



Financiële Meerjarenverkenning van de corporatiesector na administratieve scheiding

Evenwichtskunst bij scheiding van de Daeb- en de niet-Daeb-tak

Baarn, juni 2014

2014

Samenvatting en conclusies	3
Inleiding	7
1.1. Uitgangspunten en aannames	8
1.2. Initiële scheidingsvariant van Daeb en niet-Daeb	8
1.3. Twee overhevelingsvarianten	15
1.4. Conclusies op basis van deze varianten	21

Samenvatting en conclusies

Scheiding een complexe en delicate operatie

In deze rapportage is een verkenning uitgevoerd van de administratieve scheiding van Daeb en niet-Daeb-bezit¹. Op sectorniveau omvat het niet-Daeb-vastgoed 6,5% van het totale bezit in exploitatie, terwijl slechts 1% van de leningen ongeborgd is gefinancierd. Als de bezittingen en schulden strikt naar Daeb en niet-Daeb zouden worden uitgesplitst zou een zeer onevenwichtige vermogenspositie ontstaan tussen de Daeb-tak en de niet-Daeb-tak. De niet-Daeb-tak (het commerciële deel) zou dan starten met een veel ruimere solvabiliteit dan de Daeb-tak en zou dus naar rato een veel groter deel van het totale eigen vermogen krijgen. Omdat bij de scheiding het niet is toegestaan om geborgde leningen in de niet-Daeb-tak te plaatsen, kan alleen via een interne lening van Daeb aan niet-Daeb een evenwichtige startpositie (solvabiliteit) voor beide takken worden gecreëerd. Deze verkenning brengt effecten en gevoeligheden van de scheiding in beeld.

Kaders bij scheiding

Het is voor de beoordeling van 'scheidings'-voorstellen noodzakelijk dat er een helder toetsingskader is uitgewerkt. Beide takken dienen "gezond en levensvatbaar" te zijn, maar wat is dat? Wat zijn hierbij de belangrijkste variabelen die dit beïnvloeden? Bij de scheiding wordt de omvang van de niet-Daeb-tak vastgesteld en de bijbehorende startsolvabiliteit. De solvabiliteit in de niet-Daeb-tak zal voldoende moeten zijn (in samenhang met de kasratio's en de Loan to Value) om de grotere risico's die samenhangen met niet-Daeb op te kunnen vangen en de doelstelling om de niet-Daeb-tak op termijn commercieel te kunnen financieren waar te kunnen maken. Een cruciale vraag is of er rekening mag/moet worden gehouden met investeringsvoornemens in niet-Daeb. De omvang en de solvabiliteit van niet-Daeb bij scheiding en de hoogte en de bestemming van het direct rendement bepalen de investerings- en groeimogelijkheden. Het ligt voor de hand dat als de niet-Daeb-tak na scheiding een relatief grote omvang heeft (door bijvoorbeeld overheveling van te liberaliseren bezit), minder groeimogelijkheden te bieden. Direct rendement zou dan aangewend kunnen worden voor 'dividend' betalingen aan de Daeb-tak. De kerntaak voor corporatie is immers nadrukkelijk verbonden met de Daeb-tak. De niet-Daeb-tak (met name als deze substantie heeft) levert een 'belasting' op voor de Daeb-tak. Dit kan grenzen stellen² aan de omvang van de 'vrijwillig' over te dragen woningen naar de niet-Daeb-tak en aan het minimaal te stellen percentage dat de interne leningen van de balans van de niet-Daeb-tak moet uitmaken op het moment van scheiding.

¹ Daeb is dienst van algemeen economisch belang (sociale huurwoningen met een huur onder de liberalisatiegrens en zgn maatschappelijk vastgoed) en niet-Daeb is niet een Dienst van algemeen economisch belang (commerciële huurwoningen en commercieel bedrijfsroerend goed)

² Mede afhankelijk van de solvabiliteit van de TI als geheel.

Om inzicht te geven in de variabelen zijn drie scheidingsvarianten uitgewerkt: een initiële scheidingsvariant op basis van de huidige³ portefeuilleverdeling Daeb/ niet-Daeb; een tweede variant waarbij 10% van de gereguleerde huurwoningen wordt overgeheveld van Daeb naar niet-Daeb; en een derde variant die gelijk is aan de tweede, maar waarbij het investeringsprogramma in neerwaartse zin is aangepast. Bij de beschrijving van de varianten wordt ook aandacht besteed aan de vraag hoe deze als scheidingsvoorstellen beoordeeld zouden kunnen worden.

	Initiële variant	10% variant	10% met minder investeringen variant
Omvang niet-Daeb obv marktwaarde	€ 13,8 miljard	€ 36,8 miljard	€ 36,8 miljard
Omvang interne lening	€ 8,0 miljard	€ 18,6 miljard	€ 18,6 miljard
Omvang EV niet-Daeb	€ 10,2 miljard	€ 22,6 miljard	€ 22,6 miljard
EV niet-Daeb als % van totaal EV TI	7,5%	16%	16%
Programmering komende 10 jaar	Nieuwbouw tbv verhuur: 26.000 Verkoop: 6.000	Nieuwbouw: 42.500 Verkoop: 19.400	Nieuwbouw:21.000 Verkoop:19.400

Beide takken in balans: een opgave

In de initiële scheidingsvariant blijven de Daeb kengetallen binnen acceptabele grenzen. In het niet-Daeb-deel staan de kengetallen onder druk. Vooral de kastroomratio ICR is over de hele periode nog niet voldoende. Voor de commerciële herfinanciering van de interne lening is het essentieel dat deze ratio verbetert. Bijsturing is mogelijk door verlaging van de interne lening. Echter voorkomen moet worden dat de niet-Daeb-tak door een verlaging van de interne lening (onder gelijktijdige vergroting van de inbreng van eigen vermogen) bij de scheiding een te gemakkelijke uitgangspositie krijgt en de Daeb-tak hierdoor onnodig beperkt wordt in zijn mogelijkheden. Een lagere interne lening gaat direct ten koste van de ICR en de DSCR in de Daeb-tak. Cruciaal voor deze beoordeling is helderheid over de startomvang (is deze relatief klein of groot?) in samenhang met de dan nog gewenste groei van de niet-Daeb-tak (bijvoorbeeld door nieuwbouw). Het meenemen van een investeringsopgave in een scheidingsvoorstel legt een extra druk op de hoogte van de interne lening. Verdere rationalisatie van de exploitatie (huur, onderhoud en beheer) en verkoop kunnen bijdragen aan verbetering van ratio's en daarmee investeringen mogelijk maken. Indien de startsolvabiliteit is afgestemd op de omvang en de gewenste groei van de niet-Daeb-tak, ontstaat er een extra prikkel om een hoger rendement te behalen. Dit rendement mag immers ingezet worden om de niet-Daeb-portefeuille te laten groeien. Valt het rendement tegen dan kan er minder worden geïnvesteerd. Gezien de verschillende doelen vraagt het om zorgvuldig manoeuvreren bij de toedeling van de interne lening en daarmee ook het eigen vermogen aan de niet-Daeb-tak. De concept

³ Cijfers zijn gebaseerd op verslagjaar 2012

regelgeving biedt vooralsnog weinig kader met betrekking tot de allocatie van eigen vermogen aan de niet-Daeb-tak in relatie tot de initiële omvang en groei van de niet-Daeb-tak. Zowel voor de corporaties als voor de financieel toezichthouder die de scheidingsvoorstellen moet beoordelen is dit van belang.

Bij de omvang van de niet-Daeb-tak in de initiële variant (€ 10,2 miljard eigen vermogen ofwel 7,5% van het totaal eigen vermogen van de toegelaten instelling) is het eerder denkbaar dat het startvermogen wordt vergroot om een eventueel gewenste groei meer te faciliteren. Bij de twee overhevelingsvarianten is er sprake van een duidelijk andere situatie. Het scheidingsvoorstel leidt tot een niet Daeb-tak die bij aanvang 17,5% van het balanstotaal van de toegelaten instelling omvat en 16% (€ 22,6 miljard) van het eigen vermogen. Bij de beoordeling van de ratio's en de investeringsvoornemens in deze beide varianten is de omvang van de niet-Daeb-tak direct na scheiding een belangrijk element. Noodzakelijke verbetering van ratio's in de niet-Daeb-tak zal gezien deze uitgangspositie minder snel gezocht kunnen worden bij een verbetering van de startsolvabiliteit (nog meer eigen vermogen toedelen), maar meer bij rationaliseringsmogelijkheden in de exploitatie, temporisering van de investeringen en intensivering van de desinvesteringen. Het effect van het verschil in investeringen tussen beide varianten is een voorbeeld van een bijsturingmogelijkheid.

