



Daling leningportefeuille van woningcorporaties

1 maart 2021

finance
ideas

Inhoud

1.	Voorwoord	2
2.	Samenvatting	3
3.	Inleiding	4
3.1	Vraagstelling	4
3.2	Onderzoeksopzet	4
3.3	Het databestand	5
4.	Beschrijvende analyse 2013 – 2018	7
4.1	Inleiding	7
4.2	Leningportefeuille	7
4.2	Operationele kasstromen	9
4.3	Netto verkoopopbrengsten	11
4.4	Investerings	12
4.5	Tot slot	14
5.	Statistische analyse	15
5.1	Inleiding	15
5.2	Regressieresultaten	15
5.3	Tot slot	16
6.	Enquête	18
6.1	Inleiding	18
6.2	Woningcorporaties met de grootste daling leningportefeuille	18
6.3	Woningcorporatie met de grootste stijging van de leningportefeuille	20
6.4	Tot slot	21
	Bijlage: vragenlijsten	23

1. Voorwoord

Vanaf 2013 is bij woningcorporaties de door het WSW geborgde leningportefeuille gedaald. Pas recent laten de gegevens weer een lichte stijging van de leningportefeuille zien. Minder lenen kan verschillende oorzaken hebben. De overige inkomsten kunnen zijn gestegen waardoor er minder behoefte te worden geleend. Ook kan een daling van de investeringen een oorzaak zijn. Of een mix van deze factoren. Om meer inzicht te krijgen in de achtergronden van de daling van de leningportefeuille heeft het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties aan Finance Ideas gevraagd een onderzoek uit te voeren naar de daling van de leningportefeuille van woningcorporaties. Dit rapport geeft de resultaten van dit onderzoek.

2. Samenvatting

In de periode 2013 – 2018 is de daling van de leningportefeuille van de corporatiesector -7,4% geweest. Er is een grote spreiding tussen woningcorporaties. Er is een groep woningcorporaties waarbij de schuld met -20% of meer is gedaald. Daar staat tegenover dat bij 82 woningcorporaties de schuld in de beschouwde periode juist is gestegen. Bezien naar grootteklasse van de woningcorporaties zijn er ook grote verschillen. Bij de grootste woningcorporaties was de daling van de schuld gemiddeld -8,3% . Bij de kleinste woningcorporaties was de daling met gemiddeld -3,8% het geringst. Ook bij de andere belangrijke kasstromen is gemiddeld genomen de omvang afgenomen. Dat geldt zowel voor de inkomende kasstromen, zoals de operationele kasstroom (-10,7%) en netto verkoopopbrengsten (-9,6%) , als de uitgaande kasstromen, te weten de investeringsuitgaven (-11,9%). Bij de kleinste woningcorporaties zijn de investeringen met gemiddeld -26,4% het sterkst gedaald. Bij de grootste woningcorporaties is de daling van de investeringsuitgaven met gemiddeld -1,6% het minst geweest.

In de periode 2013 – 2018 zijn de totale investeringsuitgaven jaarlijks lager geweest dan de som van de totale operationele kasstroom en de totale netto verkoopopbrengsten. Het gevolg hiervan is dat de totale schuld daalt. De daling van de operationele kasstroom is met name het gevolg van de sterk gestegen uitgaven voor de verhuurderheffing en de vennootschapsbelasting. In de daling van de netto verkoopopbrengsten komt naar voren dat de afgelopen jaren verkoop van woningen bij woningcorporaties minder prioriteit heeft gehad.

De statische analyse laat zien dat het effect van de hoogte van de 'loan to value' (LTV) in 2013 op het verloop van de schuld in de jaren daarna, zeer significant is. Daarentegen is geen enkel effect van de 'interest coverage ratio' (ICR) op de mutatie van de schuld vastgesteld. De invoering van de verhuurderheffing in 2013 heeft geleid tot een forse verhoging van de LTV met circa 10%-punt. Op grond van het regressieresultaat kan worden geconcludeerd dat de LTV tot een mutatie van de schuld heeft geleid in de periode 2013 – 2018 van -4%-punt. Dit is iets meer dan de helft van de totale daling van de schuld, die -7,4% is geweest. De uitkomsten van de statistische analyse dienen wel met de nodige voorzichtigheid te worden gezien. Er is slechts een beperkt deel van de verschillen tussen woningcorporaties verklaard.

De enquête onder de twee groepen woningcorporaties heeft laten zien dat de daling van de leningportefeuille vooral door de investeringen in nieuwbouw is veroorzaakt. De groep woningcorporaties waarbij de leningportefeuille het meest is gedaald, geeft aan dat dit vooral het gevolg is van minder investeringen in nieuwbouw. De oorzaak hiervoor is vooral gelegen in de invoering van de verhuurderheffing. De verhuurderheffing heeft geleid tot een forse daling van het eigen vermogen en een lager rendement bij de nieuwbouw van woningen. Beide gevolgen van de verhuurderheffing hebben negatief uitgewerkt op de omvang van de nieuwbouw van woningen. En dit heeft geresulteerd in een daling van de leningportefeuille.

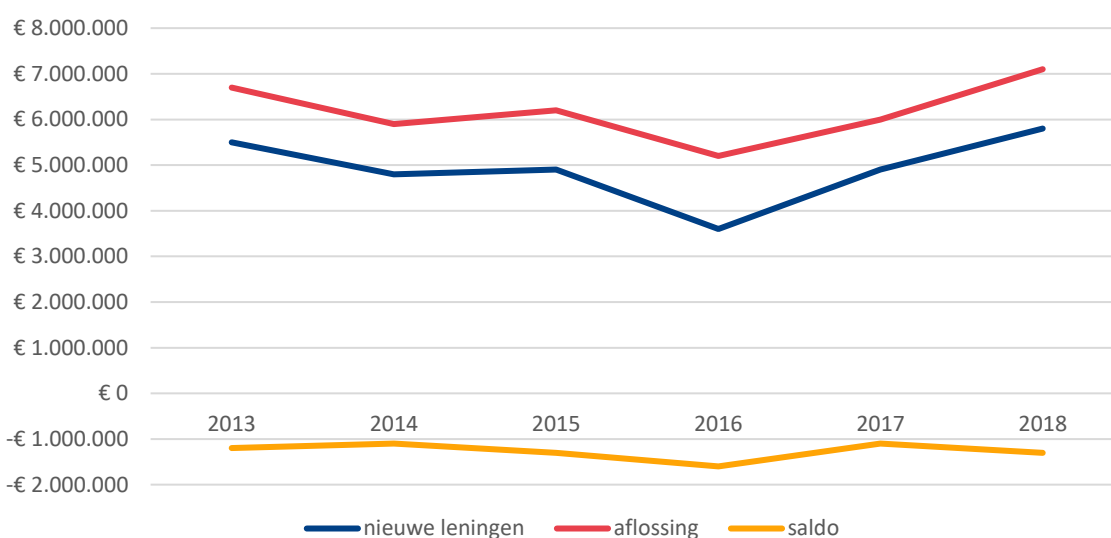
De andere groep woningcorporaties, waarbij de leningportefeuille wel is toegenomen, laat zien dat ondanks de verhuurderheffing de investeringen in de nieuwbouw van woningen bij deze woningcorporaties toch zijn toegenomen. Deze woningcorporaties hadden betere externe omstandigheden of hebben een andere afweging gemaakt.

