJ 645.1 worden algemene zaken omtrent woningcor-poraties behandeld, zoals dat zij een maatschappelijke functie hebben ten behoeve van de volkshuis-vesting. Op deze plek zal daar niet verder op in worden gegaan. Wel van belang is de rol die aan res-pectievelijk het CFV en WSW wordt toebedeeld. Ten behoeve van een toezichtfunctie (CFV) en een borgende functie (WSW) verstrekken woningcorporaties informatie zodat CFV en WSW parameters en disconteringsvoet kunnen voorschrijven voor de bedrijfswaardeberekening. De toezichthouder heeft een sterke invloed op de bedrijfswaarde die hij vervolgens zelf moet beoordelen.

#### 3.3.1 Onderscheid in vastgoed

Onderscheid in vastgoed kan worden gemaakt volgens de beschikking van de Europese Commissie van 15 december 2009 of volgens RJ 645.2. Hierbij moet vermeld worden dat RJ 645.2 de beschikking van de Europese Commissie volgt en slechts een uitbreiding hierop is. De indeling in RJ 645.2 ziet er als volgt uit:

 

Bron: RJ 645.204. RJ 2012, p. 889.

Zoals te zien is in de figuur wordt het vastgoed in eerste instantie gesplitst naar wel- en niet-DAEB vastgoed. Het sociaal vastgoed wordt nog verder gesplitst in bedrijfsmiddelen en vastgoedbeleg-gingen. Herclassificatie van vastgoed tussen de categorieën mag niet zomaar gebeuren. De om-standigheden moeten dusdanig wijzigen dat het vastgoed voor de woningcorporatie een andere functie krijgt (RJ 213.601).

#### 3.3.2 Kostprijsmodel

De waardering bij eerste verwerking bij de drie categorieën is dezelfde: tegen kostprijs (RJ 645.202). Het kostprijsmodel staat verder uitgewerkt in paragraaf 1.2. De waardering na de eerste verwerking kan volgens het kostprijsmodel of het actuele waardemodel. De woningcorporatie staat voor een keuze, maar hoe dan ook moet de actuele waarde van het vastgoed worden toegelicht (RJ 645.509). Vanwege ouderdom van woningen betekent waardering tegen historische kostprijs vaak een lagere balanswaarde dan waardering volgens het actuele waarde model. Corporatie Mercatus heeft bijvoor-beeld op de jaarrekening een boekwaarde van €127.750.000 volgens historische kostprijs. In de toe-lichting staat ook de bedrijfswaarde van dit bezit vermeld: €220.000.000 (Jaarverslag Mercatus, 2012).

#### 3.3.3 Actuele waarde model

Er is een verschil in het actuele waardemodel tussen sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel enerzijds en sociaal vastgoed als belegging en commercieel vastgoed anderzijds. Voor sociaal vastgoed als be-drijfsmiddel dient de actuele waarde bepaald te worden aan de hand van RJ 212.403 (RJ 645.210). Zie hierover ook paragraaf 1.4. Dit resulteert over het algemeen in een waardering tegen bedrijfs-waarde omdat deze vaak lager is dan de vervangingswaarde. De bedrijfswaarde is lager omdat er meestal sprake is van onrendabele investeringen. In 2009 zijn de gemiddelde investeringskosten per woning €60.700 hoger dan de bedrijfswaarde (VTW, 2011). Het aantal nieuw gebouwde woningen in 2009 bedroeg 40.500 (Aedes, 2013).

De actuele waarde voor sociaal vastgoed als belegging en commercieel vastgoed resulteert in een waardering tegen reële waarde (RJ 213.503). De reële waarde is de maximale waarde die redelijk-erwijs verkregen kan worden bij verkoop (RJ 213.505). Omdat de reële waarde voor sociaal vastgoed lastig te bepalen is (geen courante prijzen op beschikbare markt aanwezig), wordt de reële waarde geschat aan de hand van RJ 213.509c. Woonstad Rotterdam gebruikt deze methode in haar jaar-verslag over 2012. Over een periode van 15 jaar worden ontvangsten en uitgaven geschat en contant gemaakt, daarnaast wordt de eindwaarde bepaald en contant gemaakt. In de berekening van de con-tante waarde wordt gestreefd naar winstmaximalisatie. Er wordt uitgegaan van twee scenario’s; doorexploiteren en uitponden. Doorexploiteren betekent dat er van uit gegaan wordt dat het pand verhuurd zal blijven, uitponden betekent dat bij mutatie (wisseling van bewoner) tot verkoop wordt overgegaan. Het scenario die de hoogste waarde aan het complex toekent, wordt gebruikt als reële waarde (Jaarverslag Woonstad, 2012). De reële waarde van commercieel vastgoed wordt bepaald aan de hand van marktprijzen van vergelijkbare complexen (RJ 213.509 a en b).

### 3.4 Wijziging in de RJ 645 en ratio

#### 3.4.1 DAEB/ niet-DAEB

Het onderscheid dat gemaakt moet worden tussen sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel, sociaal vastgoed als belegging en commercieel vastgoed is nieuw in de herziene RJ 645. In de verslagjaren voorafgaand aan de invoering hiervan werd al het sociaal vastgoed gelijk behandeld. Er kon ook gekozen worden tussen de historische kosten en actuele waarde. De actuele waarde is de bedrijfs-waarde (RJ 645.208 (2005)). De Europese Commissie houdt toezicht op staatssteun die eventueel gegeven wordt. Omdat woningcorporaties private instellingen zijn zou de staatssteun mogelijk in strijd zijn met EU regels. Hierdoor is in Beschikking C(2009)9963 van de Europese Commissie vastge-legd dat alleen Diensten van Algemeen Economisch Belang (DAEB-activiteiten) staatssteun mogen ontvangen. Woningcorporaties moeten ten gevolge hiervan hun vastgoed splitsen in DAEB vastgoed (sociaal vastgoed) en niet-DAEB vastgoed (commercieel vastgoed). Sociaal vastgoed als bedrijfsmid-del wordt gehanteerd wanneer de woningcorporatie een beleid heeft dat gericht is op haar maat-schappelijke functie inzake volkshuisvesting (RJ 940). Sociaal vastgoed als vastgoedbelegging is van toepassing op de portefeuille met vastgoed dat kwalificeert als sociaal (o.a. inkomensgrens voor doelgroep) maar waar de woningcorporatie een uitgangspunt heeft van het maximaliseren van het rendement (RJ 940). De classificatie is in grote mate niet objectief te bepalen. De keuzemogelijkheid in RJ 645 impliceert dat woningcorporaties hun eigen beleid mogen beoordelen met betrekking tot een maatschappelijke functie of rende-mentsmaximalisatie.

#### 3.4.2 Herwaardering van vaste activa

Een gevolg van de splitsing tussen sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel (actuele waarde volgens RJ 212) en sociaal vastgoed als belegging en commercieel vastgoed (actuele waarde volgens RJ 213) is een verschil in de herwaardering van de vaste activa. Onder RJ 212 wordt de herwaardering direct in het eigen vermogen verwerkt via een wettelijke reserve. Onder RJ 213 komt de herwaardering ten laste van de verlies- en winstrekening maar daarnaast moet ook een herwaarderingsreserve gevormd worden. Of ten laste van de Overige Reserves, dan wel ten laste van het winstsaldo. Uiteindelijk is er geen verschil in de verandering in de financiële positie. Het enige verschil is dat bij actuele waarde volgens RJ 213 de ongerealiseerde winst tot uitdrukking komt in de verlies- en winstrekening en bij RJ 212 niet.

#### 3.4.3 Afschrijving

In de nieuwe alinea 211 van RJ 645 is bepaald dat op sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel afgeschre-ven moet worden conform RJ 212.418. Dit betekent dat op componenten van een vast actief afzon-derlijk van elkaar afgeschreven kan worden, de zogenoemde componentenbenadering. Het casco van een huis kan bijvoorbeeld in vijftig jaar worden afgeschreven en een Cv-ketel in vijftien jaar. Af-schrijvingen dienen in overeenstemming te zijn met de levensduur van de componenten, zo is de af-schrijving meer in overeenstemming met de werkelijke waardedalingen.