[Verplicht dividend van de niet-Daeb-tak aan de Daeb-tak staat op gespannen voet met afbouw interne lening dan wel groeidoelstelling voor niet-Daeb](#)

De twee overhevelingsvarianten maken het belang van de toedeling van respectievelijk het eigen vermogen en de interne lening nog duidelijker. Zij zijn van grote invloed op het potentiële 'succes' van de niet-Daeb-tak. De uitgangscandities bij de scheiding bepalen voor een belangrijk deel (naast het direct rendement dat wordt gerealiseerd) de kans dat de afbouw van de interne lening kan plaatsvinden door herfinanciering met commerciële leningen en de ruimte die er is voor investeringen. Een verplichte 'dividend'-betaling van de niet-Daeb-tak aan de Daeb-tak kan de afbouw van de interne lening dan wel de uitvoering van investeringsvoornemens sterk bemoeilijken. Om die reden is het belangrijk dat er een kader wordt vastgelegd bij scheiding ten aanzien van de omvang van de niet-Daeb-tak (op termijn). De betaling van 'dividend' kan dan mede worden verbonden aan de (bereikte) omvang van de niet-Daeb-tak. Dit laat onverlet dat in de niet-Daeb-tak het rendement op eigen vermogen een marktconforme vergoeding moet gaan opleveren voor het ingebrachte kapitaal door de Daeb-tak. De realisatie van deze doelstelling draagt sterk bij aan de toekomstige commerciële financiering van de niet-Daeb-tak.

Scheiding is operatie van ongekeerde omvang vergelijkbaar met brutering

De varianten laten zien dat het om grote bedragen gaat. Bij 10% additionele overheveling van gereguleerde huurwoningen naar de niet-Daeb-tak gaat het om € 18,6 miljard aan interne lening en € 22,6 miljard aan eigen vermogen in de niet-Daeb-tak. De afbouw van de interne lening leidt tot een ingrijpende structuurverandering van de sector. De omvang van de geborgde leningen loopt in tien jaar tijd van € 88,5 miljard terug naar € 75 miljard en afhankelijk van het programma loopt de omvang van de commerciële financiering voor de niet-Daeb-tak van bijna niets (€ 0,8 miljard) op naar € 13 tot € 18 miljard. De scheiding is daarom een operatie van ongekeerde omvang, vergelijkbaar met de brutering, mede ook omdat de scheiding bij elke individuele corporatie maatwerk zal zijn. Duidelijke kaders en een doordacht transitiepad zijn noodzakelijk om de risico's die met een dergelijke transitie samenhangen te kunnen beheersen.

Gelijk speelveld

De creatie van een gelijk speelveld maakt het mogelijk de rentekosten nadrukkelijker te verbinden met de aard van de activiteit (Daeb en niet-Daeb), en hiermee ook het andere risicoprofiel. Het kost over tien jaar circa € 1,1 miljard extra aan rente in de 10% variant in vergelijking met geborgde financiering voor niet-Daeb, vanwege de uiteindelijke ongeborgde financiering voor de niet-Daeb-tak. Met name in de latere jaren komt dit tot uitdrukking.

Vormgeving scheiding cruciaal om optredende risico's goed het hoofd te kunnen bieden

De financieringsstructuur van corporaties en de sector zal, als gevolg van de scheiding en extra overheveling, drastisch veranderen. Deze nieuwe verhouding kan leiden tot spanning tussen de verstrekkers van (ongeborgde) commerciële leningen en geborgde leningen. Externe geldverschaffers moeten vertrouwen kunnen hebben in de opzet van het herziene stelsel. Vanuit het oogmerk van staatssteun moet voorkomen worden dat een niet-Daeb-tak die een dergelijk forse omvang krijgt in aanmerking kan komen voor staatssteun (financiering of sanering). De risico's in een dergelijke hybride structuur (uitgaande van administratieve scheiding) zijn aanzienlijk en sterk afhankelijk van de vormgeving van het wettelijk kader (wet en besluiten). CFV heeft in de uitvoeringstoets op de novelle zijn zorgpunten op dit vlak geformuleerd.

Tenslotte

Scheiding is een operatie van ongekeerde omvang die gepaard zal gaan met de nodige uitdagingen bij de transitie. Scheiding maakt de prijs van een gelijk speelveld duidelijk. Scheiding levert niet vanzelf een evenwichtige vermogenspositie tussen Daeb en niet-Daeb op. Evenwicht kan worden gecreëerd door aan verschillende knoppen te draaien zoals het verdelen van vermogen tussen Daeb en niet-Daeb; de interne lening; het al dan niet bieden van investeringsruimte; verplichte dividend betalingen. Deze keuzes vergen maatwerk, maar ook duidelijke spelregels aan de voorkant.

1 Inleiding

De scheiding van Daeb- en de niet-Daeb-bezit en activiteiten vormt de basis voor deze Meerjarenverkenning. Het doel van deze verkenning is om effecten en gevoeligheden van de administratieve scheiding in beeld te brengen. De uitgangspunten voor zover niet specifiek samenhangend met de scheiding zijn ontleend aan de recente rapportage van CFV 'Financiële Meerjarenverkenning Corporatiesector 2013-2022'⁴. Uit de toelichting op de Herzieningswet en de Novelle valt op te maken dat na scheiding zowel de Daeb-tak als de niet-Daeb-tak afzonderlijk gezond en levensvatbaar moeten zijn. In de startsituatie na scheiding zou een zeer onevenwichtige vermogenspositie ontstaan tussen de Daeb-tak en de niet-Daeb-tak als de bezittingen en schulden strikt naar Daeb en niet-Daeb zouden worden toegedeeld. In het verleden heeft namelijk de financiering met vreemd vermogen voor alle activiteiten vrijwel alleen met geborgd geld plaatsgevonden. Bij scheiding dient met deze omstandigheid rekening gehouden te worden. Na scheiding is het niet toegestaan om geborgde leningen in de niet-Daeb-tak te plaatsen. Dit betekent dat er dan maar één manier overblijft om beide takken een evenwichtige startpositie te geven, en dat is via een interne marktconforme lening van Daeb aan niet-Daeb.

De resultaten van de scheidingsvarianten worden gebruikt om te toetsen of de doelstellingen gezond en levensvatbaar voor beide afzonderlijke takken op sectorniveau worden gerealiseerd en of ook het geraamde activiteitenprogramma voor de afzonderlijke takken haalbaar is. De resultaten kunnen ook worden gebruikt om inzichtelijk te maken wat draaiknoppen zijn die bij de scheiding (maar ook bij juridische splitsing) een belangrijke rol gaan spelen en van invloed zijn op het 'gezonder en levensvatbaar' krijgen van beide takken. De varianten kunnen in die zin worden gezien als mogelijke voorstellen (maar nu weergegeven op sectorniveau) voor scheiding die als zodanig mede door de financieel toezichthouder dienen te worden beoordeeld, in het licht van de beoordeling van de prognosecijfers van de corporatie voor Daeb en niet-Daeb. Onvoldoende ratio's in de prognoseperiode zijn dan reden om de corporatie tot bijstelling van zijn voornemens over te laten gaan.

De rapportage is als volgt opgebouwd: in de eerste paragraaf worden de uitgangspunten en aannames voor de verkenning van de scheiding Daeb en niet-Daeb op een rij gezet. In de volgende paragrafen worden drie scheidingsvarianten besproken. De rapportage eindigt ten slotte met de belangrijkste conclusies.