3. Inleiding

3.1 Vraagstelling

De reden voor dit onderzoek naar het verloop van de leningportefeuille is dat uit gegevens van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) bleek dat woningcorporaties in de periode 2013 – 2018 per saldo meer leningen aflosten dan dat ze nieuwe leningen aantrokken. Figuur 3.1 laat de omvang van de nieuwe leningen en de aflossingen zien. In elk jaar waren de aflossingen omvangrijker dan de nieuw verstrekte leningen. Het resultaat is een daling van de leningportefeuille. Ultimo 2013 was de totale door het WSW geborgde leningportefeuille gelijk aan € 86,2 mrd. Ultimo 2018 was dit gedaald naar € 79,8 mrd. Een afname in de periode 2013 – 2018 van -7,4%.

Figuur 3.1: Nieuwe WSW geborgde leningen en aflossingen, 2013 - 2018 (x 1.000)



In dit onderzoek staat de vraag centraal door welke factoren de leningportefeuille in de corporatiesector is gedaald. Leningen worden in principe aantrokken om te investeren. Of er leningen nodig zijn, hangt af van de mate waarin de woningcorporatie de beschikking heeft over andere financiële middelen in combinatie met het investeringsniveau. Behalve leningen heeft een woningcorporatie de beschikking over twee andere financieringsbronnen voor investeringen. Deze bronnen zijn:

- Operationele kasstroom van de bestaande woningportefeuille
- Netto verkoopopbrengsten uit de verkoop van huurwoningen

De mutatie van het geborgde leningsvolume is de resultante van het investeringsniveau minus de omvang van de andere financieringsmiddelen. Als het investeringsniveau lager is dan de omvang van de andere financieringsmiddelen, zal het leningsvolume in principe afnemen. Een daling van het leningsvolume dient dan ook in deze samenhang te worden gezien. De daling kan het gevolg zijn van:

- Belemmeringen om geborgde leningen aan te trekken
- Belemmeringen om te investeren
- Toename van de overige financieringsmiddelen

3.2 Onderzoeksopzet

Het onderzoek is vanuit twee invalshoeken uitgevoerd, te weten een kwantitatieve data-analyse en enquêtes. De eerste stap van deze data-analyse bestaat uit een beschrijving van:

- De jaarlijkse mutatie van de (geborgde) leningportefeuille per woningcorporatie
- De jaarlijkse omvang van de andere financieringsmiddelen per woningcorporatie
- De jaarlijkse omvang van de investeringen per woningcorporatie

Deze analyse geeft het 'boekhoudkundige' inzicht waardoor de leningportefeuille is veranderd. Komt het door de mutatie van de andere financieringsmiddelen, of door de mutatie van de investeringen? De hypothese is dat de mutatie van de leningsvolume samengaat met een mutatie van de investeringen. De analyse zal uitsluitend moeten geven of deze hypothese al dan niet juist is. In de tweede stap van de data-analyse wordt bezien of er een statistisch verband is vast te stellen tussen de mutatie van de leningportefeuille in de periode 2013 – 2018 en kenmerken van de woningcorporatie. Hierbij is onder meer bezien welke invloed de financiële ratio's hebben gehad op het verloop van de leningportefeuille.

Aanvullend op deze data-analyses zijn enquêtes gehouden onder woningcorporaties waarbij de leningportefeuille relatief erg sterk is gedaald en woningcorporaties waar de leningportefeuille juist sterk is gestegen. Een groep van 50 woningcorporaties is geënuquêtéerd met de grootste daling van de leningportefeuille in de periode 2013 – 2018. En een groep van 50 met de sterkste stijging van de leningportefeuille. Door beide groepen te enquêteren, komen verschillen naar voren die een bijdrage leveren aan het inzicht in de knelpunten die hebben geleid tot de daling van de geborgde leningportefeuille.

3.3 Het databestand

Voor de data-analyses is gebruik gemaakt van de verantwoordingscijfers van de woningcorporaties (dVi). Jaarlijks leveren alle woningcorporaties de dVi aan. De dataset die is gebruikt, bevat de dVi's van zes achtereenvolgende jaren, van 2013 tot en met 2018. Het aantal woningcorporaties daalt jaarlijks door fusies. Om een tijdreeks per woningcorporatie te krijgen, zijn de woningcorporaties die gefuseerd zijn, met terugwerkende kracht samengevoegd, alsof ze al in 2013 gefuseerd waren. Ultimo 2018 waren er 308 woningcorporaties. Verder is Vestia vanwege de bijzondere positie waarin deze woningcorporatie verkeert, buiten de analyses gehouden.

Het databestand biedt niet de mogelijkheid om over de gehele periode de geborgde leningen te onderscheiden van de niet-geborgde leningen. Als gevolg daarvan hebben de analyses betrekking op alle leningen. Omdat de omvang van de niet-geborgde leningen zeer beperkt is, heeft dit naar verwachting geen versturende invloed op de analyses. Verder is het onderscheid tussen DAEB en niet-DAEB buiten beschouwing gebleven. Deze splitsing is in 2018 ingevoerd en valt daarmee grotendeels buiten de onderzoeksperiode.

Tabel 3.1 geeft de verdeling van de 307 woningcorporaties naar grootteklasse.

Tabel 3.1: Het aantal woningcorporaties naar grootteklasse, 2018

Klasse	Aantal vhe's	Relatieve omvang klasse (vhe in klasse/totaal vhe)	Aantal corporaties
XXS	< 1.000	0,8%	43
XS	1.000 – 2.500	4,8%	66
S	2,500 – 5.000	9,4%	60
M	5.000 – 10,000	22,4%	71
L	10.000 – 25.000	30,7%	49
XL	> 25.000	31,9%	18

Vervolgens laat tabel 3.2 de verdeling van de woningcorporaties naar woningmarktregio zien.

Tabel 3.2: Het aantal woningcorporaties naar woningmarktregio, 2018

Regio	Relatieve omvang regio (vhe in regio/totaal vhe)	Aantal corporaties
Fryslân	3,4%	10
Limburg	6,3%	24
Zwolle – Stedendriehoek	4,8%	20
Noordoost Brabant	3,9%	12
Metropoolregio Amsterdam	17,3%	24
Noord-Holland Noord	3,7%	13
U16	6,2%	19
Groningen Drenthe	5,7%	16
Arnhem Nijmegen	3,8%	16
Haaglanden Midden-Holland Rotterdam	14,9%	40
Zeeland	1,7%	9
Metropoolregio Eindhoven	4,4%	13
Holland Rijnland	2,3%	13
Oost Nederland	4,7%	16
Drechtsteden Hoekse Waard	2,1%	10
Woongaad	2,1%	13
Amersfoort Noord-Veluwe Zeewolde	1,4%	8
West-Brabant en Hart van Brabant	6,0%	13
Food Valley	1,4%	7
Categorale Instelling	3,8%	11

4. Beschrijvende analyse 2013 – 2018

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk geeft een beschrijving van het verloop van de leningportefeuille van woningcorporaties in de periode 2013 – 2018. Hierbij zijn de kort- en langlopende schulden aan kredietinstellingen samengevoegd. De beschikbare data bieden niet de mogelijkheid om over de gehele periode een onderscheid te maken tussen geborgde en ongeborgde leningen. Nu is het overgrote deel van de leningen die woningcorporaties hebben, geborgd door het WSW. Het is aannemelijk dat het verloop van de totale leningportefeuille goed overeenkomt met dat van de geborgde leningportefeuille. Verder is het evenmin mogelijk om voor de gehele periode een onderscheid te maken naar DAEB en niet-DAEB. Hierdoor hebben de analyses betrekking op de woningcorporatie in haar geheel.