#### 3.4.4 Verkoop onder voorwaarde

Hoofdstuk 3 van de herziene RJ 645 gaat over de verwerking van opbrengsten van onroerende zaken verkocht onder voorwaarden (VOV). In RJ 645 (2005) kwam dit onderwerp niet voor. VOV-transacties zijn verkopen met een terugkooprecht of een terugkoopplicht. In het geval van een terugkooprecht heeft de woningcorporatie na een VOV-transactie het recht de woning terug te kopen. Wanneer be-paald is dat bij terugkoop de reële waarde moet worden betaald, is er sprake van een normale ver-koop en volgt normale verwerking in de jaarrekening. In het geval dat er terugkooprecht is tegen een significant lagere waarde dan de reële waarde op het moment van verkoop, is er sprake van een fi-nanciering. Door de woning te verkopen heeft de woningcorporatie beschikking gekregen over de stille reserve van de woning. Terugkoop tegen een lagere waarde fungeert als financiering en de VOV-transactie wordt niet gezien als verkoop. Op de balans van de woningcorporatie komt de wo-ning te staan onder de post ‘verkoop onder voorwaarden’. Bij een terugkoopplicht heeft er feitelijk ook geen verkoop plaatsgevonden. De transactie van terugkoopplicht krijgt dezelfde behandeling als die van het terugkooprecht tegen een significant lagere waarde (Handboek Woningcorporaties, 2012).

#### 3.4.5 Rentabiliteitswaardecorrectie

De rentabiliteitswaardecorrectie is in de herziene RJ 645 niet meer toegestaan. De rentabiliteits-waardecorrectie bestond uit het verschil tussen de nominale waarde van vreemd vermogen en deri-vaten en de netto contante waarde van de daarmee samenhangende uitgaven (Jaarverslag Woon-bron, 2011). Dit werd vervolgens in de bedrijfswaarde meegenomen en liet het toekomstige rente-voordeel zien ten opzichte van de disconteringsvoet. Bij het aantrekken van leningen met lagere rentepercentages kon worden afgeweken van de voorgeschreven disconteringsvoet door middel van deze correctie (CFV, 2006). In de oude RJ 645 stond voorgeschreven dat kon worden afgeweken van RJ 121 wat betreft de disconteringsvoet. In de herziene RJ 645 (2011) is deze passage geschrapt, RJ 121 moet gevolgd worden en de rentabiliteitswaarde correctie mag niet meer plaatsvinden. Zo is er in RJ 645 meer aansluiting gevonden met de rest van de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving (CFV, 2012c).

### 3.5 Recente ontwikkelingen

Sinds het einde van 2012 is de minister voor Wonen en Rijksdienst verantwoordelijk voor het toezicht op woningcorporaties. Hiervóór was het de Minister van Binnenlandse Zaken die de verantwoordelijkheid droeg. De taak van de Minister voor Wonen is de woningmarkt voor huur- en koopwoningen uit het slop te trekken. Hierna volgen enkele maatregelen die genomen zijn.

Op 12 maart 2013 kreeg minister Blok politieke steun voor het woonakkoord om scheefwoners aan te pakken. Per 1 juni zullen de huren voor mensen met een hoger inkomen gaan stijgen. Blok ver-klaarde in Nieuwsuur van 13 maart 2013 dat het mes aan twee kanten snijdt; vanwege een hogere huur zullen mensen eerder overwegen een woning te kopen, wat goed is voor de koopmarkt en de vrijgekomen woningen worden beschikbaar gesteld aan gezinnen uit een lagere inkomensgroep.

Deze extra inkomsten lijken positief voor de woningcorporaties te zijn maar ze zullen het direct moeten inleveren in de vorm van een verhuurdersheffing. In 2013 bedraagt deze nog €50 miljoen maar zal in 2017 oplopen tot €1,7 miljard. De heffing geldt voor verhuurders van woningen waarvan de huur lager is dan €681,02 (huurtoeslaggrens). In 2013 moeten verhuurders 0,014% van de WOZ-waarde van deze woningen afdragen. De tarieven vanaf 2014 moeten nog worden bepaald.

 Volgens minister Blok kan de heffing grotendeels uit de huurverhogingen worden betaald maar woningcorporaties spreken dit tegen. De voorzitter van de branchevereniging voor woningcorpo-raties (Aedes) vindt het onterecht dat woningcorporaties op deze manier fungeren als belastingkan-toor (BNR, 2013). Hij berekent dat slechts de helft van de verhuurdersheffing betaald kan worden uit de huurverhogingen. Veel woningcorporaties moeten al saneren en deze heffing zal leiden tot solva-biliteitsproblemen (Stevens, 2013).

### 3.6 Conclusie

In dit hoofdstuk is de regelgeving omtrent woningcorporaties aan de orde gekomen. In het BBSH staan algemene richtlijnen voor het jaarverslag en de jaarrekening. In de RJ 645 worden meer speci-fieke eisen gesteld aan de waarderingsmethoden. In het kader van dit onderzoek is de focus gelegd op de waardering van vastgoed. Het vastgoed valt uiteen in sociaal vastgoed en commercieel vast-goed. Sociaal vastgoed wordt verder gesplitst in sociaal vastgoed als bedrijsmiddel en sociaal vast-goed als belegging. Voor sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel is bij hantering van de actuele waarde RJ 212 van toepassing. Voor sociaal vastgoed als belegging en commercieel vastgoed is bij het actuele waardemodel RJ 213 van toepassing. Bij gebruik van het kostprijsmodel moet voor alle categorieën RJ 645.207/208 gevolgd worden.

De recente wijzigingen van de RJ 645 zijn besproken. Hieruit kwam naar voren dat de verplichte inde-ling in vastgoed een gevolg is van het Besluit van de Europese Commissie om activiteiten te splitsen in DAEB en niet-DAEB. Zo wordt duidelijk dat alleen DAEB activiteiten gesubsidieerd kunnen worden. Andere wijzigingen zijn de methoden van herwaardering van vaste activa, de componentenbenade-ring bij afschrijving, de behandeling van VOV-transacties en afschaffing van de rentabiliteitswaarde-correctie. Als laatste is de verhuurdersheffing aan bod gekomen. De volledige invulling is nog niet duidelijk omdat alleen het tarief voor 2013 bekend is. Het wetsvoorstel voor de verhuurdersheffing vanaf 2014 moet nog door de Tweede Kamer worden behandeld.

## 4: Belang van waarderingsmethoden

### Inleiding

In dit hoofdstuk worden de eerste twee hoofdstukken aan elkaar gekoppeld. De waarderingsmetho-den zijn besproken in Hoofdstuk 1. In Hoofdstuk 2 is uitgelegd aan de hand van welke kengetallen de financiële positie van woningcorporaties wordt beoordeeld. Centraal in dit hoofdstuk is de vraag wat de keuze voor een waarderingsgrondslag tot gevolg heeft. Welke kengetallen worden beïnvloedt door de waarderingsmethoden komt daarbij aan de orde. In paragraaf 4.2 wordt dieper ingegaan op de bedrijfswaarde. Er komt een voorbeeldberekening en duiding van de gevolgen. Paragraaf 4.3 gaat over het uitgangspunt van winstmaximalisatie. Er wordt een vergelijking gemaakt tussen woningcor-poraties en commerciële woonbedrijven. Paragraaf 4.4 is een vervolg op paragraaf 2.7, namelijk met betrekking tot financieringsmogelijkheden.

### 4.2 Bedrijfswaarde en stille reserves

Sinds 1 januari 2012 is de herziene RJ645 van krach. Voor woningcorporaties betekent dit dat het hanteren van de bedrijfswaarde voor sociaal vastgoed verplicht is geworden. Daarnaast zijn er een aantal wijzigingen (zie Hoofdstuk 4) doorgevoerd over de manier hoe de bedrijfswaarde berekend moet worden. Deze bedrijfswaarde roept een aantal vragen op: Hoe ontwikkeld de bedrijfswaarde zich gedurende de economische levensduur in termen van de waarde die op de balans gepresen-teerd wordt? Is het realistisch uit te gaan van een levensduur van minimaal vijftien en maximaal vijftig jaar? Zijn de stille reserves af te leiden uit de jaarrekening?