⁴ April 2014

1.1 Uitgangspunten en aannames

In de verkenning is verondersteld dat de scheiding ultimo 2012 heeft plaatsgevonden. Het moment dat de scheiding feitelijk ingaat is afhankelijk van het lopende wetstraject (Novelle) en de daarin te formuleren ingangsdatum van dit nieuwe stelsel. De rente op de interne lening is 1% boven het huidige gemiddelde niveau van de leningen van corporaties gesteld. Dit is een benadering van de spread tussen de geborgde en de ongeborgde financiering, zodat hierdoor de interne lening wat tarief betreft een marktconform karakter krijgt. De interne lening wordt in tien jaar afgelost en externe financiering voor het niet-Daeb-bezit wordt aangetrokken tegen een tarief dat 1% boven het niveau van geborgde leningen ligt. De beschikbaarheid van de commerciële financiering is in deze verkenning verondersteld en niet als zodanig geproblematiseerd. Dit laat onverlet dat het zeker niet vanzelfsprekend is dat de volumes die in de verschillende varianten naar voren komen, ook zonder meer uit de markt te halen zijn. Twee extra varianten (B en C) spelen in op de discussie dat vanuit het bestaande Daeb-bezit, bezit kan worden afgezonderd dat potentieel geliberaliseerd kan worden. Hierbij zal in de praktijk een balans moeten worden gevonden tussen voldoende beschikbaar aanbod voor de doelgroepen van beleid en aanbod dat corporaties voor middengroepen (middensegment) beschikbaar kunnen en willen stellen. Varianten B en C zijn vingeroefeningen die inzicht bieden in de vraagstukken die bij scheiding gaan optreden. In de doorrekening is geen rekening gehouden met een mogelijk verplicht gestelde 'dividend' betaling van de niet-Daeb-tak aan de Daeb-tak. De resultaten maken wel inzichtelijk of er ruimte is voor een dergelijke 'betaling'.

In de verkenning zijn drie scheidingsvarianten uitgevoerd:

- A. Variant initiële scheiding op basis van de huidige portefeuilledeling Daeb/niet-Daeb.
- B. Variant initiële scheiding plus 10% overheveling Daeb naar niet-Daeb.
- C. Variant initiële scheiding plus 10% overheveling Daeb naar niet-Daeb, plus aanpassing in de programmering.

1.2 Initiële scheidingsvariant van Daeb en niet-Daeb

In de initiële scheidingsvariant is de omvang en de marktwaarde (in verhuurde staat) van de niet-Daeb-portefeuille € 13,8 miljard, conform het sectorbeeld 2013. Alle bestaande leningen (geborgd en ongeborgd) zijn in deze uitwerking aan de Daeb-tak gekoppeld. De hoogte van de interne lening is van grote invloed op het gezond en levensvatbaar zijn van de niet-Daeb-tak. In deze variant bedraagt de interne lening op sectorniveau € 8 miljard⁵. Rekening houdend met de andere bezittingen en schulden in de niet-Daeb-tak resulteert een eigen vermogen van € 10,2 miljard (7,5% van het totaal eigen vermogen van € 138,1 miljard van de TI)⁶.

⁵ De hoogte van de interne lening is om die reden bijgesteld ten opzichte van het sectorbeeld.

⁶ Balanstotaal niet-Daeb (€ 19,6 miljard) minus overige passiva € 1,4 miljard en leningen € 8,0 miljard, geeft een eigen vermogen van € 10,2 miljard.

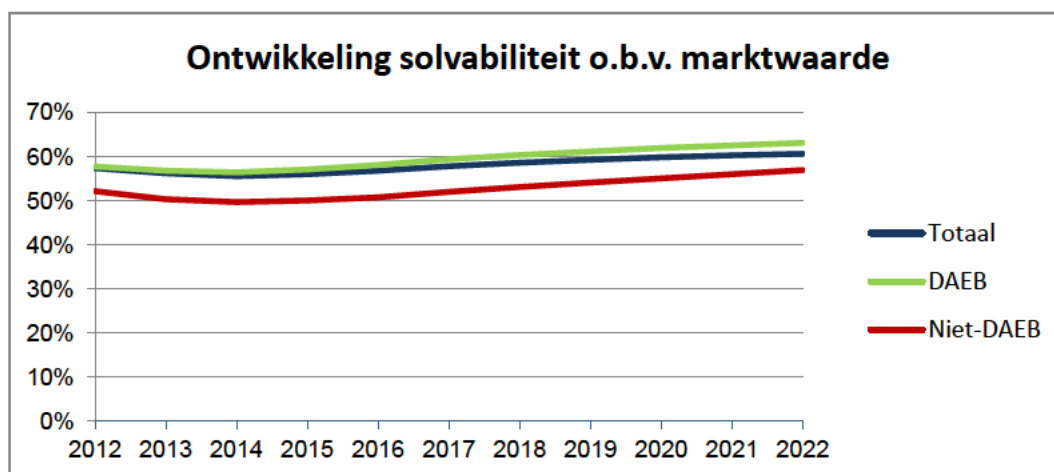
De programmering voor niet-Daeb is bij deze variant beperkt tot nieuwbouw bestemd voor verhuur (jaarlijks gemiddeld 2.600 woningen) en verkoop van bestaand bezit (jaarlijks gemiddeld 600 woningen). De aantallen zijn afgeleid van de laatste prognoses en er heeft niet op voorhand een check plaatsgevonden of de niet-Daeb-tak een dergelijk programma aankan. Woningverbetering is vooralsnog niet ingevuld in de niet-Daeb-tak omdat de kwaliteit en de economische levensduur van deze portefeuille duidelijk beter is dan voor de Daeb-tak.

Hieronder kijken we naar de effecten van de scheiding op de financiële kengetallen van de sector.

Een belangrijk kengetal om de financiële positie van corporaties te beoordelen is de solvabiliteit. Het bezit is voor het Daeb en niet-Daeb-bezit gewaardeerd op marktwaarde in verhuurde staat.

Bij de waardering tegen marktwaarde in verhuurde is het uitgangspunt dat niet het beleid van de corporatie centraal staat bij de waardering maar de inschatting wat marktpartijen op grond van marktconform gedrag (zowel met betrekking tot de verhuur als bij het uitponden) aan waarde toekennen aan het vastgoed. Marktconform gedrag kan in vergelijking tot het beleid van corporaties tot grote verschillen in kasstromen leiden: hogere huren en lagere beheer- en onderhoudskosten. Het (direct) rendement op marktwaarde maakt inzichtelijk in hoeverre de geraamde kasstromen marktconform zijn. Gezien de 'opdracht' voor corporaties zullen in de Daeb-tak normaal gesproken geen marktconforme rendementen worden gerealiseerd (legitimatie voor staatssteun). De niet-Daeb-tak zal marktconforme rendementen moeten (gaan) realiseren. Omdat de marktwaarde zelf gebaseerd is op marktconform beleid, zal de noodzakelijke solvabiliteit bij niet marktconforme kasstromen (hogere onderhouds- en beheerkosten of lagere huurstijgingen) hoger moeten zijn. Daarnaast bepalen ook de kasratio's (ICR en DSCR) of een tak gezond en levensvatbaar is.