De mutatie van de omvang van de leningportefeuille van een woningcorporatie is de resultante van andere kasstromen. Bij woningcorporaties is immers sprake van de bedrijfsfinanciering. De andere relevante kasstromen zijn:

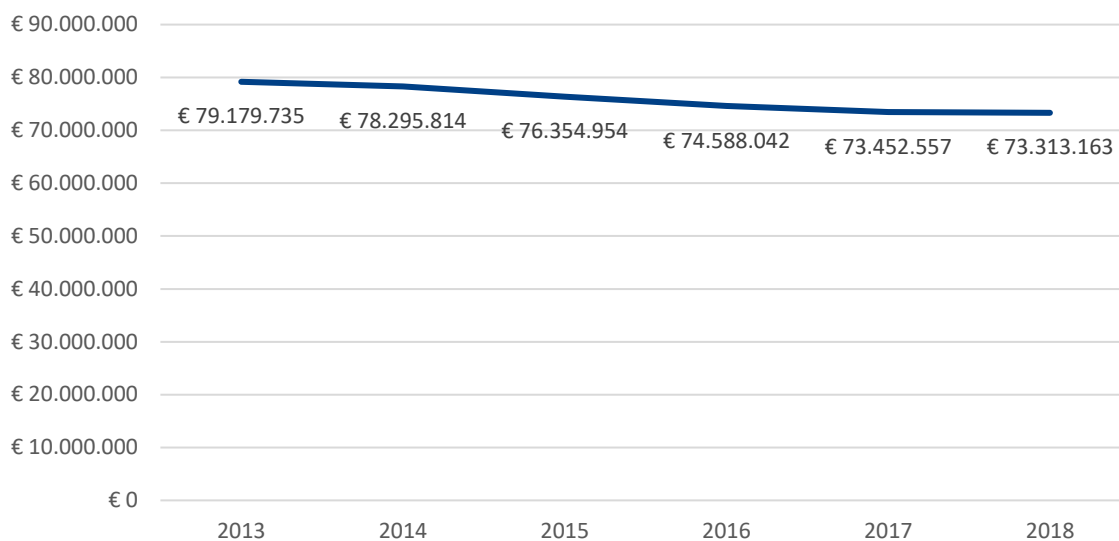
- De operationele kasstroom
- De netto verkoopopbrengsten
- De investeringskasstroom

Het saldo van deze drie kasstromen is in grote mate bepalend voor de omvang van de netto financieringskasstroom als gevolg waarvan de omvang van de leningportefeuille verandert. Dit hoofdstuk zal ook het verloop van deze drie kasstromen beschrijven.

4.2 Leningportefeuille

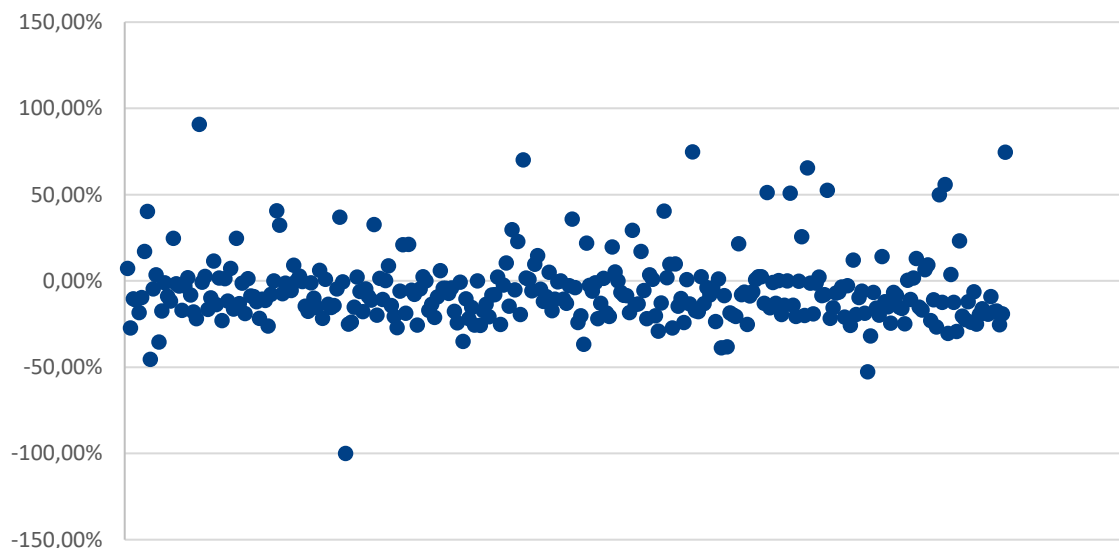
Figuur 4.1 geeft het verloop van de leningportefeuille weer. Er is sprake van een gestage daling van de leningportefeuille: van € 79,2 mrd. in 2013 naar € 73,3 mrd. in 2018. Over de gehele periode is dit een mutatie van -7,4%. In het voorafgaande is op basis van de gegevens van het WSW het verloop van de geborgde leningportefeuille weergegeven. Het niveau van de geborgde schuld ligt bij het WSW hoger: in 2013 € 86,2 mrd. en in 2018 € 79,8 mrd. Dit verschil in niveau wordt vermoedelijk grotendeels verklaard doordat in de jaarrekening van de woningcorporaties alleen het getrokken deel van de schuld is opgenomen, terwijl de gegevens van het WSW ook het ongetrokken deel omvatten. Het verloop van de schuld komt wel precies overeen. Ook de gegevens van het WSW laten een mutatie van -7,4% zien.

Figuur 4.1: Het verloop totale leningportefeuille (korte- en langlopende schulden aan kredietinstellingen) van de corporatiesector (x 1,000), 2013 - 2018



Er zijn grote verschillen tussen woningcorporaties in de mate waarin de schulden aan kredietinstellingen zijn veranderd. Figuur 4.2 geeft per woningcorporatie de procentuele mutatie van de schuld. Bij het merendeel van de woningcorporaties is de schuld gedaald, in veel gevallen zelfs met 20% of meer. Bij 84 woningcorporaties is de schuld echter toegenomen in de periode 2013 – 2018.

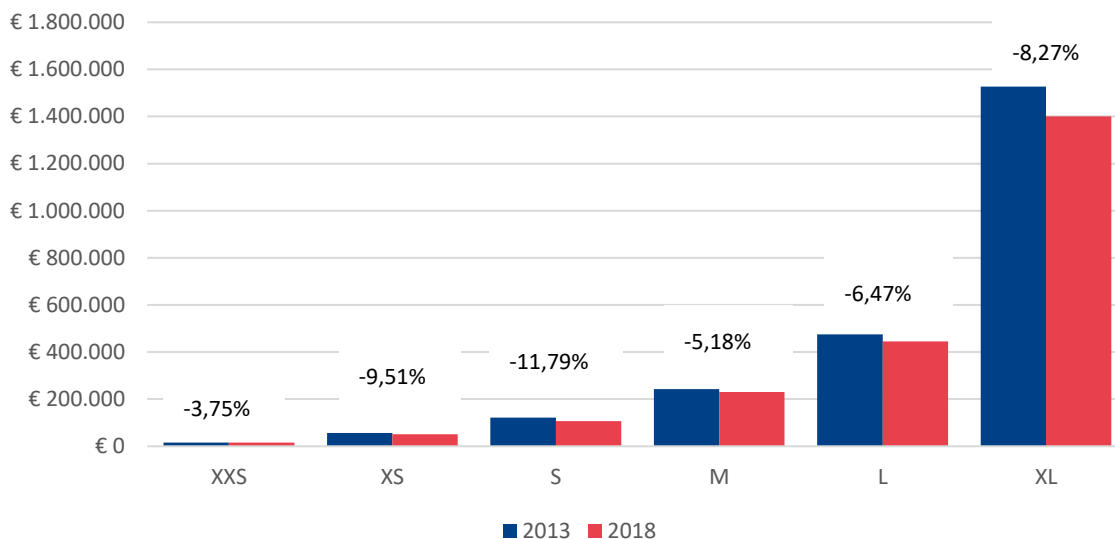
Figuur 4.2: De procentuele mutatie van de schuld per woningcorporatie, 2013 - 2018



De mutatie van de schuld in de periode 2013 – 2018 verschilt per grootteklasse van de woningcorporaties. Bij de woningcorporaties in de S-klasse met een woningbezit tussen 2.500 en 5.000 is de gemiddelde mutatie -11,8% geweest. Ook bij de grootste woningcorporaties lag de daling van de leningportefeuille met gemiddeld -8,3% boven het sectorale

gemiddelde. Opvallend is dat bij de kleinste woningcorporaties met een woningbezit niet groter dan 1.000, de daling het geringst is geweest.