#### 4.2.1 Bedrijfswaarde berekening

In Appendix B staat een vereenvoudigde berekening van de bedrijfswaarde. Als jaarhuur is de gemid-delde landelijke jaarhuur per woning van woningcorporaties gekozen (CFV, 2012d). Ook de lasten zijn gebaseerd op het landelijk gemiddelde (CFV, 2012d). Het verschil tussen de twee bepaalt het saldo van de in- en uitgaande kasstromen van deze voorbeeldwoning. De huur wordt jaarlijks verhoogd met 2%, conform de richtlijnen van het CFV. De lasten stijgen jaarlijks met 3%, in overeenstemming met de onderhoudsindex zoals die aangeleverd wordt door het CFV. Per jaar wordt de contante waarde berekend tegen een disconteringsvoet van 5,25%. De economische levensduur is vijftig jaar, wat gebruikelijk is voor nieuwe huurwoningen (Handboek Woningcorporaties, 2012). De restwaarde van de woning wordt geschat aan de hand van de grondwaarde (RJ 645). De contante waarde van de restwaarde wordt opgeteld bij de contante waarden van de kasstro-men en dit geeft een eerste bedrijfswaarde van €49.802,51. Zo is ook voor de volgende jaren de bedrijfswaarde berekend. Voor ieder jaar moet de berekening opnieuw uitgevoerd worden. Het zou te uitgebreid zijn om alle berekeningen in de Appendix te zetten dus is er voor gekozen slechts de berekening van het eerste jaar weer te geven. De grafiek loopt slechts tot het begin van jaar 36 omdat bij doorexploitatie de resterende levensduur minimaal vijftien jaar bedraagt (RJ 645). Daarnaast is er een vereenvoudigde berekening van de waarde bij hantering van de historische kostprijs met lineaire afschrijving, wederom rekening houdend met een restwaarde.

Zoals te zien is in de figuur, betekent waarderen tegen bedrijfswaarde een relatief lage boekwaarde. Het is ook vreemd dat de boekwaarde jaarlijks toeneemt tot het begin van jaar acht. Blijkbaar stijgt de contante waarde van de restwaarde in de eerste acht jaren sterker dan de daling van de contante waarden van de toekomstige kasstromen. De contante waarde van de restwaarde wordt steeds ho-ger omdat het moment van realisatie dichterbij komt en de disconteringsperiode kleiner wordt. De som van de contante waarden van de kasstromen daalt doordat het aantal jaren waarover kasstro-men worden berekend minder wordt. De berekeningen kloppen, maar het is niet realistisch om nieuwgebouwde woningen eerst in waarde te laten toenemen en ze vervolgens in waarde te laten afnemen. Het lijkt een kleine waardeverandering, maar overwegende dat woningcorporaties in 2011 gemiddeld 5.685 woningen in bezit hebben en een gemiddelde totale bedrijfswaarde van €300.000.000 opgeven is de waardeontwikkeling opmerkelijk te noemen.

De herziene RJ 645 (2011) verplicht woningcorporaties de bedrijfswaarde te noemen in hun finan-ciële verslaggeving. De bedrijfswaarde heeft nogal wat uitleg nodig voordat de betekenis ervan dui-delijk wordt. Het CFV heeft handreikingen voor het toepassen van de RJ 645 moeten uitgeven en klankbordsessies over dit onderwerp moeten organiseren. Het hogere doel was om alle corporaties op dezelfde manier te laten waarderen. Het CFV moet nog steeds voor iedere woningcorporatie af-zonderlijk een aanzienlijke uniformering toepassen voordat de woningcorporatie beoordeeld kan worden (zie paragraaf 1.5).

#### 4.2.2 Stille reserves

De stille reserves van woningcorporaties bevinden zich in het verschil tussen de bedrijfswaarde en het bedrag dat de woningcorporatie zou krijgen bij directe verkoop van een woning. Omdat de afge-lopen jaren de huizenprijzen aanzienlijk gedaald zijn (16% tussen 1-1-2008 en 1-1-2013 (CBS, 2013)), is het een nadeel dat deze niet in de balans van woningcorporaties naar voren komen. Het is van be-lang voor de bedrijfsvoering van woningcorporaties wat de directe opbrengstwaarde is en dit is niet uit de jaarrekening af te lezen. Wanneer aangenomen wordt dat de directe opbrengstwaarde van huurwoningen ongeveer gelijk is aan de WOZ-waarde, kan de daling van de stille reserves worden berekend. Met een gemiddelde WOZ-waarde van €155.105 en een gemiddelde bedrijfswaarde van €42.253 waren in 2008 de stille reserves €112.852 per woning (CFV, 2012d). Bij een daling van 16% van de WOZ-waarde blijft een waarde van €130.288 over. De laatst bekende gemiddelde bedrijfs-waarde per woning is €49.081, dit resulteert in een gemiddelde stille reserve van €81.207. Er is een daling in de stille reserves waar te nemen van maar liefst 28%. Balanstechnisch betekent dit voor woningcorporaties dat er bij verkoop van een woning gemiddeld 28% minder stille reserve vrijkomt. Dit gegeven is niet waarneembaar uit de jaarrekening, terwijl dit een belangrijk feit is voor de finan-ciering van nieuwe projecten.

### 4.3 Commercieel waarderen en winstmaximalisatie

Commerciële woonbedrijven hanteren als uitgangspunt winstmaximalisatie. Hun onroerend goed dient te worden gewaardeerd tegen het kostprijsmodel of het actuele waarde model (RJ 213.501). Het verschil in de jaarrekening van de woningcorporaties en die van normale woonbedrijven wordt besproken. Als laatste wordt in deze paragraaf de mogelijkheid besproken dat woningcorporaties zelf een uitgangspunt van winstmaximalisatie gaan hanteren.

#### 4.3.1 Commerciële verhuurders

Commerciële woningverhuurders hebben niets te maken met de RJ 645. Wat betreft hun woning-bezit is RJ 213 van toepassing; dit bezit wordt gekwalificeerd als vastgoedbelegging (RJ 213.501). Bij eerste verwerking van de woning in de balans dient de waardering tegen verkrijgingsprijs te geschie-den (RJ 213.301). Na eerste verwerking staat het bedrijf voor een keuze: waarderen volgens het kost-prijsmodel (zie paragraaf 1.2) of volgens het actuele waarde model (zie paragraaf 1.4). Het actuele waarde model schrijft in dit geval voor dat de vastgoedbelegging wordt gewaardeerd tegen reële waarde (RJ 213.503). De reële waarde is gelijk aan de marktwaarde van de vastgoedbelegging (RJ 213.505). Vesteda is een bedrijf dat woningen verhuurt en deze woningen waardeert tegen markt-waarde (Jaarrekening Vesteda, 2012). Het voordeel hiervan ten opzichte van waarderen tegen be-drijfswaarde is dat negatieve waardeveranderingen direct in de winst- en verliesrekening worden opgenomen. Positieve waardeveranderingen komen in een herwaarderingsreserve die ten laste komt van de vrije reserves of van het resultaat van het boekjaar(art. 2:390, lid 1 BW). Bij een bedrijfs-waarde is het bij verkoop de vraag hoe groot de stille reserve is die vrijvalt, bij marktwaardewaar-dering is altijd uit de balans af te lezen welke middelen vrijkomen bij verkoop.

Op basis van de jaarrekeningen van grote commerciële verhuurders als Vesteda, Altera, Breevast en de Rabo Vastgoedgroep is de marktwaarde van vastgoedbeleggingen ongeveer gelijk aan de bruto huuropbrengst vermenigvuldigd met vijftien. Dit betekent dat deze bedrijven een rendement eisen van ongeveer 6,67% (100/15=6,67). De marktwaarde ligt lager dan de WOZ-waarde. Dit komt door-dat een woning in verhuurde staat per definitie minder opbrengt bij verkoop. De marktwaarde in verhuurde staat wordt berekend door de toekomstige kasstromen te delen door het gewenste ren-dement. Wanneer van corporatie Mozaïek Wonen de bruto huuropbrengst wordt gedeeld door 5,25% (disconteringsvoet woningcorporaties) komt daar een waarde uit die 44% hoger is dan de bedrijfswaarde op de balans[[2]](#footnote-2). Hier is geen sprake meer van stille reserves. Het voordeel hiervan is dat de solvabiliteit stijgt, een van de financieringsvoorwaarden, en er kan makkelijker krediet aange-vraagd worden voor nieuwe projecten. In de huidige situatie moeten corporaties eerst bezit afstoten voordat zij opnieuw kunnen investeren. De andere belangrijke financieringsvoorwaarde, de rente-dekkingsgraad, wijzigt echter niet doordat er niets verandert in de kasstromen en renteverplicht-ingen. Een tweede voordeel van deze waardering is dat waardeverminderingen van het bezit direct tot uitdrukking komen in de winst- en verliesrekening. Er is een betere weergave van de huidige marktsituatie op balansdatum. Dit in tegenstelling tot de bedrijfswaarde, waarbij in paragraaf 4.2.2 geconstateerd werd dat de stille reserves met 28% zijn gedaald in de afgelopen vijf jaren en dit niet zichtbaar is op de balans, terwijl het relevant is voor de bepaling van de financiële positie.