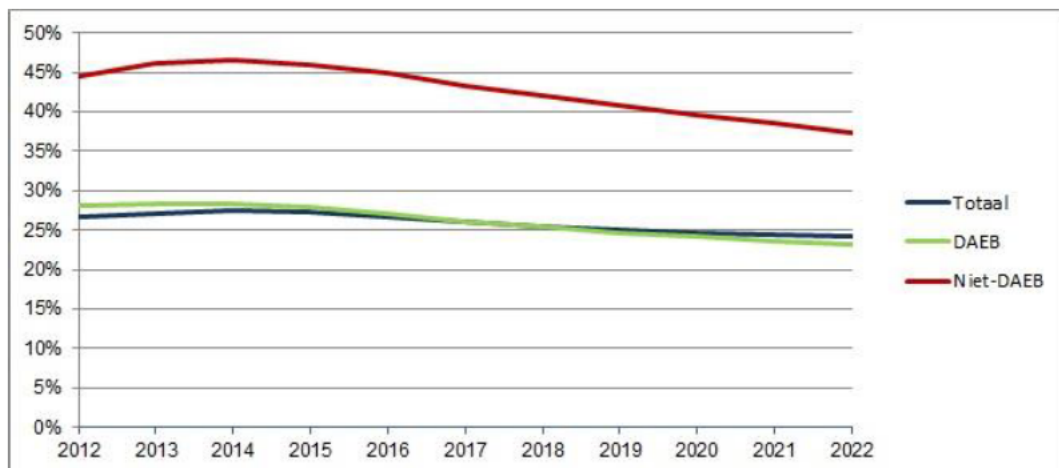
Figuur 1 Solvabiliteit initiële scheidingsvariant o.b.v. marktwaarde



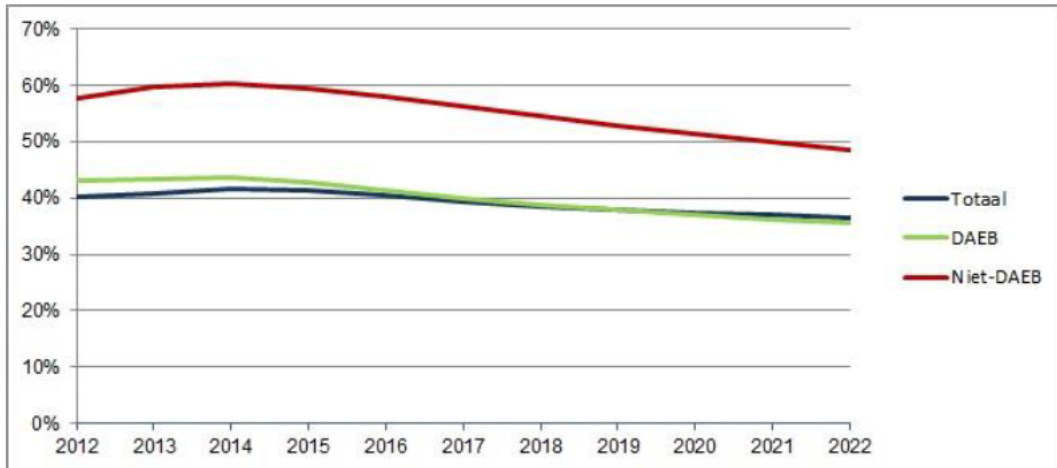
Loan to Value

De 'Loan to Value' op basis van de leegwaarde is voor de Daeb-tak in de beginperiode negatief beïnvloed doordat alle lange schulden in de Daeb-tak zijn ondergebracht, terwijl een deel van het bezit in de niet-Daeb-tak is ondergebracht. Via de interne lening wordt dit vermogenstechnisch opgelost, echter dit laat onverlet dat de ratio verslechtert doordat alleen het Daeb-bezit tegenover de totale schulden wordt geplaatst. Deze positie (interne lening) wordt in de prognoseperiode afgebouwd. Voor de Daeb-tak ontstaan aanvaardbare ratio's. De niet-Daeb-tak heeft door de toegekende interne lening een relatief hoge leningportefeuille. Overigens nog duidelijk onder de 50% van de leegwaardegrens die generiek voor TI's werd gehanteerd. Bij niet-Daeb staan hier betere rendements- en liquiditeitsratio's tegenover dan de cijfers voor de totale portefeuille. Bij de scheiding moet de niet-Daeb-tak niet met een te ruime positie van start gaan (beklemd mogelijkheden in de Daeb-tak en is van invloed op speelveld omdat er minder rendementsdruk ontstaat). De hoogte van de interne lening is een communicerend vat met de kapitaalbreng voor niet-Daeb. Een lage interne lening betekent een ruime solvabiliteit in niet-Daeb en minder dekking voor de rente- en aflossingskasstromen in de Daeb-tak. Het gekozen uitgangspunt betekent dat de startpositie voor niet-Daeb tegen de grens moet liggen van wat commercieel acceptabel is. De cijfers op basis van marktwaarde in verhuurde staat zijn het meest bruikbaar om inzichtelijk te maken hoe de positionering met betrekking tot deze grens is. Deze context is medebepalend voor de vraag of en hoe snel de interne lening van initieel € 8 miljard in de loop van de periode kan worden afgebouwd via de herfinanciering met behulp van commerciële (onbeborgde) leningen.

Figuur 2 LTV initiële scheidingsvariant o.b.v. van leegwaarde



Figuur 3 LTV initiële scheidingsvariant o.b.v. van marktwaarde



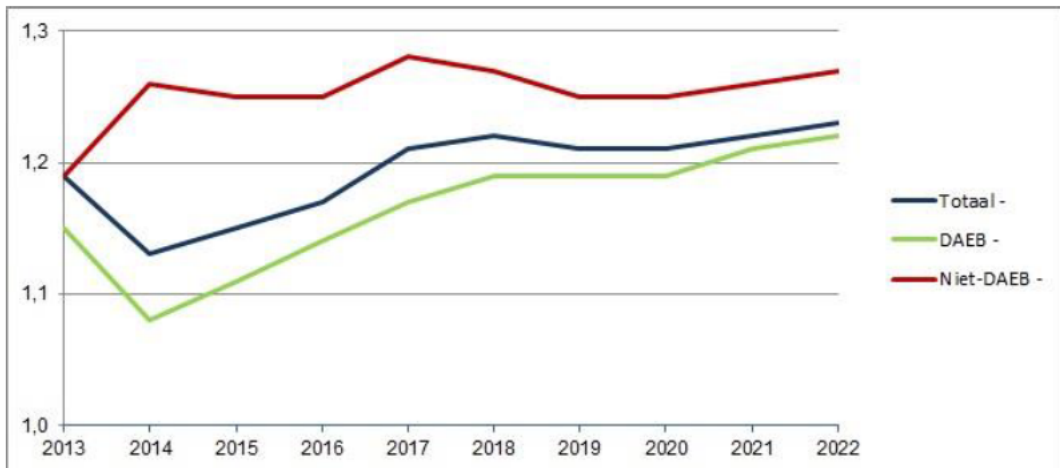
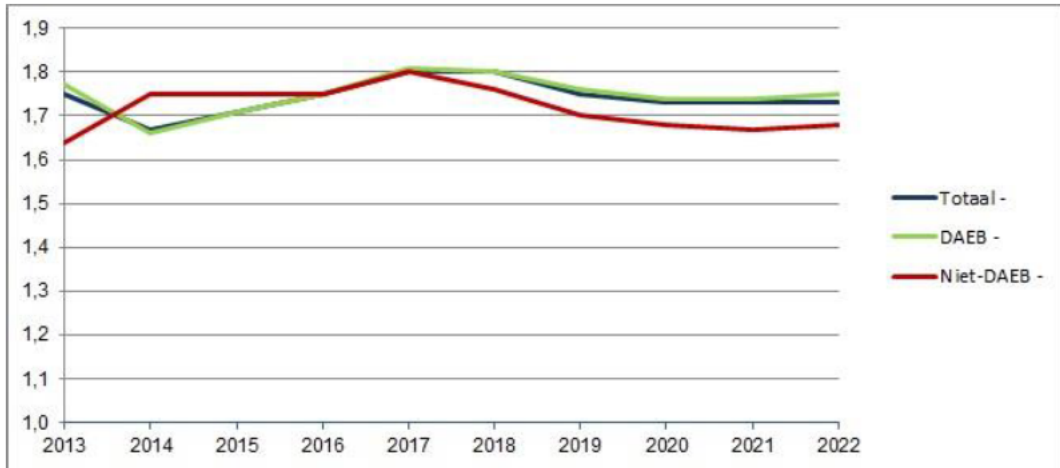
Kasstroomkengetallen

De rentedekkingsgraad⁷ laat voor de Daeb-tak solide cijfers zien. Ook de DSCR laat acceptabele waarden zien. Voor de niet-Daeb-tak ontstaat een ander beeld en dient ook een andere referentie gehanteerd te worden. Voor ongeborgde financiering zonder mogelijke aanspraken op staatsteun (geborgde financiering of sanering), dient te worden uitgegaan van hogere ratio's. Financiers zullen bij de geleidelijke herfinanciering van de interne lening een rentedekkingsgraad van 1,7 á 1,8 verlangen. De ICR ratio's voor de niet-Daeb-tak zijn in deze variant nog niet voor de hele periode voldoende om deze operatie met succes te kunnen doorlopen. De cijfers laten daarnaast zien dat door de omzetting van de interne lening naar een commerciële lening met structureel 1% hogere rente dan de geborgde leningen, de ratio's op totaal niveau (de toegelaten instelling als juridische entiteit) met bijna 0,1 punt verslechteren ten opzichte van de basisvariant in de Financiële Meerjarenverkenning 2013 – 2022 die recent is uitgekomen⁸.