Figuur 4.3: De gemiddelde procentuele mutatie van schuld naar grootteklasse van de corporaties, 2018 t.o.v. 2013



Hierbij is ook van belang dat de spreiding binnen de grootteklasse ook groot is. Tabel 4.1 geeft het gemiddelde en de standaarddeviatie van de schuld in 2013 en 2018 weer. Met name in de grootteklasse met de kleinste woningcorporaties is er sprake van een forse spreiding in de hoogte van de schuld. Er is een aantal kleine woningcorporaties zonder schuld. Er zijn ook kleine woningcorporaties met een relatief grote schuld.

Tabel 4.1: De gemiddelde schuld en de standaarddeviatie per grootteklasse van de woningcorporaties, 2013 en 2018 (X 1.000)

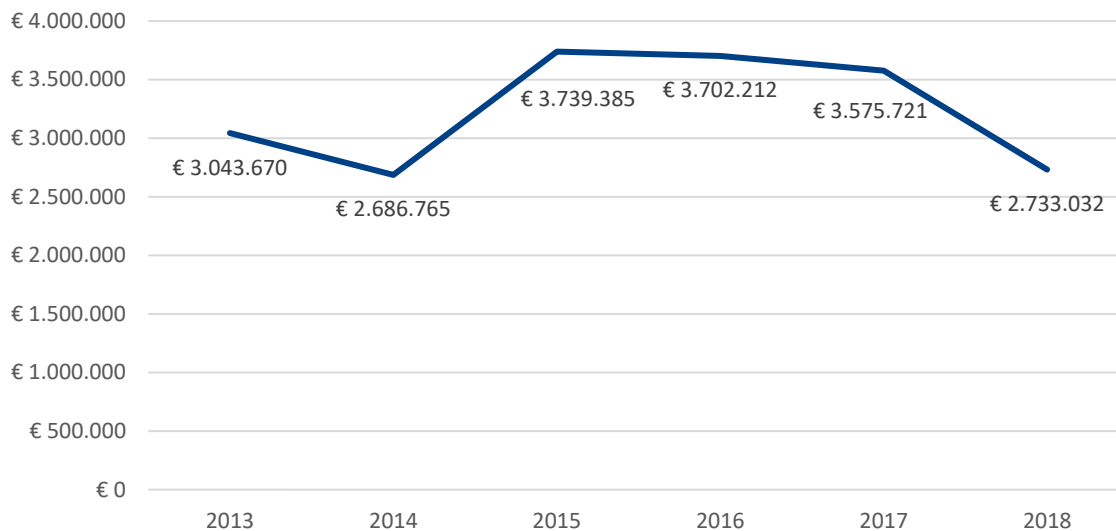
	2018		2013	
	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Gemiddelde	Standaarddeviatie
XXS	€ 15,631	€ 14,426	€ 16,239	€ 15,585
XS	€ 51,203	€ 27,881	€ 56,581	€ 30,121
S	€ 107,180	€ 42,350	€ 121,512	€ 47,908
M	€ 230,044	€ 97,878	€ 242,602	€ 112,886
L	€ 444,705	€ 135,516	€ 475,459	€ 165,013
XL	€ 1,400,424	€ 608,367	€ 1,526,695	€ 776,865

4.2 Operationele kasstromen

De operationele kasstroom is voor een woningcorporatie van belang als financiële bron voor investeringen, in het bijzonder voor het onrendabele deel daarvan. Naarmate de operationele kasstroom groter is, hoeft er bij een gelijkblijvend investeringsniveau minder te worden geleend. Figuur 4.4. geeft het verloop van de operationele kasstroom van de corporatiesector in de periode 2013 – 2018. Bezien over de gehele periode is de operationele kasstroom gedaald met -10,7%. Dat is aanzienlijk. Opvallend is dat er in 2015 ten opzichte van 2014 nog een stijging is geweest van de operationele kasstroom. In 2015 zijn de personeelslasten fors gedaald en waren de bedrijfsontvangsten hoger. Over de hele periode bezien is voor het dalende verloop van de operationele kasstroom doorslaggevend dat in 2013 de verhuurderheffing is ingevoerd en in 2018 uitgekomen is op extra uitgaven van € 1,6 mrd. en dat de

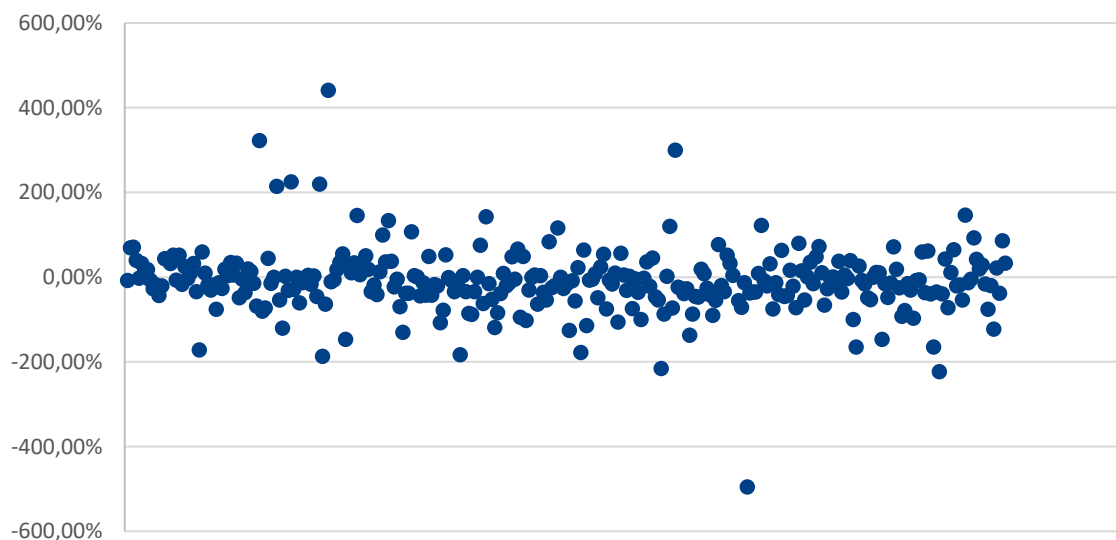
vennootschapsbelasting tot betaling heeft geleid en in 2018 € 0,5 mrd. bedroeg. Op een totale operationele kasstroom van € 2,7 mrd. zijn deze extra uitgaven in de periode 2013 – 2018 van € 3,1 mrd. zeer aanzienlijk.

Figuur 4.4: Het verloop van de operationele kasstroom van de corporatiesector (x 1.000), 2013-2018



Er zijn ook nu weer grote verschillen tussen woningcorporaties. Figuur 4.5 laat de procentuele mutatie van de operationele kasstroom voor elke woningcorporatie afzonderlijk zien. Er is een groot aantal woningcorporaties waarbij de operationeel kasstroom fors is gedaald. Dit is mede het gevolg van het feit dat de verhuurderheffing gebaseerd is op de WOZ-waarde van het woningbezit en daardoor ongelijk effect heeft. Een relatief groot effect in de Randstad en dan in het bijzonder in Amsterdam. En een relatief klein effect in de krimpgebieden van Nederland waar de WOZ-waarde relatief laag is.