#### 4.3.2 Privatisering

Het volledig privatiseren van een woningcorporatie zou betekenen dat het bezit wordt verkocht aan beleggers. Op deze manier kan eigen vermogen in de corporatie worden gebracht. Er schuilt wel een gevaar in het feit dat beleggers winstmaximalisatie als doelstelling hebben. Huren zouden aanzienlijk kunnen worden verhoogd en de maatschappelijke functie van de oude woningcorporatie verwaar-loosd (De Wit, 1995). Dit probleem kan deels voorkomen worden door de geprivatiseerde woning-corporaties fiscale voordelen te bieden wanneer ze voldoen aan de voorwaarden van sociale verhuur (Rötscheid, 1996).

### 4.4 Financieringsmogelijkheden

Waardering tegen bedrijfswaarde geeft een relatief lage balanswaarde. De solvabiliteit is laag, maar de rentedekkingsgraad zou dezelfde zijn bij andere waarderingsmethoden. Doordat het WSW niet langer garant staat voor nieuwe leningen van corporaties ontstaat een financieringsprobleem. Corpo-raties moeten uit eigen middelen nieuwe investeringen financieren. Die eigen middelen zijn er niet, althans alleen in de vorm van stille reserves. De enige oplossing lijkt te zijn die stille reserves in geld om te zetten door woningen te verkopen. Deze paragraaf gaat over het aanspreken van stille reser-ves en andere financieringsmogelijkheden.

#### 4.4.1 Stopzetten waarborging door het WSW

Op 22 november 2012 laat het WSW in een brief aan de corporaties weten dat zij niet langer garant staan voor nieuwe leningen (WSW, 2012). Als reden wordt genoemd de verhuurdersheffing en de bijdrage die corporaties moeten leveren aan het redden van Vestia. Een jaar eerder werd door de Europese Commissie besloten dat er geen staatssteun gegeven mag worden aan niet-DEAB-activiteit-en (Diensten van Algemeen Economisch Belang) (zie paragraaf 3.4.1). Dit betekent dat de overheid in de vorm van het WSW niet meer garant mag staan voor activiteiten van corporaties die niet ten be-hoeve van de volkshuisvesting zijn. Nu ook DEAB-activiteiten niet meer gesteund worden ontstaat er een impasse. Corporaties stellen investeringen uit met alle gevolgen van dien voor de bouwsector. Een mogelijke oplossing is de opbrengst van de verhuurdersheffing in een fonds te stoppen dat ge-bruikt wordt om investeringen te financieren . Volgens berekeningen door het CPB zou een fonds van 1 miljard leiden tot 6 miljard aan nieuwe investeringen. Een aanzienlijk deel van die 6 miljard gaat terug naar het rijk in de vorm van belastingen en uitgespaarde uitkeringen voor werkloze bouwvakkers. De overheid moet een keuze maken tussen de activiteiten van woningcorporaties te staken of (een deel van) de verhuurdersheffing beschikbaar te stellen voor een fonds om de bouw-sector te stimuleren en het geld later via belastingen terug te verdienen.

#### 4.4.2 Aantrekken van kapitaal

Woningcorporaties hebben niet de mogelijkheid kapitaal aan te trekken door middel van het uitge-ven van aandelen. Een andere manier om nieuwe middelen te verkrijgen is het uitgeven van obliga-ties. Corporaties zouden gezamenlijk de uitgifte kunnen doen om te besparen op indirecte kosten. Het nadeel van deze constructie is dat investeerders een hogere rente gaan vragen omdat de over-heid niet meer garant staat. Er is waarschijnlijk wel een markt voor deze obligaties aangezien pen-sioenfondsen nog altijd veel investeren in vastrentende waarden. Bijvoorbeeld bpfBOUW investeert volgens de strategische normportefeuille 44% in vastrentende waarden (Jaarverslag bpfBOUW, 2012).

#### 4.4.3 Verkopen

Minister Blok van Wonen zegt in een interview met Vastgoedmarkt op 1 juni 2013 dat er 2,4 miljoen corporatiewoningen zijn en de doelgroep slechts 1,8 miljoen groot is. Het is een verspilling van maat-schappelijk kapitaal om 600.000 huishoudens te blijven subsidiëren terwijl dit niet nodig is (Eichholtz, 2003). Dit gaat om huishoudens die inmiddels boven de inkomensnorm van de doelgroep van sociale woningbouw zitten, de zogenaamde scheefwoners. Zij kunnen gesubsidieerd wonen terwijl dit vol-gens de normen niet meer nodig is. Wanneer deze woningen verkocht worden kunnen stille reserves worden gerealiseerd en kan er geïnvesteerd worden in de kwaliteit van de overige woningen. Het is jammer dat het in deze tijd, met het oog op de woningmarkt, lastig is om woningen te verkopen. Een massaal aanbod op de woningmarkt zal ook een negatieve impact hebben op het peill van de huizen-prijzen. Ook zal de opbrengst met de huidige marktprijzen tegenvallen.

#### 4.4.4 Bouwakkoord

Op donderdag 20 juni 2013 maakten woningcorporaties en bouwbedrijven een afspraak om 110.000 woningen energieneutraal te maken (König, 2013). Huurders zullen niet meer zelf hun energiereke-ning betalen maar in plaats daarvan betaalt de woningcorporatie dit en de huur stijgt met hetzelfde bedrag. De corporatie gebruikt de extra inkomsten om leningen af te sluiten, de leningen worden ge-bruikt voor renovatie. Na de investering is de woning energieneutraal, wat betekent dat de energie-lasten voor de corporatie nihil zijn. De afspraak biedt voordelen voor alle partijen: de huurder krijgt een gerenoveerde, duurzame woning met gelijke lasten, de corporatie kan weer investeringen doen in hun woningbezit en bouwbedrijven krijgen meer opdrachten. Dit verhaal impliceert dat er extra investeringen kunnen worden gedaan wanneer de corporatie de energienota voor haar rekening neemt. Wanneer een corporatie alle huur inclusief energiekosten int, kan energie met kwantumkor-ting worden ingekocht en wellicht levert dit veel geld op. Dit systeem biedt mogelijkheden maar cor-poraties zitten wel met een sociale huurgrens van 600 euro. Wanneer de huur hoger is, kwalificeert de woning niet meer als sociaal vastgoed.

### 4.5 Conclusie

In Hoofdstuk 4 zijn de gevolgen van het kiezen voor een waarderingsmethode aan bod gekomen, daarnaast zijn de voor- en nadelen van enkele oplossingen voor het financieringsprobleem besproken.

Wanneer woningcorporaties de bedrijfswaarde hanteren resulteert dit in een lagere balanswaarde en een lagere solvabiliteit. Een lagere solvabiliteit levert problemen op bij de financiering van nieuwe projecten omdat het samen met de rentedekkingsgraad de belangrijkste financieringsvoorwaarde is voor kredietverstrekkers. De rentedekkingsgraad staat daarentegen niet in verband met de keuze voor een waarderingsmethode. Met het bedrijfswaardemodel is er sprake van stille reserves. Ze kun-nen op twee manieren berekend worden: door het verschil te nemen tussen de bedrijfswaarde en de WOZ-waarde of door het verschil tussen de bedrijfswaarde en de huuropbrengst te delen door de disconteringsvoet. De tweede methode geeft een betere indicatie van de stille reserves omdat het niet waarschijnlijk is dat bij overdracht van een woning in verhuurde staat de WOZ-waarde betaald zal worden. Commerciële woonbedrijven hanteren ook de tweede methode om de directe op-brengstwaarde te berekenen.