⁷ In de rentedekkingsgraad en DSCR is de renteontvangst van de interne lening aan niet-Daeb meegenomen in de operationele kasstroom.

⁸ April 2014

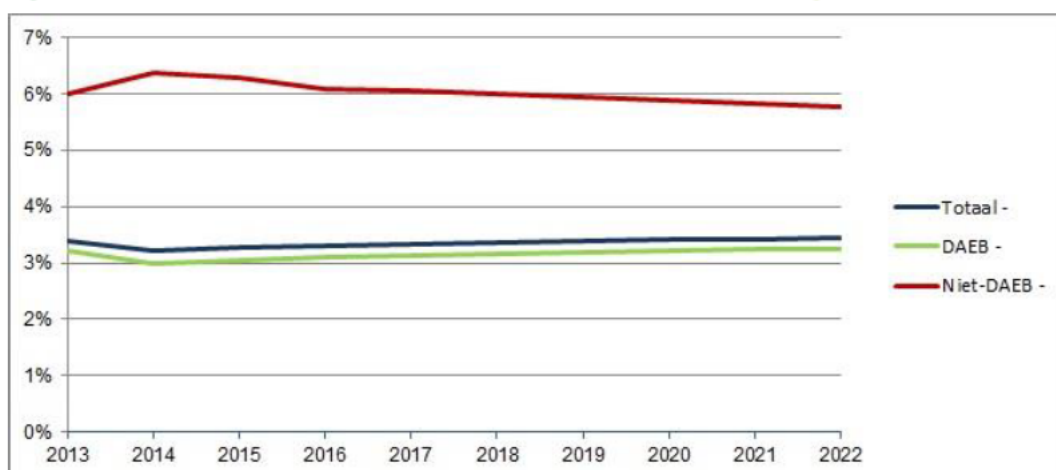
Figuur 4 Kasstroomkengetallen initiële scheidingsvariant ICR resp. DSCR



Rendement

Het direct rendement op basis van marktwaarde in verhuurde staat maakt inzichtelijk dat de Daeb-exploitatie structureel niet marktconform blijft en dat de niet-Daeb-exploitatie marktconforme waarden genereert. Hoewel voor Daeb-bezit de huurontwikkeling langjarig reëel stijgend is, leidt de begrenzing vanwege de marktmogelijkheden (betaalbaarheid) in combinatie met de blijvende positionering in het Daeb-domein tot structureel lage directe rendementen. De verhuurderheffing is hier mede debet aan. Niet-Daeb-bezit met een huurprijs boven de liberalisatiegrens kent deze last in de exploitatie niet. Maar heeft daarentegen wel te maken met een hogere financieringslast en rendementseisen vanuit externe financiers voor commerciële financiering. Het direct rendement op eigen vermogen (voor Vpb) in de niet-DAEB-tak komt uit op gemiddeld 4,3% voor de 10-jaarsperiode.⁹

Figuur 5 Direct rendement o.b.v. marktwaarde verhuurd initiële scheidingsvariant



Conclusies: Scheiden is een complexe operatie met meerdere draaiknoppen

Na scheiding blijven de Daeb-kengetallen in deze variant binnen acceptabele grenzen. De uitkomsten van de initiële scheidingsvariant laten zien dat enkele ratio's in het niet-Daeb-deel nog kritische waarden laten zien. De kasstroomratio's (ICR) en ook de LTV laten nog spanning zien. Dit zijn juist de kengetallen waar externe financiers naar kijken. Enige bijsturing is nog nodig om deze kengetallen te doen verbeteren.

⁹ Het rendement op afzonderlijke complexen kan sterk variëren en is mede afhankelijk van het risicoprofiel van de verschillende complexen. Deze doorrekening geeft alleen macro-cijfers weer.

Er zijn meerdere draaiknoppen om de variant opgevat als scheidingsvoorstel bij te sturen.

- ◆ De omvang van de interne lening bij de initiële scheiding kan worden verlaagd. Bij de beoordeling van dit scheidingsvoorstel moet mede op basis van de gepresenteerde kengetallen bepaald worden of er sprake is van gezond en levensvatbaar. Hierbij is een aantal ankerpunten van belang. Allereerst de omvang en de mogelijke groei van de niet-Daeb-tak door de aanwending van het verwachte rendement voor investeringen in niet-Daeb, zonder dat de ratio's onder druk komen. Bij een relatief kleine startomvang (zoals hier aan de orde) ligt het eerder voor de hand dat er extra ruimte komt voor groei op basis van rendement dan bij een forse initiële omvang. Met andere woorden de solvabiliteit zou bij een kleine startomvang groter kunnen zijn (relatief minder interne lening en dus meer inbreng eigen vermogen) dan bij een start met een grote niet-Daeb-portefeuille. In het laatste geval moet initieel er een gezonde situatie zijn maar hoeft niet ook nog eens het rendement het mogelijk te maken dat de portefeuille veel verder groeit. In dit voorbeeld is het denkbaar vanwege de beperkte startomvang, de omvang van de interne lening lager vast te stellen zodat er ruimte ontstaat voor enige groei. Op basis van de voorcalculatie kan de groei als gevolg van het verwachte rendement in beeld worden gebracht. In hoeverre een corporatie vervolgens deze rendementen realiseert, bepaalt uiteindelijk of er daadwerkelijk ruimte ontstaat voor investeringen. Het scheidingsvoorstel kan alleen op deze basis worden gezien. Na scheiding valt er niet meer bij te sturen in de hoogte van de interne lening anders dan door aflossing. De vermindering van de interne lening bij scheiding moet echter niet tot gevolg hebben dat de Daeb-tak hierdoor te veel onder druk komt te staan c.q. niet-Daeb met een te makkelijke uitgangspositie mag starten. De niet-Daeb-tak op sectorniveau kent ook bezittingen die vooralsnog weinig kasstromen genereren (bijvoorbeeld grondposities), die echter op basis van desinvesteringen de schuldpositie en daarmee kasstromen kunnen beïnvloeden. Kortom dit is maatwerk bij elk scheidingsvoorstel.
- ◆ De huur en de exploitatie (onderhoud en beheer) in niet-Daeb dient hierbij te worden beoordeeld in het licht van het marktconform karakter van de niet-Daeb-tak. Mogelijke optimaliseringsmogelijkheden krijgen eerder prioriteit dan een vermindering van de interne lening (c.q. de vergroting van de inbreng van eigen vermogen).
- ◆ Tenslotte kan de omvang van het voorgenomen investeringsprogramma niet-Daeb neerwaarts worden bijgesteld.

Belangrijk vraagstuk bij de scheiding is in hoeverre bij de bepaling van het gezond en levensvatbaar zijn van de niet-Daeb-tak, de omvang van de niet-Daeb-tak een rol kan spelen. Of dit nu het gevolg is van de scheiding of de groei als gevolg van investeringen na scheiding zou hierbij minder van belang behoeven te zijn.