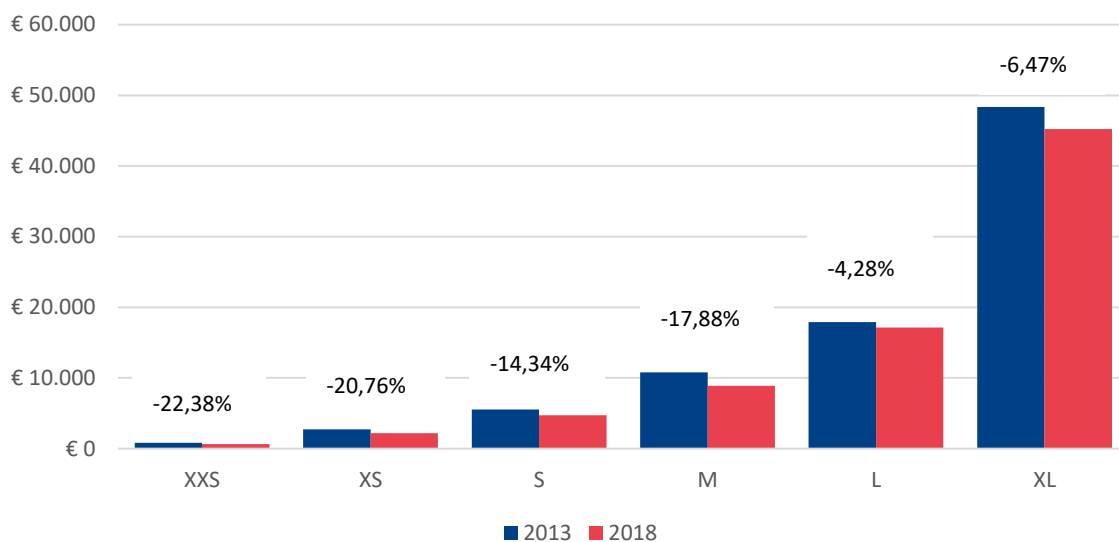
Figuur 4.5: De procentuele mutatie van de operationele kasstroom per woningcorporatie, 2013 - 2018



Het is ook opmerkelijk dat de mutatie van de operationele kasstroom sterk verschilt naar grootteklasse van de woningcorporaties. Bij de kleinste woningcorporaties in de XXS-klasse is de daling het sterkste geweest met een gemiddelde van -22,4%. Er is overigens binnen deze groep woningcorporaties sprake van een grote spreiding in de hoogte van de operationele kasstroom. Bij de grotere woningcorporaties in de L-klasse en in de XL-klasse is de daling van

de operationele kasstroom lager dan het sectoraal gemiddelde. Kennelijk zijn deze woningcorporaties er beter in geslaagd om de hogere uitgaven van de verhuurderheffing en de vennootschapsbelasting te compenseren door lagere exploitatiekosten of hogere huurinkomsten.

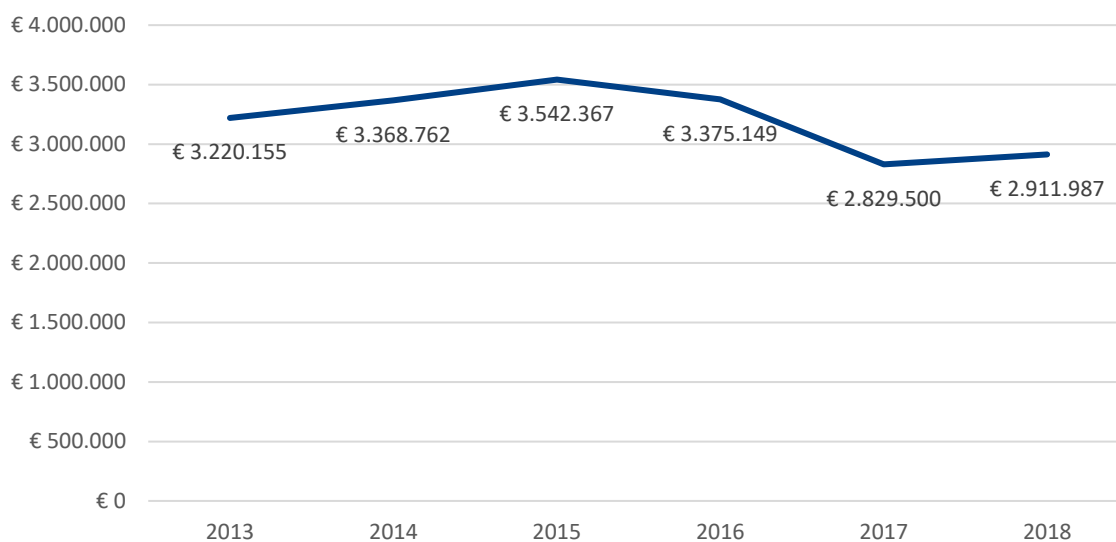
Figuur 4.6: De gemiddelde procentuele mutatie van de operationele kasstroom per grootteklasse van de corporaties, 2018 t.o.v. 2013



4.3 Netto verkoopopbrengsten

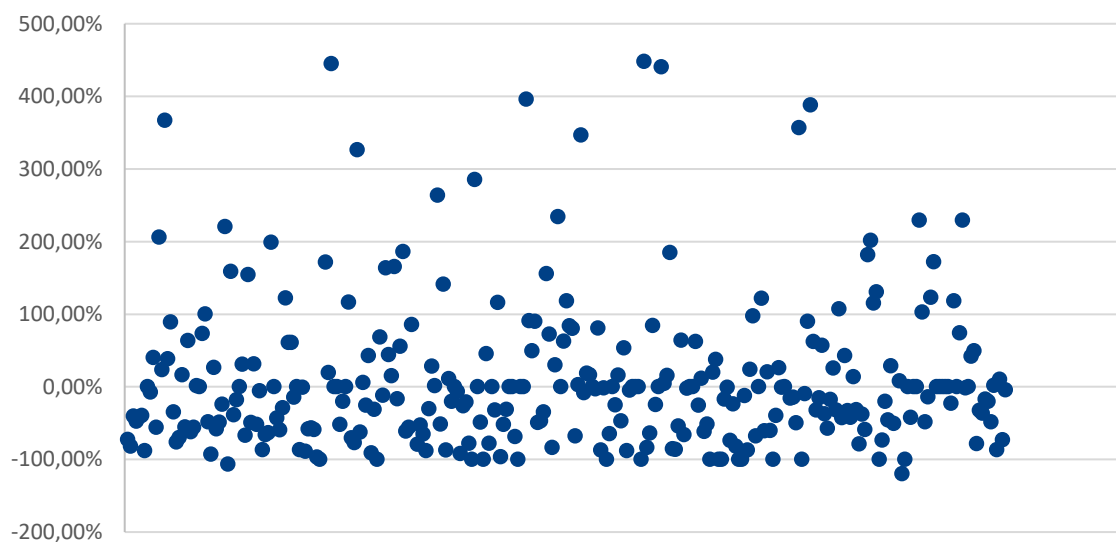
De netto verkoopopbrengsten vormen een andere financiële bron van woningcorporaties. Qua omvang ligt de netto verkoopopbrengst gemiddeld op een vergelijkbaar niveau als dat van de operationele kasstroom. Uit figuur 4.7 blijkt dat in de eerste jaren van de beschouwde periode de netto verkoopopbrengsten nog wat zijn gestegen. Na 2015 is de verkoop sterk afgenomen en heeft zich in 2018 min of meer gestabiliseerd. Over de gehele periode 2013 – 2018 zijn de netto verkoopopbrengsten met -9,6% gedaald, van € 3,2 mrd. in 2013 naar € 2,9 mrd. in 2018.