De belangrijkste redenen voor het financieringsprobleem zijn de lage waardering van het woning-bezit en het stopzetten van nieuwe waarborging door het WSW. Als oplossing voor het financierings-probleem is genoemd de opbrengst van de verhuurdersheffing in een fonds te stoppen en dat te ge-bruiken voor financiering van nieuwe investeringen. Het rijk kan via belastingen zijn geld ruimschoots terug verwachten. Vervolgens is de mogelijkheid besproken van het uitgeven van obligaties door wo-ningcorporaties. Hier zitten echter veel voorwaarden aan vast en zal zonder WSW-borging leiden tot een hogere rente. Door minister Blok van Wonen werd geconstateerd dat er 600.000 sociale huur-woningen ‘te veel’ zijn. Hiermee verdedigt hij dat het niet erg is dat woningcorporaties niet meer investeren. Wanneer woningcorporaties niet meer investeren heeft dat echter verstrekkende gevol-gen voor de Nederlandse economie, met name voor de bouwsector. Beter zou het zijn om die 600.000 woningen af te stoten en met de verkregen middelen toch te investeren in de kwaliteit van de rest van de corporatiewoningen. Dit is de meest effectieve oplossing en het maakt de weg vrij voor woningcorporaties om vastgoed tegen reële waarde/marktwaarde te waarderen. Als laatste kwam de het akkoord ter sprake van woningcorporaties en gezamenlijke bouwbedrijven. Deze oplos-sing lijkt met uitzondering van de energiebedrijven alleen winnaars te kennen.

## 5: Inzicht in de financiële positie van woningcorporaties

### 5.1 Inleiding

Tot nu toe is naar voren gekomen welke waarderingsmethoden van vastgoed er bestaan, hoe de financiële positie van woningcorporaties wordt bepaald, welke wet- en regelgeving er bestaat aan-gaande vastgoed van woningcorporaties en wat van belang is bij de keuze voor een waarderings-methode. In dit hoofdstuk wordt, naar aanleiding van de vorige hoofdstukken, geprobeerd te bepa-len hoe het best inzicht in de financiële positie kan worden verschaft. In paragraaf 5.2 wordt beoor-deeld in welke mate er sprake is van subjectiviteit in de bedrijfswaarde. In paragraaf 5.3 komt de sub-jectiviteit naar aanleiding van de herziene RJ 645 aan de orde. In paragraaf 5.4 wordt de mogelijkheid besproken al het vastgoed op een uniforme manier te waarderen. Ten slotte komt in paragraaf 5.5 een aanbeveling naar voren over hoe het best inzicht in de financiële positie verschaft kan worden.

### 5.2 Subjectiviteit in de bedrijfswaarde

De bedrijfswaardemethode geeft een goede afspiegeling van de financiële mogelijkheden van wo-ningcorporaties (Gruis, 2003). Toekomstige cashflows komen overeen met het economische waarde-begrip. Met de nieuwe afschrijvingsbepalingen voor de bedrijfswaarde (componentenbenadering, zie paragraaf 3.4) is de subjectiviteit in de berekening afgenomen. Vóór invoering van de componenten-benadering kwam met de annuïtaire afschrijvingsmethode een meer arbitraire bedrijfswaarde tot stand. De verdiencapaciteit is goed zichtbaar bij de bedrijfswaarde. Bij gebruik van de historische kostprijs komen actuele marktontwikkelingen niet tot uitdrukking.

Een bron van subjectiviteit in het bedrijfswaarde model is de manier waarop overheadkosten worden toegekend aan woningen. Op basis van RJ 645.311 moeten uitgaven die nodig zijn om inkomsten te generen worden betrokken in de bedrijfswaarde. Er moet bepaald worden welke kosten toe te schrij-ven zijn aan de exploitatie. Overheadkosten bestaan uit administratie, bestuur, automatisering en overig personeel. Via een verdeelsleutel als aantal vierkante meters of aantal verhuurde eenheden worden de kosten toegerekend (CFV, 2012c). Per woningcorporatie kan de toewijzing dus verschillen, wat subjectiviteit in de hand werkt. In de berekening van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde (paragraaf 1.5) worden de indirecte kosten aangepast bij een significante afwijking van het sectorge-middelde. Het CFV voorkomt subjectiviteit maar de overige stakeholders hebben bij het beoordelen van de jaarrekening hier wel mee te maken. De methode van toewijzing dient te worden toegelicht in de jaarrekening maar in de praktijk is dit een summiere opmerking in de vorm van: “de indeling naar kasstroomgenerende eenheid is gebaseerd op complexniveau” (Jaarverslag Rentree, 2012). Een al-ternatief is dat overheadkosten inzichtelijk worden gemaakt op de balans door middel van een voor-ziening (Gruis, 2003). Dit is niet toegestaan maar het heeft twee voordelen. Ten eerste zal er een objectievere bedrijfswaarde tot stand komen door moeilijk toe te rekenen kosten te verwijderen. Ten tweede kunnen de hoge overheadkosten tussen corporaties vergeleken worden in het kader van efficiëntie van beheerskosten.

De exploitatieduur van woningen in de berekening van de bedrijfswaarde behoort tussen de vijftien en vijftig jaar te liggen (CFV, 2012c). Eens in de drie tot vijf jaar kan de exploitatieduur worden beoor-deeld en gewijzigd. Deze wijzigingen zijn arbitrair omdat bij een verlenging van de exploitatieduur de waarde kan stijgen, maar gezien de ontwikkeling van de bedrijfswaarde ook kan dalen. Een levens-duur van vijftig jaar is niet in overeenstemming met de werkelijke levensduur van woningen. De werkelijke levensduur is pas bekend bij herontwikkeling maar de praktijk wijst uit dat woningen uit de eerste helft van de twintigste eeuw ook nog bewoond zijn. Een afschrijvingsduur van zeventig jaar zou ook moeten kunnen en gezien het bedrijfswaardemodel heeft dit invloed op de financiële posi-tie van de corporatie (Van der Toorn Vrijthoff, 2013). Deze invloed is positief doordat over een lange-re periode kasstromen zullen worden berekend wat de balanswaarde doet stijgen.

### 5.3 Subjectiviteit ten gevolge van de herziene RJ 645

Sinds de herziene RJ 645 van kracht is kunnen woningcorporaties hun sociaal vastgoed ook tegen reële waarde op de balans zetten. Voorwaarde is dat het vastgoed wordt gekwalificeerd als vast-goedbelegging, wat wil zeggen dat er wordt gestreefd naar optimalisering van het rendement. Bij waardering tegen reële waarde wordt bij gebrek aan vergelijkingsmateriaal van woningen de markt-waarde bepaald aan de hand van een contante waardeberekening zoals uitgelegd in paragraaf 3.3. Het gevolg is dat aan de hand van waardering tegen reële waarde bij woningcorporatie Stichting Ymere de solvabiliteit 0,56[[3]](#footnote-3) is. Wanneer de bedrijfswaarde gebruikt zou worden zou de solvabiliteit 0,17[[4]](#footnote-4) bedragen. Wederom dient rekening gehouden te worden met de andere belangrijke finan-cieringsvoorwaarde van kredietverstrekkers: de rentedekkingsgraad. Deze blijft gelijk bij beide waar-deringsmethoden.

### 5.4 Eenduidige waardering van vastgoed

In het rapport van de Commissie Hoekstra over Kaderstelling en Toezicht Woningcorporaties (2012) wordt naast adviezen over toezicht geadviseerd dat de sector met een eenduidige waardering van het vastgoed zou moeten werken. Dit ten behoeve van de vergelijkbaarheid tussen woningcorpora-ties. De Minister voor Wonen wil dan ook de keuzevrijheid voor de waardering van sociaal vastgoed uit RJ 645 terugbrengen. Dit is echter niet van groot belang omdat woningcorporaties altijd de be-drijfswaarde van hun bezit moeten noemen in de jaarrekening, ongeacht welke waarde op de balans staat. Toch komt dit tot uiting in de herziene Woningwet. Deze is door de ophef rond de verhuur-dersheffing flink vertraagd en de precieze inhoud zal pas met Prinsjesdag naar buiten komen. Het CFV heeft wel bekend gemaakt dat de voorkeur van de Minister uitgaat naar waardering tegen marktwaarde (CFV, 2013).