1.3 Twee overhevelingsvarianten

Om inzichtelijk te maken wat de effecten en gevoeligheden zijn van een additionele overdracht van Daeb-bezit naar de niet-Daeb-tak in het kader van de creatie van een groter middensegment zijn twee aanvullende varianten opgesteld. In de eerste overhevelingsvariant worden bij de scheiding gereguleerde huurwoningen overgeheveld naar de niet-Daeb-tak. De toevoegingen aan de niet-Daeb-portefeuille zijn geen afspiegeling van de gemiddelde Daeb-portefeuille. De woningen moeten de potentie hebben om te groeien naar een geliberaliseerd huurniveau. Voor dit portefeuilledeel is uitgegaan van de volgende eigenschappen:

- ◆ Aantal woningen: 201.000 (10% bezit)
- ◆ Maandhuur: € 570 per maand
- ◆ Restant levensduur: 27 jaar
- ◆ Leegwaarde: € 175.000,-

De marktwaarde leegwaarde verhouding daalt hierdoor van 77,1% naar 69,3% (de ratio voor het over te hevelen bezit is slechter omdat onder meer de huur leegwaarde verhouding lager ligt) in de niet-Daeb-tak. De omvang van het bezit in de niet-Daeb-tak bedraagt op basis van marktwaarde in verhuurde staat € 36,8 miljard. De interne lening is door de overheveling toegenomen tot € 18,6 miljard. En het eigen vermogen dat de niet-Daeb-tak meekrijgt bedraagt € 22,6 miljard, ofwel 16% van het totaal eigen vermogen van de toegelaten instelling.

Met de overheveling van de portefeuille is ook het beleid met betrekking tot de exploitatielasten aangepast. Verondersteld is dat er een besparing van 10% kan plaatsvinden die in een periode van vijf jaar wordt gerealiseerd, omdat het niet-Daeb-bezit efficiënter te exploiteren zal zijn.

Ook voor wat betreft het huurbeleid vindt er een accentverlegging plaats. Additioneel wordt er rekening gehouden met 0,5% extra huurverhoging in het eerste jaar aflopend naar 0,25% in het tiende jaar. De extra huurverhoging (met name bij mutatie) heeft ook een doorwerking op de raming van de uitgaven voor de verhuurderheffing. De heffing zal door toename van het aantal geliberaliseerde woningen wat lager uitkomen, omdat de heffing alleen hoeft te worden betaald voor gereguleerde huurwoningen.

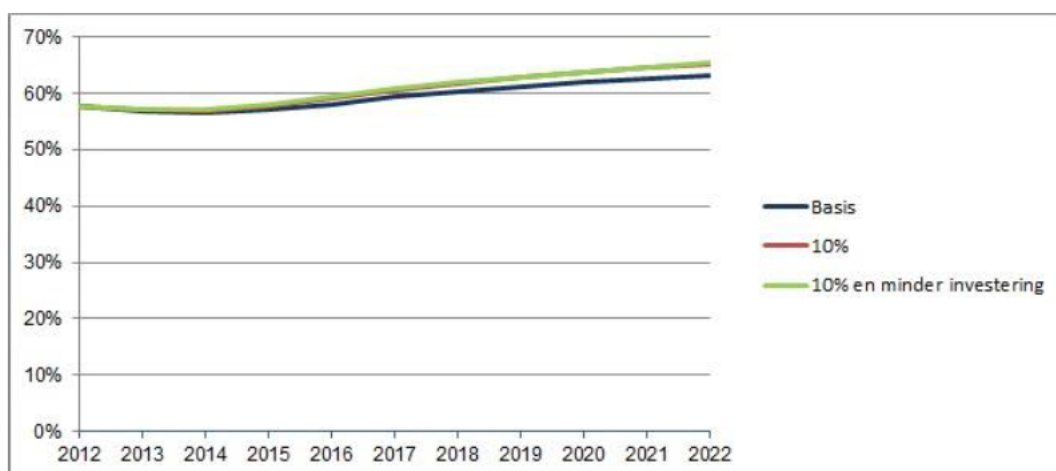
De nieuwbouw productie voor de verhuur in de niet-Daeb-tak is verhoogd van circa 26.000 eenheden in tien jaar naar 42.500 eenheden. De spankracht voor nieuwe investeringen is mede afhankelijk van de omvang van de startportefeuille. De variant moet duidelijk maken of dit programma realiseerbaar is. Hetzelfde geldt voor programma verkoop bestaand bezit. Dit programma stijgt van 6.000 eenheden naar 19.400. Het programma in de Daeb-tak daalt navenant. Het totale investerings- en desinvesteringsprogramma blijft dus ongewijzigd, maar er vindt een verschuiving van activiteiten van de Daeb-tak naar de niet-Daeb-tak plaats. In hoeverre dit beleidsmatig wenselijk is c.q. aansluit bij de kaders van de voorliggende Novelle is niet direct aan de orde.

De uitgangspunten in de tweede overhevelingsvariant zijn identiek met de voorgaande met dit verschil dat het nieuwbouwprogramma is bijgesteld. De gevoeligheid van de nieuwbouwprogrammering op de kengetallen van niet-Daeb komt door deze aanpassing goed in beeld. Na de forse overheveling is nu verondersteld dat pas vanaf 2017 weer nieuwbouw in de niet-Daeb-tak plaatsvindt. De eerste jaren kan de niet-Daeb-tak hierdoor meer vet op de botten krijgen. Vanaf 2017 is het programma identiek met de vorige variant. Hieronder volgen we de effecten van beide varianten op de financiële kengetallen. De beschouwing plaatsen we ook in het perspectief van de beoordeling van scheidingsvoorstellen.

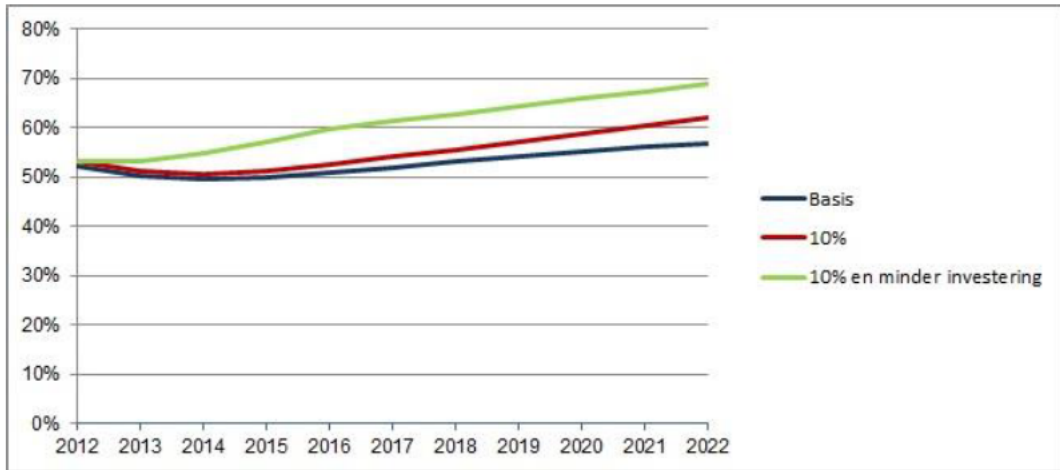
Solvabiliteit erg gevoelig voor programmering

De solvabiliteitsontwikkeling op basis van marktwaarde levert voor de Daeb-tak in beide aanvullende varianten geen wezenlijke verandering op (de groene en de rode lijn vallen samen). Vooral bij de niet-Daeb-tak zien we een verbetering optreden. Eerst bij de variant met 10% overheveling, waar de solvabiliteit zich versterkt van 50 naar 60% aan het einde van de periode. In de variant met minder nieuwbouw wordt de solvabiliteit door afname van de investeringen verder versterkt. Hier is vanaf het begin van de periode een stijgende trend waarneembaar, oplopend naar bijna 70% na tien jaar. De cijfers maken inzichtelijk dat het programma voor niet-Daeb veel invloed heeft op de ontwikkeling van de financiële positie. Een belangrijke vraag bij de beoordeling van scheidingsvoorstellen is dus in hoeverre rekening gehouden moet worden met een 'opgave' voor de niet-Daeb-tak c.q. de omvang (op termijn) van de niet-Daeb-portefeuille. Aan het eind van de periode is bij de variant 10% met minder investeringen de solvabiliteit op basis van marktwaarde bijna 70%. Slechts 30% van het totaal van de bezittingen gewaardeerd tegen marktwaarde, is gefinancierd met vreemd vermogen. Een eindsituatie die gezond te noemen valt.