Figuur 4.7: Het verloop van de netto verkoopopbrengsten van de corporatiesector (x 1.000), 2013 - 2018



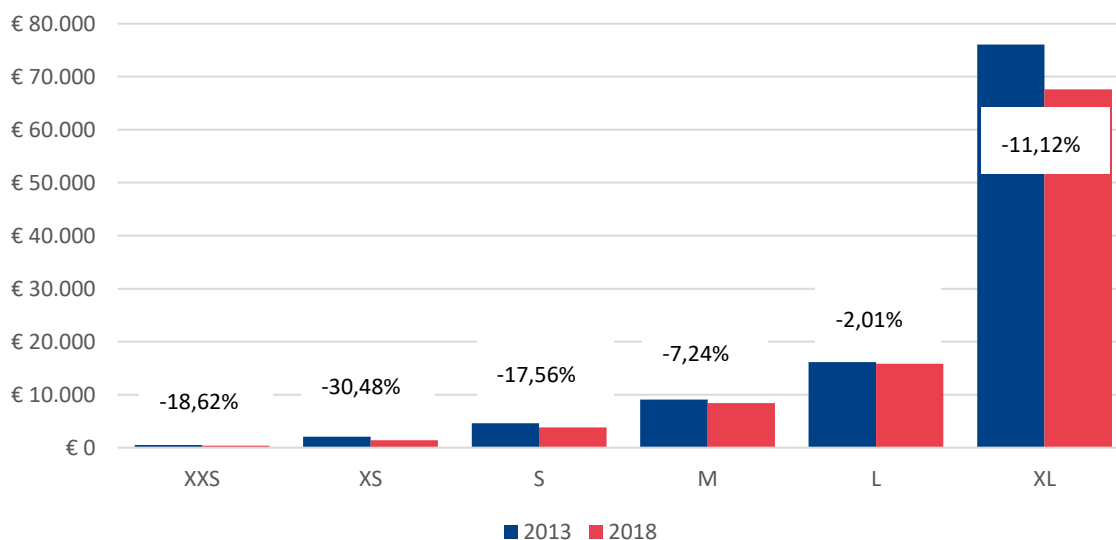
De procentuele mutatie van de netto verkoopopbrengsten is zeer uiteenlopend voor elke woningcorporatie afzonderlijk. Dat is ook niet onlogisch omdat verkoop van woningen voor veel woningcorporaties een incidentele activiteit is. Het ene jaar wel en het andere jaar niet. Bij een vergelijking tussen 2013 en 2018 zien we als gevolg daarvan grote uitschieters, zowel naar boven als naar beneden. Figuur 4.8 laat dan ook een grote spreiding zien. Er is een groep woningcorporaties waarbij de verkoopopbrengsten (fors) zijn gestegen in de periode 2013 – 2018. Daar staat tegenover dat er ook veel woningcorporaties zijn waarbij de netto verkoopopbrengsten zijn gehalveerd of helemaal achterwege zijn gebleven in 2018. Deze woningcorporaties hebben in 2018 relatief weinig of niet verkocht.

Figuur 4.8: De procentuele mutatie van de netto verkoopopbrengsten per woningcorporatie, 2013 - 2018



Naar grootteklasse van de woningcorporaties zijn er ook weer grote verschillen in de hoogte van de gemiddelde mutatie van de netto verkoopopbrengsten. Bij de grootste woningcorporaties in de XL-klasse ligt het percentage iets boven het landelijk gemiddelde. Bij de kleinere woningcorporaties vanaf de S-klasse en kleiner, zijn de verkoopopbrengsten gemiddeld het sterkst gedaald.

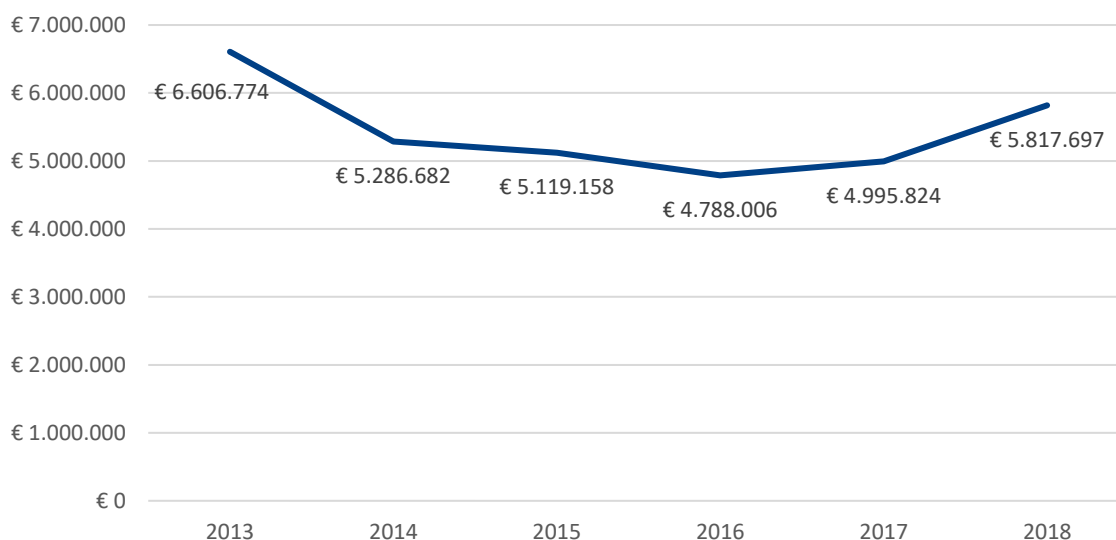
Figuur 4.9: De gemiddelde procentuele mutatie van de netto verkoopopbrengsten per grootteklasse van de woningcorporaties, 2018 t.o.v. 2013



4.4 Investerings

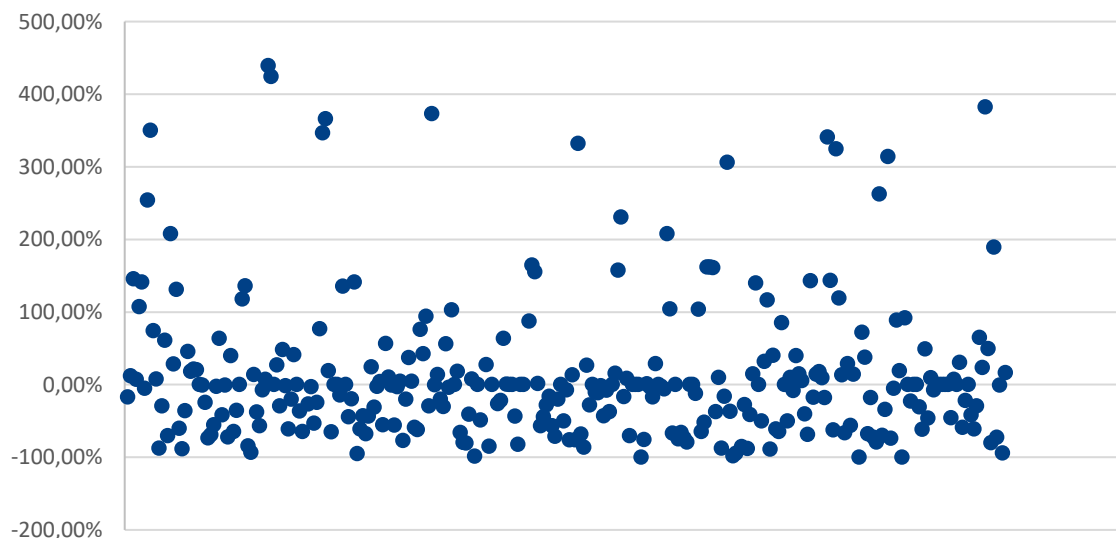
Tot slot van dit hoofdstuk zal het verloop van de investeringen worden weergegeven. In de mate dat de investeringen lager zijn dan de operationele kasstroom en de netto verkoopopbrengsten tezamen, kan er per saldo worden afgelost. Als de investeringen hoger zijn, zal het verschil geleend moeten worden. Figuur 4.10 laat het verloop van de investeringen zien in de periode 2013 – 2018. Na 2013 zijn er enkele jaren geweest waarin de investeringen zijn gedaald. Na 2016 is er weer sprake van een beperkte stijging van de investeringsuitgaven. Over de gehele periode bezien zijn de investeringsuitgaven met -11,9% gedaald. Met de beschikbare data is het niet mogelijk om deze investeringsuitgaven te splitsen naar bijvoorbeeld nieuwbouw of aankoop, renovatie en duurzaamheid.