### 5.5Het beste inzicht in de financiële positie

Het inzicht in de financiële positie wordt kortweg bepaald door de accuraatheid van de solvabiliteits-waarde en de rentedekkingsgraad. De solvabiliteit wordt sterk beïnvloedt door de waarderingsme-thode. Vervolgens rijst de vraag: welke waarderingsmethode verschaft de solvabiliteit die het meest overeenkomt met de werkelijke financiële positie? Het kostprijsmodel negeert actuele marktontwik-kelingen, heeft een vaak onrealistische economische levensduur en er is sprake van stille reserves. De bedrijfswaarde staat onder invloed van moeilijk in te schatten verwachtingen over de toekomst en moeilijk toerekenbare indirecte kosten. Ook de economische levensduur is vaak niet realistisch. Bij waardering tegen marktwaarde wordt uitgegaan van maximaal rendement over een periode van vijftien jaar. Dit kan betekenen dat de woning moet worden verkocht na 15 jaar. Het is de vraag of woningcorporaties dit ook kunnen doen. Waardering tegen marktwaarde geeft dus alleen een goed inzicht in de financiële positie wanneer woningcorporaties ook handelen naar de uitgangspunten van hun waarderingsmethodiek. De eindwaarde van woningen is lastig te taxeren en wordt beïnvloed door het risico van dalende huizenprijzen. Voordelen van waardering tegen reële waarde/markt-waarde zijn dat er geen sprake is van stille reserves en dat marktontwikkelingen direct tot uiting komen in de financiële positie (zie verder paragraaf 4.3).

In de Governancecode Woningcorporaties, gepubliceerd door Aedes en VTW, staan als stakeholders aangemerkt: werknemers, bewoners, financiers, toeleveranciers, afnemers, de overheid en maat-schappelijke organisaties. In dit onderzoek ligt de focus op financiers en toezichthouders als stake-holders. De financiers bestaan uit het WSW, banken en beleggers. De toezichthouders zijn de over-heid en het CFV. Het is voor deze stakeholders essentieel dat zij inzicht hebben in de financiële posi-tie van woningcorporaties.

Voor financiers en toezichthouders zijn solvabiliteit en rentedekkingsgraad de belangrijkste kengetal-len. De rentedekkingsgraad staat niet onder invloed van de gekozen waarderingsmethode. Solvabili-teit is een subjectief getal doordat waarderingsmethoden leiden tot een verschillende solvabiliteit. Wat in een dergelijk geval belangrijker is, is de ontwikkeling van de solvabiliteit over een langere periode. Om goed inzicht in de ontwikkeling van de solvabiliteit te krijgen is het van belang dat actu-ele ontwikkelingen tot uiting komen in de solvabiliteit. Uitgaande van wat hiervoor besproken is komen actuele ontwikkelingen het meest tot uiting in de reële waarde/marktwaarde. Dit is de waar-deringsmethode die het beste inzicht geeft in de financiële positie. De woningcorporatie zal wel dui-delijk moeten maken wat haar beleid is qua doorexploiteren of uitponden. Per complex moet dui-delijk worden gemaakt wat de mogelijkheden zijn voor wat verkoop betreft. Alleen dan is het voor stakeholders duidelijk wat de werkelijke waarde van het vastgoed is.

### 5.6 Conclusie

Het kostprijsmodel kan een lage balanswaarde tot gevolg hebben. De economische levensduur is vaak lager dan de werkelijke levensduur en dit resulteert in grote stille reserves. Actuele omstand-igheden komen niet tot uitdrukking omdat het kostprijsmodel een op het verleden gebaseerde waar-deringsmethode is.

De bedrijfswaarde geeft een goede afspiegeling van de economische waarde van de woningcorpo-ratie omdat de contante waarden van toekomstige cashflows tot uitdrukking komen. De berekening van die contante waarden is echter niet zonder meer objectief. Er is sprake van een discutabele eco-nomische levensduur, een lastige toerekening van indirecte kosten en de berekening is gebaseerd op schattingen voor de toekomst. Actuele marktomstandigheden komen in beperkte mate tot uitdruk-king vanwege de aanwezigheid van stille reserves.

Waardering van vastgoed tegen reële waarde/marktwaarde levert een hogere balanswaarde op en er is geen sprake van stille reserves. De waarde komt meer overeen met de werkelijkheid doordat corporaties in hun financiering afhankelijk zijn geworden van het afstoten van bezit. Moeilijkheden in de berekening van de reële waarde/marktwaarde zijn schattingen van de eindwaarde, afweging tus-sen doorexploiteren en uitponden en risico’s van de markt beïnvloeden het resultaat.

Toch komt bij waardering tegen reële waarde/marktwaarde het beste inzicht in de financiële positie tot stand doordat marktomstandigheden direct tot uiting komen in de solvabiliteit. Hierdoor kan een oordeel gegeven worden door financiers en toezichthouders over de ontwikkeling van de financiële positie van woningcorporaties.

## Conclusie

Centraal in dit onderzoek staat de onderzoeksvraag: *‘Wat is de invloed van de waarderingsmethoden van vastgoed op het inzicht in de financiële positie van woningcorporaties?’* De aanleiding voor dit onderzoek zijn de recente ontwikkelingen rond woningcorporaties zoals de invoering van de herziene RJ 645, de financieringsproblemen van woningcorporaties en het feit dat woningcorporaties een belangrijk onderwerp zijn geworden in de politiek.

De waardering vastgoed kan hetzij volgens het actuele waarde model, hetzij volgens de kostprijs-methode. Het actuele waarde model kan vervolgens nog resulteren in de bedrijfswaarde of de reële waarde/marktwaarde. De financiële toezichthouder van woningcorporaties, het CFV, hanteert als waardering voor het vastgoed de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. De volkshuisvestelijke exploi-tatie waarde is gelijk aan de bedrijfswaarde afgezien van een zestal bestanddelen die, indien nood-zakelijk, worden aangepast aan het landelijke gemiddelde. De bestanddelen uit de bedrijfswaarde berekening die eventueel worden aangepast zijn: moment van disconteren, verkoopwaarde aanpas-sen aan doorexploitatiewaarde, huurstijging, economische levensduur, bepaling restwaarde en het opgenomen lastenniveau in de bedrijfswaarde.

De financiële positie van woningcorporaties wordt in grote mate bepaald door enerzijds de solvabili-teit en anderzijds de rentedekkingsgraad. De solvabiliteit geeft de financiële positie op balansdatum aan. De rentedekkingsgraad is een meer op te toekomst gericht kengetal; het geeft aan in hoeverre de woningcorporatie in staat is aan de toekomstige renteverplichtingen te voldoen. Andere kengetal-len zijn liquiditeit en rentabiliteit. Het CFV deelt daarnaast nog een solvabiliteits- en een continuï-teitsoordeel uit.

In de herziene RJ 645 is uiteengezet hoe de vastgoedwaardering dient plaats te vinden. Zoals eerder vermeld moet er gekozen worden tussen het actuele waarde model of het kostprijs model. In eerste instantie is de kwalificatie van het vastgoed van belang. Vastgoed kan gekwalificeerd worden als sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel, sociaal vastgoed als belegging of commercieel vastgoed. Het actuele waarde model schrijft bij kwalificatie van sociaal vastgoed als bedrijfsmiddel de bedrijfswaar-de voor. Het actuele waarde model bij sociaal vastgoed als belegging en commercieel vastgoed leidt tot waardering tegen reële waarde/marktwaarde. Dit onderscheid is een gevolg van een Besluit van de Europese Commissie om ongerechtvaardigde staatsteun tegen te gaan. Zodra woningcorporaties activiteiten ondernemen die niet puur en alleen met volkshuisvesting te maken hebben mogen zij niet meer gesteund worden door de overheid. Het onderscheid in DAEB en niet-DAEB maakt dit beter controleerbaar.