Figuur 6 Solvabiliteit o.b.v. marktwaarde Daeb-tak



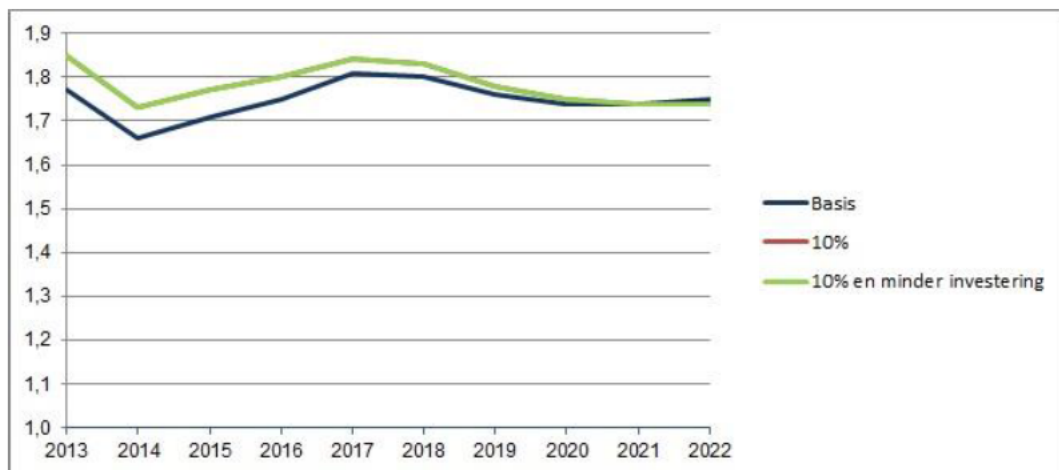
Figuur 7 Solvabiliteit o.b.v. marktwaarde niet-Daeb-tak



Kasstroomkengetallen

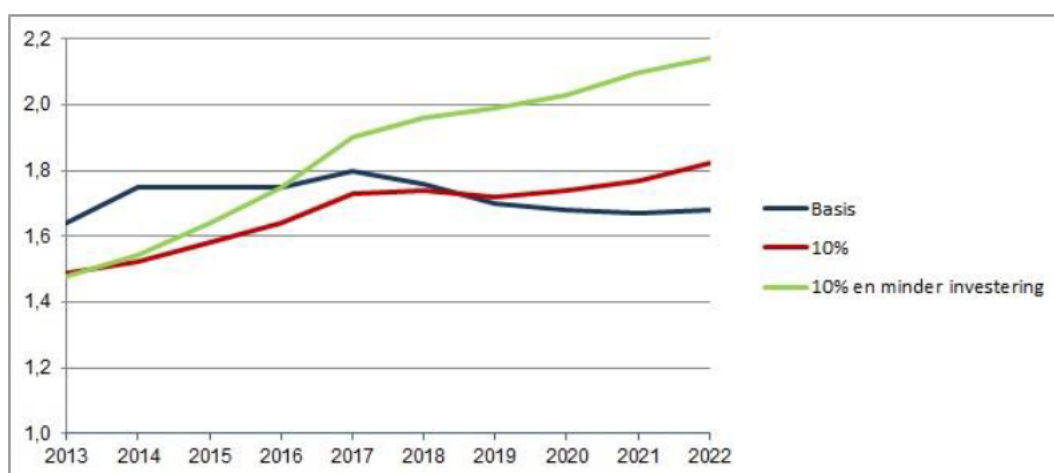
In het Daeb-deel zien we voor beide varianten (voor wat betreft het effect op de Daeb-tak zijn ze identiek, groene en rode lijn vallen samen) aanvankelijk een verbetering van de rentedekkingsgraad ten opzichte van de initiële scheidingsvariant. Aan het einde van de periode komen de waarden echter weer op hetzelfde niveau uit als in de initiële scheidingsvariant. De ratio's liggen in de eerste jaren hoger door onder meer inkomsten vanuit de interne lening (rendement op interne lening is hoger dan rendement op vastgoed dat initieel binnen de Daeb-tak bleef). De interne lening wordt echter in de loop van de tijd afgelost, waardoor dit kengetal weer langzaam terugzakt. Daarnaast gaat relatief het beste bezit vanuit Daeb naar niet-Daeb, waardoor er slechter bezit met een slechter exploitatieresultaat in Daeb blijft, met ook een slechter rendement. Het risicoprofiel van de Daeb-tak wordt door de omvang van de interne lening beïnvloed. Om die reden is een relatief hoge rentedekkingsgraad of DSCR in de startfase ook noodzakelijk.

Figuur 8 Rentedekkingsgraad Daeb



Voor de niet-Daeb-portefeuille laat vooral de overhevelingsvariant met minder nieuwbouw na een aanvankelijk flink lagere ratio, een sterke verbetering zien. Dit komt onder meer door lagere investeringen, waardoor minder financiering hoeft te worden aangetrokken. Het (direct) rendement op het vastgoed wordt dan meer aangewend om de schuld in de niet-Daeb-tak te doen verlagen. Desondanks zal gezien de ‘aanvangsratio’s’ de omzetting van de interne leningen in de beginperiode niet eenvoudig zijn. De varianten laten de stuurbaarheid van de ratio’s zien. In dit licht is het ook van belang om de dividendbetaling van de niet-Daeb-tak aan de Daeb-tak te beschouwen. Tussen een succesvol pad voor de afbouw van de interne lening en het betalen van ‘dividend’ kan spanning zitten. In het begin zou dividendbetaling de omzetting van interne leningen nog verder bemoeilijken, terwijl in de laatste variant aan het eind van de periode er ruimte is voor ‘dividend’. ‘Dividend’ ten behoeve van de Daeb-tak kan hierbij ook worden gezien in het licht van de omvang van de niet-Daeb-tak. Een relatief al grote niet-Daeb-tak (bij aanvang of na een voorziene groei op basis van investeringen) behoeft minder te worden gefaciliteerd in een verdere groei dan een kleine niet-Daeb-tak. Dividend (verplichte) betaling beïnvloedt immers ook de ruimte voor investeringen en daaraan verbonden externe financiering. Het direct rendement (voor Vpb) op het eigen vermogen bedraagt in beide varianten gemiddeld over de gehele periode circa 4,0%.

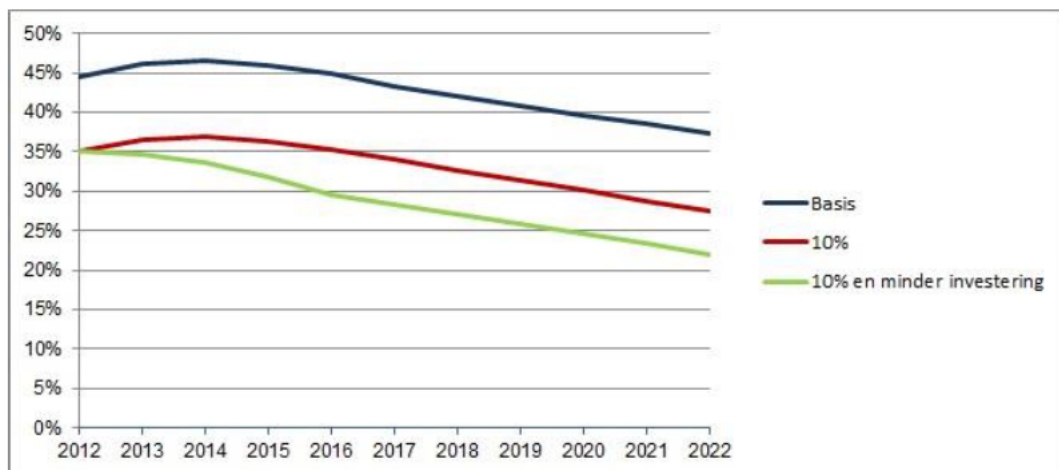
Figuur 9 Rentedekkingsgraad niet-Daeb



Loan to Value

De LTV verbetert zich voor het niet-Daeb-deel in beide varianten. Naar rato van de marktwaarde verhuurde staat is de interne lening gelijk gehouden aan die in de initiële scheidingsvariant. De verhouding marktwaarde/leegwaarde is lager geworden, waardoor financiering ten opzichte van de leegwaarde gunstiger is. Absoluut is er sprake van meer dan verdubbeling van de interne lening: van € 8 miljard naar € 18,6 miljard. De interne lening van € 18,6 miljard wordt vergelijkbaar met de basisvariant afgebouwd. De omzetting van de interne lening naar een commerciële lening in tien jaar tijd vergt een grote inspanning waar in de sector geen ervaring mee is. De overhevelingsvariant met minder nieuwbouw doet het relatief beter, omdat hier minder financieringsbehoefte is als gevolg van een beperkter programma nieuwbouw huurwoningen. In de eindsituatie daalt de behoefte aan commerciële financiering van zo'n € 18 miljard naar € 13 miljard. De omvang van de geborgde financiering bedraagt dan € 75 miljard (bij start € 88 miljard).