Figuur 4.10: Het verloop van de investeringen van de corporatiesector (x 1.000), 2013 - 2018



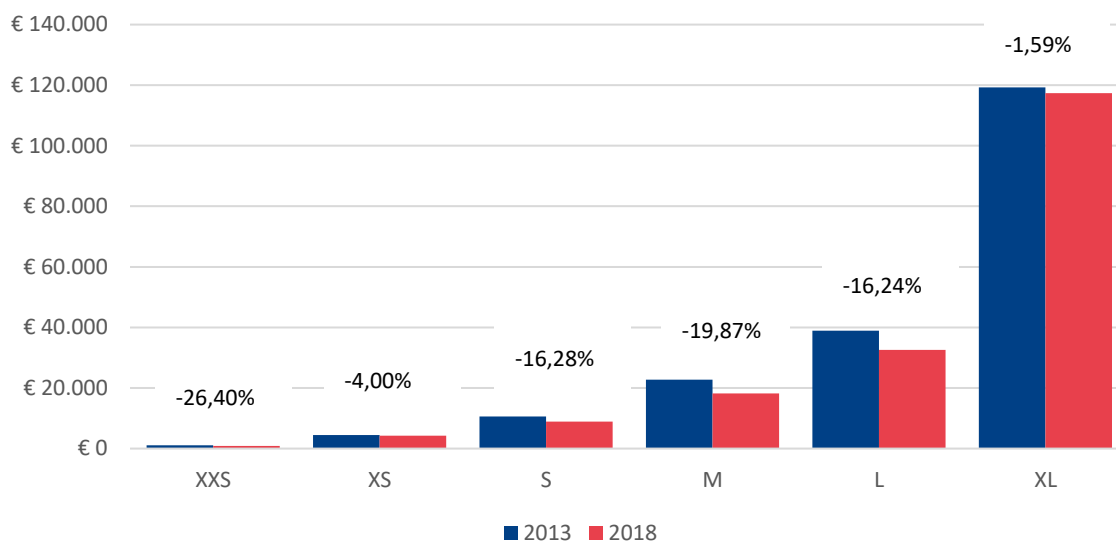
Ook nu laat figuur 4.11 weer een grote spreiding zien in de procentuele mutatie van de investeringsuitgaven per woningcorporatie. Er zijn woningcorporaties waarbij de investeringen in 2018 ten opzichte van 2013 fors hoger liggen. Ook zijn er woningcorporaties die in 2018 amper of geen investeringsuitgaven hebben gehad. Dit is mede het gevolg van het feit dat bij veel woningcorporaties, en dan met name de kleinere, de investeringsuitgaven sterk op en neer gaan.

Figuur 4.11: De procentuele mutatie van de investeringen per woningcorporatie, 2013 - 2018



De gemiddelde procentuele mutatie van de investeringsuitgaven in de periode 2013 – 2018 verschilt ook weer sterk naar grootteklasse van de woningcorporaties. Bij de grootste woningcorporaties in de XL-klasse is het niveau van de investeringen in 2018 nagenoeg gelijk aan dat in 2013. De daling is gemiddeld slechts -1,6%. Daarentegen laat figuur 4.12 zien dat bij de kleinste woningcorporaties in de XXS-klasse de procentuele daling van de investering met -26,4% erg fors is geweest. Ook bij de woningcorporaties in de M-klasse en in de L-klasse was de procentuele daling groot, met -19,9% en resp. -16,2%.

Figuur 4.12: De gemiddelde procentuele mutatie van de investeringen per grootteklasse van de woningcorporaties, 2018 t.o.v. 2013



4.5 Tot slot

Het voorafgaande heeft laten zien dat de daling van de schuld van de corporatiesector -7,4% is geweest in de periode 2013 – 2018. Deze daling is in elk van de grootteklassen geweest. Bij de grootste woningcorporaties was de daling van de schuld gemiddeld -8,3%. Bij de kleinste woningcorporaties was de daling met gemiddeld -3,8% het geringst. Ook bij de andere belangrijke kasstromen is de omvang afgenomen. Dat geldt zowel voor de inkomende kasstromen, zoals de operationele kasstroom (-10,7%) en netto verkoopopbrengsten (-9,6%), als de uitgaande kasstromen, te weten de investeringsuitgaven (-11,9%). Bij de kleinste woningcorporaties zijn de investeringen met gemiddeld -26,4% het sterkst gedaald. Bij de grootste woningcorporaties is de daling van de investeringsuitgaven met gemiddeld -1,6% het minst geweest.

In de periode 2013 – 2018 zijn de totale investeringsuitgaven jaarlijks lager geweest dan de som van de totale operationele kasstroom en de totale netto verkoopopbrengsten. Het gevolg hiervan is dat de totale schuld daalt. De daling van de operationele kasstroom is met name het gevolg van de sterk gestegen uitgaven voor de verhuurderheffing en de vennootschapsbelasting. In de daling van de netto verkoopopbrengsten komt naar voren dat de afgelopen jaren verkoop van woningen bij woningcorporaties minder prioriteit heeft gehad.

5. Statistische analyse

5.1 Inleiding

In het voorafgaande is de ontwikkeling van de totale schuld van de corporatiesector en ook die van elke woningcorporatie afzonderlijk beschreven. In dit hoofdstuk staat een mogelijke verklaring voor de waargenomen daling van de schuld centraal. Omdat woningcorporaties bedrijfsfinanciering toepassen, is de ontwikkeling van de schuldpositie in principe de resultante van de andere kasstromen die ook in het voorafgaande zijn beschreven. Het feit dat dat verband er is, is op zich geen verklaring maar een logische samenhang. De verklaring zou zich kunnen richten op factoren die de daling van de investeringen hebben veroorzaakt, omdat extra investeringen veelal leiden tot een extra financieringsbehoefte. Hoe interessant een dergelijke verklaring ook is, deze valt buiten de reikwijdte van dit onderzoek. In dit hoofdstuk zal met name worden bezien in welke mate de hoogte van de financiële ratio's, die bepalend zijn voor de borgstelling van de leningen door het WSW, van invloed zijn geweest op de mutatie van de leningportefeuille van woningcorporaties.