De bedrijfswaarde berekening bestaat uit een aantal elementen die subjectiviteit in de hand kunnen werken. Deze elementen zijn de bepaling van de economische levensduur, het toerekenen van indirecte kosten aan woningen en de bepaling van de verwachte huurstijging en lastenstijging. Een nadeel van de bedrijfswaarde is dat er sprake is van aanzienlijke stille reserves en dat wijzigingen hierin niet uit de balans naar voren komen. De stille reserves zijn echter relevant voor de bedrijfs-voering van woningcorporaties doordat bij het doen van investeringen woningcorporaties afhankelijk zijn van de opbrengstwaarde van vastgoed bij verkoop. Een voordeel van de bedrijfswaarde is dat de verdisconteerde cashflows overeenkomen met het economische waarde begrip.

Nu waardering tegen reële waarde/marktwaarde ook mogelijk is geworden is de vergelijkbaarheid tussen woningcorporaties afgenomen. De reële waarde/marktwaarde resulteert in hogere balans-waarde en geeft een betere afspiegeling van de werkelijke financiële positie. Actuele omstandig-heden komen direct tot uitdrukking in de balanswaarde. Gezien het feit dat woningcorporaties op zichzelf zijn aangewezen bij het doen van investeringen geeft de reële waarde/marktwaarde het beste inzicht in de financiële mogelijkheden.

De beantwoording van de onderzoeksvraag:

* De uitgebreidere keuzemogelijkheid in de herziene RJ 645 heeft er in eerste instantie tot geleid dat de vergelijkbaarheid tussen woningcorporaties wat betreft hun financiële positie is afgenomen. Waardering tegen historische kostprijs, bedrijfswaarde of reële waarde/markt-waarde geven verschillende beelden van de solvabiliteit.
* Er is sprake van subjectiviteit bij het kostprijsmodel vanwege een discutabele economische levensduur. De subjectiviteit in de bedrijfswaarde bestaat uit de problematiek rond het toe-rekenen van indirecte kosten aan woningen, discutabele economische levensduur en het feit dat de bedrijfswaarde is gebaseerd op geschatte waarden in de toekomst. De reële waarde is subjectief omdat deze niet geschat kan worden en er alsnog een contante waarde bereke-ning moet plaatsvinden van een schatting van de eindwaarde.
* De afname in vergelijkbaarheid is maar betrekkelijk doordat alle corporaties verplicht zijn de bedrijfswaarde te vermelden in de toelichting op de jaarrekening. Ongeacht welke waarde-ringsmethode is gehanteerd op de balans.
* Het CFV maakt vergelijking ook makkelijker door voor iedere corporatie de volkshuisveste-lijke exploitatiewaarde te berekenen. Vanwege de uniformering van elementen uit de be-drijfswaarde komt een meer eenduidige berekening van de waarde van het vastgoed tot stand.
* De solvabiliteit staat onder invloed van de gebruikte waarderingsmethode maar de rentedek-kingsgraad niet. Bij solvabiliteit is het belangrijker te kijken naar de ontwikkeling over een langere periode. Bij hantering van reële waarde/marktwaarde als waarderingsmethode is de ontwikkeling in solvabiliteit over een langere periode het meest in overeenstemming met de werkelijkheid.

Kortom: De invloed van de waarderingsmethoden op het inzicht in de financiële positie van woning-corporaties beperkt zich tot de solvabiliteit van die ondernemingen. Het kostprijsmodel en bedrijfswaarde model geven een minder goed inzicht in de financiële positie doordat de waarde van het vastgoed niet overeenkomt met de werkelijke waarde. In de reële waarde/marktwaarde komen actuele ontwikkelingen wel tot uitdrukking. Deze methode zou gebruikt moeten worden voor het verschaffen van een goed inzicht in de financiële positie van woningcorporaties.

## Literatuur

Aedes (2012, 22 november). *Waarborgfonds voorlopig niet garant voor nieuwe leningen*.

Aedes (2013). Aedes-website: *Feiten en cijfers.*

Aedes en VTW. *Governancecode Woningcorporaties, 2011*.

Canoy, M. (2013, 17 januari). *Publiek-privaat fonds sleutel tot woningmarkt.* Financiële Dagblad, 17 januari 2013.

Commissie Hoekstra (2012). Commissie Kaderstelling en Toezicht Woningcorporaties, 17 december 2012.

CFV (2006, 21 november). *Sectorbeeld woningcorporaties verslagjaar 2005.*

CFV (2008, 28 maart). *De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde.*

CFV (2012a, 20 december). *Continuïteits- en solvabiliteitsoordelen.*

CFV (2012b, 30 november). *Toelichting Corporatie in Perspectief.*

CFV (2012c, 31 januari). Handreiking voor het toepassen van RJ 645 (2011).

CFV (2012d, 18 december). *Sectorbeeld realisaties woningcorporaties verslagjaar 2011.*

CFV (2013, 7 juli). *Onjuistheden in artikel Parool.*

Eichholtz, P.M.A. (2003, 27 juni). *Corporaties moeten verkopen.* ESB, 27 juni 2003, p. 291.

Gruis, V.H. (2001). *Financieel-economische grondslagen voor woningcorporaties.* Volkshuisvestingbeleid en woningmarkt nr. 30.

Gruis, V.H. (2003). *Beter inzicht met de bedrijfswaarde*. Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie. Oktober 2003. P. 430 – 437.

Handboek Jaarrekening (2011). Uitgave van Ernst & Young.

Handboek Woningcorporaties (2012). Uitgave van Deloitte.

König, E. (2013, 20 juni). *De huurder betaalt voor gratis stroom.* NRC, 20 juni 2013.

Ooghe, H. & Van Wymeersch, C. (2008). *Handboek financiële analyse van de onderneming.*

Rötscheid, R. (1996, 24 januari). *Privatisering woningcorporaties en de sociale doelstelling.* ESB, 24 januari 1996, p. 81.

Stevens, L.G.M. (2013). *Naar een hervormend en vereenvoudigd belastingsbeleid.* Jaarboek Overheidsfinanciën (2013). P. 153 – 166.

Van der Toorn Vrijthoff, W. (2013, 13 mei). *Woningen leven langer.* [www.tudelft.nl](http://www.tudelft.nl).

VTW (2011, 7 april). *Onrendabele top sociale huurwoningen sterk gestegen.*

De Wit, D.P.M. (1995, 21 juni). *Privatisering van woningcorporaties.* ESB, 21 juni 1995, p. 581-584.

WSW (2009). *Cijfermatig perspectief (2009).*

WSW (2012, 22 november). *Brief beperking borging WSW.*

WSW (2013, 27 mei). *Voorgenomen beleidswijziging inzake leningsvormen.*

## Appendix A: Kengetallen

|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Current Ratio |
| Mozaïek Wonen Gouda | 0,50 |
| Woonstad Rotterdam | 0,54 |
| Ymere Amsterdam | 0,17 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 1,07 |
| Portaal Baarn | 1,92 |

Berekening current ratio: vlottende activa/ korte termijn vreemd vermogen.

Mozaïek: 11.120.000/22.351.000=0,50

Woonstad: 78.977.000/146.658.000=0,54

Ymere: 195.000.000/ 1.175.000.000=0,10

Neerijnen: 467.277/437.381=1,07

Baarn: 295.515.000/ 154.255.000=1,92

|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Solvabiliteit |
| Mozaïek Wonen Gouda | 0,35 |
| Woonstad Rotterdam | 0,50 |
| Ymere Amsterdam | 0,56 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 0,58 |
| Portaal Baarn | 0,24 |

Berekening solvabiliteit: Eigen Vermogen / Totaal vermogen

Mozaïek: 201.731.000 / 576.279.000 = 0,35

Woonstad: 1.919.910.000/3.842.062.000=0,50

Ymere: 5.570.000.000/10.007.000.000=0,56

Neerijnen: 7.359.881/12.700.153=0,58

Portaal: 676.068.000/2.818.785.000=0,24

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Woningcorporatie | Rentabiliteit Eigen vermogen | Rentabiliteit Totaal Vermogen | Rentabiliteit Vreemd Vermogen |
| Mozaïek Wonen Gouda | -0,037 | 0,0058 | 0,0414 |
| Woonstad Rotterdam | -0,076 | -0,0231 | 0,0312 |
| Ymere Amsterdam | -0,041 | -0,0057 | 0,0367 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 0,067 | 0,0583 | 0,0452 |
| Portaal Baarn | -0,034 | 0,0323 | 0,0357 |