Figuur 10 LTV o.b.v. leegwaarde niet-Daeb



1.4 Conclusies op basis van deze varianten

- ♦ Na scheiding blijven de Daeb-kengetallen binnen acceptabele grenzen. Maar er moet wel rekening gehouden worden met hogere risicoprofielen door het 100% belang van de Daeb-tak in de niet-Daeb-tak.
- ♦ Het op orde brengen van de kengetallen voor niet-Daeb is nog een aandachtspunt. Externe financiers kijken met name naar de leningen/(leeg)waarde verhouding en kasstroomkengetallen. De varianten maken duidelijk dat er bij scheiding draaiknoppen zijn die van grote invloed zijn op het 'succes' van de niet-Daeb-tak. De hoogte van het eigen vermogen in de niet-Daeb-tak is hierbij een belangrijke schakel. De omvang van het eigen vermogen wordt rechtstreeks beïnvloed door de hoogte van de interne lening op het moment van scheiding. In de varianten is bij de formulering van de uitgangspunten de balans gezocht tussen een niet te gemakkelijke start voor de niet-Daeb-tak en het gezond en levensvatbaar zijn. Bij de bepaling van de omvang van de interne lening bij de beoordeling van de scheidingsvoorstellen is van groot belang dat er een goede inschatting kan worden gemaakt van de rationaliseringsmogelijkheden in de niet-Daeb-portefeuille: verbeteren direct rendement (huur, onderhoud en beheer). Daarnaast is een belangwekkende vraag of en in welke mate er rekening dient te worden gehouden met de initiële omvang en groei van de niet-Daeb-tak (bijvoorbeeld nieuwbouwpoging in de niet-Daeb-tak). De afbouw van de interne lening (c.q. de mogelijkheid om ongeborgd her te kunnen financieren) en de wens dat de niet-Daeb-tak 'dividend' uitkeert aan de Daeb-tak kunnen op gespannen voet met elkaar staan. Groei en 'dividend' uitkering kunnen ook op gespannen voet met elkaar staan. Dit laat onverlet dat het (direct) rendement op het eigen vermogen marktconform moet zijn cq. daartoe moet tenderen. De uitgangscondities die bij de scheiding worden bepaald zullen voor een belangrijk deel het succes van de niet-Daeb-tak bepalen inclusief de gewenste afbouw van de interne lening. Bij de beoordeling van deze voorstellen zal echter het effect op de Daeb-tak steeds moeten worden meegewogen.
- ♦ Indien de drie varianten als scheidingsvoorstellen zouden worden beoordeeld, zou dit tot de volgende kenschets leiden. Niet-Daeb legt bij de initiële variant bij aanvang een beslag van circa 7,5% op het totale eigen vermogen (8% van balanstotaal). Het rendement en de investeringen in niet Daeb leiden tot een beperkte groei. Na tien jaar is 8% van totaal vermogen gealloceerd voor niet-Daeb en 9% van balanstotaal. De kasratio's en de Loan to Value lieten bij de niet-Daeb-tak nog een zekere druk zien. Gezien de relatief kleine omvang van de niet-Daeb-tak, kan na beoordeling van de rationaliseringsmogelijkheden in de exploitatie en de eventuele groeiwens na scheiding eerder worden overgegaan tot een verlaging van de omvang van de interne lening (en spiegelbeeldig een verhoging van het start eigen vermogen) om een gezond en levensvatbare uitgangspositie tot stand te brengen. De twee volgende varianten geven een goed beeld van de samenhang tussen

groeiwensen en de ontwikkeling van ratio's gegeven een gelijke uitgangspositie. In het 'scheidingsvoorstel' krijgt niet-Daeb € 22,5 miljard aan eigen vermogen (16% van het totaal eigen vermogen). Bij de eerste variant met de forse overheveling is er vanaf het eerste jaar ook tevens een behoorlijk investeringsprogramma opgenomen (dit zou leiden tot 18,5% van het balanstotaal voor niet-Daeb na tien jaar). De ratio-ontwikkeling laat spanning zien. Het is niet vanzelfsprekend dat dit programma financieerbaar is. Echter gegeven de startomvang ligt het minder voor de hand om de startpositie wat betreft eigen vermogen te verbeteren door de omvang van de interne lening te verlagen. Groeiwensen in deze context zullen eerder door een verdere rationalisatie van de exploitatie moeten worden behaald. En mocht dit niet lukken dan zullen de groeiplannen bijgesteld moeten worden. Het 'dividend' beleid zou ook verbonden kunnen worden met de omvang van niet-Daeb. Na het bereiken van een bepaalde omvang zou afdracht van dividend een middel zijn om verdere groei af te remmen en om onnodige eigen vermogensgroei in niet-Daeb af te romen. De tweede variant laat in feite zien wat een gedragsreactie zal zijn als eigen vermogen niet hoger wordt en de ratio's onvoldoende zijn om voldoende vreemd geld aan te trekken. De investeringen worden uitgesteld totdat ratio's voldoende zijn om nieuwe investeringen te kunnen financieren.

- ◆ De start met interne leningen is onvermijdelijk om de scheiding te kunnen laten plaatsvinden. De varianten laten zien dat het al gauw om grote bedragen gaat. Bij 10% additionele overheveling gaat het om € 18,5 miljard aan interne lening en € 22,5 miljard aan eigen vermogen in de niet-Daeb-tak. De afbouw van de interne lening leidt tot een ingrijpende structuurverandering van de sector. De omvang van de geborgde leningen loopt van € 88 miljard terug naar € 75 miljard en afhankelijk van het programma de omvang van de commerciële lening loopt op naar € 13 tot 18 miljard. De scheidingsoperatie is daarom een operatie van ongekeerde omvang, vergelijkbaar met de brutering. De risico's in een dergelijke hybride structuur zijn aanzienlijk en ook sterk afhankelijk van de vormgeving van de operatie. Gezien vanuit de ooghoek van staatsteun: kan worden voorkomen dat als er problemen in de niet-Daeb-tak ontstaan deze geen terugslag op de Daeb-tak tot gevolg hebben? Het niet tot aflossing komen van de interne lening zal bij deze omvang vraagtekens oproepen over de uitstaande geborgde leningen. Kan het dreigend niet lukken van de (her) financiering van commerciële leningen beperkt blijven tot aanspraken op zekerheden die alleen betrekking hebben op niet-Daeb-bezit of ontstaan toch aanspraken op Daeb-bezit, geborgde financiering of saneringssteun? Helderheid over de onderliggende mechanismen en structureringen (extern financieel toezicht, extern volkshuisvestelijk toezicht, positionering van de saneringsfunctie, kwaliteit van het management van de betreffende corporatie) zijn cruciaal voor het vertrouwen dat externe financiers moeten hebben om in te stappen.

- ◆ De feitelijke scheidingspraktijk zal nog veel weerbarstiger zijn. Het wordt een maatwerkoperatie die veel capaciteit (kwaliteit en kwantiteit) van de vele spelers in deze operatie zal vergen. De sector zal nog behoorlijk wat kennis moeten vergaren om de scheiding ook op deze wijze te kunnen operationaliseren. Het structureel op termijn in een commerciële omgeving opereren, alleen al vanwege de commerciële financiering is een uitdaging
- ◆ De creatie van een gelijk speelveld maakt het mogelijk de rentekosten nadrukkelijker te verbinden met de aard van de activiteit (Daeb en niet-Daeb), en hiermee ook het andere risicoprofiel. Het scheelt over tien jaar circa € 1,1 miljard aan rente vanwege de ongeborgde financiering voor de niet-Daeb-tak (variant 10%). Met name in de latere jaren komt dit tot uitdrukking.