Berekening rentabiliteit: Nettowinst/ gem. EV

Mozaïek: -7.532.000/ 201.731.000 = -0,0373

Woonstad: -145.519.000/ 1.919.910.000= -0,076

Ymere: -230.000.000/ 5570.000.000= -0,041

Neerijnen: 489.776/7.359.881=0,067

Portaal: -22.805.000/676.068.000= -0,034

**Rentabiliteit totaal vermogen:**

Woonstad: (-145.519.000+56.931.000+0)/3.842.062.000=-0,023

Ymere: (-230.000.000 + 173.000.000)/10.007.000.000= -0,006

Portaal: (-22.805.000+77.138.000+37.265.000)/2.818.785.000=0,0323

**Rentabiliteit vreemd vermogen:**

Woonstad: 59.978.000/1.922.152.000=0,0312

Ymere: 163.000.000 / 4.437.000.000=0,0367

Portaal: 76.503.000/2.142.717.000=0,0357

|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Rentedekkingsgraad |
| Mozaïek Wonen Gouda | 1,3 |
| Woonstad Rotterdam | 1,8 |
| Ymere Amsterdam | 1,6 |
| De Goede Woning - Neerijnen | 1,9 |
| Portaal Baarn | 1,4 |

Berekening rentedekkingsgraad: Kasstromen/ rente

Rentedekkingsgraad afkomstig van CFV verslagen.

|  |  |
| --- | --- |
| Woningcorporatie | Percentage door WSW gewaarborgde leningen |
| Mozaïek Wonen Gouda | 100% |
| Woonstad Rotterdam |  |
| Ymere Amsterdam | 98% |
| De Goede Woning - Neerijnen | 100% |
| Portaal Baarn |  |

Percentages, indien vermeld, afkomstig van CFV verslagen.

## Appendix B: Bedrijfswaarde berekening

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **jaar** | **discontering** | **jaarhuur** | **lasten** | **netto kasstromen** | **contante waarde kasstromen** |
| 1 | 1,0525 | 5164,00 | 2667,00 | 2497,00 | 2372,45 |
| 2 | 1,1078 | 5267,28 | 2747,01 | 2520,27 | 2275,11 |
| 3 | 1,1659 | 5372,63 | 2829,42 | 2543,21 | 2181,30 |
| 4 | 1,2271 | 5480,08 | 2914,30 | 2565,78 | 2090,89 |
| 5 | 1,2915 | 5589,68 | 3001,73 | 2587,95 | 2003,76 |
| 6 | 1,3594 | 5701,47 | 3091,78 | 2609,69 | 1919,80 |
| 7 | 1,4307 | 5815,50 | 3184,54 | 2630,97 | 1838,91 |
| 8 | 1,5058 | 5931,81 | 3280,07 | 2651,74 | 1760,98 |
| 9 | 1,5849 | 6050,45 | 3378,48 | 2671,97 | 1685,91 |
| 10 | 1,6681 | 6171,46 | 3479,83 | 2691,63 | 1613,59 |
| 11 | 1,7557 | 6294,89 | 3584,22 | 2710,66 | 1543,95 |
| 12 | 1,8478 | 6420,78 | 3691,75 | 2729,03 | 1476,87 |
| 13 | 1,9449 | 6549,20 | 3802,50 | 2746,70 | 1412,29 |
| 14 | 2,0470 | 6680,18 | 3916,58 | 2763,61 | 1350,10 |
| 15 | 2,1544 | 6813,79 | 4034,08 | 2779,71 | 1290,23 |
| 16 | 2,2675 | 6950,06 | 4155,10 | 2794,96 | 1232,60 |
| 17 | 2,3866 | 7089,07 | 4279,75 | 2809,31 | 1177,13 |
| 18 | 2,5119 | 7230,85 | 4408,14 | 2822,70 | 1123,74 |
| 19 | 2,6437 | 7375,46 | 4540,39 | 2835,07 | 1072,37 |
| 20 | 2,7825 | 7522,97 | 4676,60 | 2846,37 | 1022,94 |
| 21 | 2,9286 | 7673,43 | 4816,90 | 2856,53 | 975,38 |
| 22 | 3,0824 | 7826,90 | 4961,41 | 2865,50 | 929,64 |
| 23 | 3,2442 | 7983,44 | 5110,25 | 2873,19 | 885,64 |
| 24 | 3,4145 | 8143,11 | 5263,56 | 2879,55 | 843,32 |
| 25 | 3,5938 | 8305,97 | 5421,46 | 2884,51 | 802,64 |
| 26 | 3,7825 | 8472,09 | 5584,11 | 2887,98 | 763,52 |
| 27 | 3,9810 | 8641,53 | 5751,63 | 2889,90 | 725,92 |
| 28 | 4,1900 | 8814,36 | 5924,18 | 2890,18 | 689,77 |
| 29 | 4,4100 | 8990,65 | 6101,90 | 2888,75 | 655,04 |
| 30 | 4,6416 | 9170,46 | 6284,96 | 2885,50 | 621,67 |
| 31 | 4,8852 | 9353,87 | 6473,51 | 2880,36 | 589,61 |
| 32 | 5,1417 | 9540,95 | 6667,71 | 2873,23 | 558,81 |
| 33 | 5,4116 | 9731,77 | 6867,75 | 2864,02 | 529,23 |
| 34 | 5,6958 | 9926,40 | 7073,78 | 2852,62 | 500,83 |
| 35 | 5,9948 | 10124,93 | 7285,99 | 2838,94 | 473,57 |
| 36 | 6,3095 | 10327,43 | 7504,57 | 2822,86 | 447,40 |
| 37 | 6,6408 | 10533,98 | 7729,71 | 2804,27 | 422,28 |
| 38 | 6,9894 | 10744,66 | 7961,60 | 2783,06 | 398,18 |
| 39 | 7,3563 | 10959,55 | 8200,45 | 2759,10 | 375,06 |
| 40 | 7,7426 | 11178,74 | 8446,46 | 2732,28 | 352,89 |
| 41 | 8,1490 | 11402,32 | 8699,85 | 2702,46 | 331,63 |
| 42 | 8,5769 | 11630,36 | 8960,85 | 2669,51 | 311,25 |
| 43 | 9,0271 | 11862,97 | 9229,68 | 2633,29 | 291,71 |
| 44 | 9,5011 | 12100,23 | 9506,57 | 2593,66 | 272,99 |
| 45 | 9,9999 | 12342,23 | 9791,76 | 2550,47 | 255,05 |
| 46 | 10,5249 | 12589,08 | 10085,52 | 2503,56 | 237,87 |
| 47 | 11,0774 | 12840,86 | 10388,08 | 2452,78 | 221,42 |
| 48 | 11,6590 | 13097,68 | 10699,72 | 2397,95 | 205,67 |
| 49 | 12,2711 | 13359,63 | 11020,72 | 2338,92 | 190,60 |
| 50 | 12,9153 | 13626,82 | 11351,34 | 2275,49 | 176,19 |
|  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | Restwaarde: |  |  | 30000 |  |
|  | Contante waarde restwaarde:  | 2322,82 |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  | **Totaal contante waarde kasstromen en restwaarde (bedrijfswaarde):**  | 49802,51 |
|  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  |

1. 10-jaars rente onderhandse leningen publieke sector bij WSW garantie. Bron: [www.wallich.eu](http://www.wallich.eu), 13-6-2016. [↑](#footnote-ref-1)
2. (bruto huuropbrengst -/- onderhoudskosten)/disconteringsvoet

(47.460.000 -/- 9.654.000)/5,25% = 720.114.259

Bedrijfswaarde op de balans: 497.841.000

(720.114.259 -/- 497.841.000) / 497.841.000 = 44% (Gegevens afkomstig van Jaarverslag Mozaïek Wonen, 2012). [↑](#footnote-ref-2)
3. (Eigen vermogen / totaal vermogen) = solvabiliteit

5.570.000.000/10.007.000.000 = 0,56 (Jaarrekening Ymere, 2012). [↑](#footnote-ref-3)
4. (Eigen vermogen + bedrijfswaarde vastgoed – marktwaarde vastgoed) / totaal vermogen = solvabiliteit

(5.570.000.000 + 5.475.000.000 – 9.373.000.000) / 10.007.000.000 = 0,17 (Jaarrekening Ymere, 2012). [↑](#footnote-ref-4)