5.2 Regressieresultaten

Zoals in het voorafgaande is vermeld, zijn nagenoeg alle leningen van woningcorporaties geborgd door het WSW. Zonder borgstelling van het WSW trekken woningcorporaties (nagenoeg) geen leningen aan. Of de leningen door het WSW geborgd worden, hangt af van de financiële beoordeling en van de beoordeling van de bedrijfsvoering ('business risks') door het WSW. Bij de financiële beoordeling staan de financiële ratio's, en dan in het bijzonder de 'loan-to-value' (LTV) en de 'interest coverage ratio' (ICR) centraal. In de periode 2013 – 2018 was de grenswaarde voor de LTV 75% en die voor de ICR 1,4. Als die grenswaarden werden bereikt, verleende het WSW in principe geen borgstelling meer. Veel woningcorporaties hanteren een eigen grenswaarde voor deze ratio's om daarmee het risico te verkleinen dat de grenswaarde wordt overschreden bij de LTV, of onderschreden bij de ICR. Hierdoor trekken woningcorporaties geen nieuwe leningen meer aan al voordat een grenswaarde van de LTV of de ICR wordt bereikt. Als een woningcorporatie geen nieuwe leningen meer aantrekt, gaat dit in de praktijk ten koste van de investeringen.

Via een regressie-analyse is bezien of de hoogte van de LTV en die van de ICR bij elke woningcorporatie afzonderlijk van invloed is geweest op het verloop van de leningportefeuille in de periode 2013 – 2018. Deze analyse is als volgt opgezet:

- De afhankelijke variabele is de procentuele mutatie van de schuld in 2018 ten opzichte van de schuld in 2013
- De onafhankelijke variabelen zijn de LTV in 2013 en de ICR in 2013
- Als controle variabelen zijn in de analyse meegenomen de grootteklasse waartoe de woningcorporatie behoort en de woningmarktregio waarin de woningcorporatie actief is

Naar verwachting heeft de LTV(2013) een grote invloed gehad op het verdere verloop van de leningportefeuille. In 2013 is de verhuurderheffing ingevoerd en de verhuurderheffing in combinatie met het verruimde huurbeleid heeft in dat jaar geleid tot een forse stijging van de LTV. De verslechterde vermogenspositie die daarin tot uiting kwam, heeft er bij veel woningcorporaties toe geleid dat ze wat betreft investeringen 'op de rem' zijn gaan staan om daarmee de verslechtering van de LTV te compenseren. Bij de ICR(2013) ligt dit anders. Ultimo 2013 was het effect van de verhuurderheffing op de kasstromen nog zeer marginaal. Daarom mag verwacht worden dat de ICR(2013) veel minder van invloed is geweest. Verder zijn de grootteklasse en de woningmarktregio als controle variabelen in het regressiemodel opgenomen. In het voorafgaande is gebleken dat er grote verschillen zijn tussen de grootteklassen. Ook zijn er regionale verschillen. Door hiervoor te controleren, kan het effect dat de LTV(2013) en de ICR(2013) hebben op de mutatie van de leningportefeuille beter worden bepaald.

Tabel 5.1 geeft de uitkomsten van de regressie-analyses voor drie modellen die zijn geschat. Het beste resultaat geeft het model (3) waarin de procentuele mutatie van de schuld wordt verklaard aan de hand van de LTV(2013), ICR(2013) en de twee controle variabelen. De LTV(2013) heeft, zoals verwacht mocht worden, een groot en zeer significant effect op de schuldmutatie. Naarmate de LTV in 2013 hoger is, is de daling van de schuld groter. In model (3) leidt een verschil in de hoogte van de LTV(2013) met 10%-punt tot een daling van de schuld in 2018 met -4,0%. Hier kan een relatie worden gelegd met de invoering van de verhuurderheffing. Als gevolg van de verhuurderheffing is de toenmalige bedrijfswaarde van de corporatiewoningen fors gedaald. Indertijd heeft het Centraal Fonds Volkshuisvesting becijferd dat de invoering van de verhuurderheffing in combinatie met het verruimde huurbeleid heeft geleid tot een daling van de bedrijfswaarde met € 17 mrd.¹ De solvabiliteit is hierdoor gemiddeld gedaald van 27,6% naar 16,1%. Hieruit kan worden afgeleid dat de daling van de LTV ruim 10%-punt is geweest.

Tabel 5.1: Het effect van de LTV (2013) en ICR (2013) op de procentuele mutatie van de schuld in 2018 ten opzichte van 2013

	(1)	(2)	(3)
LTV (2013)	-0.358*** (0.070)	-0.362*** (0.073)	-0.400*** (0.078)
ICR (2013)		-0.0003 (0.001)	-0.00001 (0.001)
Grootteklasse: XS			-0.023 (0.040)
Grootteklasse: S			-0.045 (0.041)
Grootteklasse: M			0.061 (0.039)
Grootteklasse: L			0.038 (0.043)
Grootteklasse: XL			0.076 (0.058)
Constant	0.144*** (0.041)	0.147*** (0.043)	0.152* (0.084)
Woningmarktregio	Nee	Nee	Ja
Observaties	307	307	307
R ²	0.078	0.078	0.157
Adjusted R ²	0.075	0.072	0.079

Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01
Grootteklasse XXS is de basis dummy

De uitkomsten laten verder zien dat de hoogte van de ICR in 2013 geen invloed heeft gehad op de mutatie van de schuld in 2018 ten opzichte van 2013. De coëfficiënt is verwaarloosbaar laag. De twee controle variabelen, grootteklasse en woningmarktregio, hebben ook nog bijgedragen aan de mutatie van de schuld. Het grootste effect is te zien bij de woningcorporaties in de XL-klasse waarbij de schuld, gecorrigeerd voor de andere variabelen, minder is gedaald dan bij de andere woningcorporaties. Overigens is de verklaaringskracht van het model beperkt. Een groot deel van de mutatie van de schuld blijft onverklaard.

5.3 Tot slot

De uitkomsten van de statistische analyse dienen met de nodige voorzichtigheid te worden gezien. Het effect van de hoogte van de LTV in 2013 op het verloop van de schuld in de jaren daarna is niettemin zeer significant en robuust qua

¹ Centraal Fonds Volkshuisvesting: *Doorrekening huurbeleid en effecten verhuurderheffing*, november 2012, p. 3

omvang bij andere specificaties van het model. De invoering van de verhuurderheffing in 2013 heeft geleid tot een forse verhoging van de LTV met circa 10%-punt. Op grond van het regressieresultaat kan dan worden geconcludeerd dat de LTV tot een mutatie van de schuld heeft geleid in de periode 2013 – 2018 van -4%-punt. Dit is iets meer dan de helft van de totale daling van de schuld, die zoals in het voorafgaande is gebleken, -7,4% is geweest.

6. Enquête

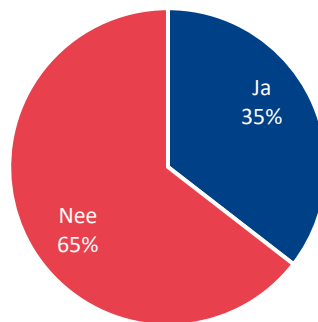
6.1 Inleiding

Aanvullend op de data-analyse die in de voorafgaande hoofdstukken aan de orde is geweest, is ook een schriftelijke enquête gehouden onder woningcorporaties.² Hierbij zijn twee groepen woningcorporaties benaderd. Een groep van 50 woningcorporaties waarbij de daling van de leningportefeuille in de periode 2013 – 2018 nominaal het grootst is geweest. Van deze groep heeft 31 respondenten de vragenlijst volledig ingevuld. Daarnaast is een groep van 50 woningcorporaties benaderd waarbij er in deze periode sprake was van een stijging van de leningportefeuille. Van deze tweede groep zijn in totaal 33 volledig ingevulde enquêtes ontvangen.

6.2 Woningcorporaties met de grootste daling leningportefeuille

Het dalende verloop van de leningportefeuille kan het gevolg zijn van de eigen financiële normen die de woningcorporatie hanteert. De norm kan onder meer betrekking hebben op de schuld per woning. Ook kan het zo zijn dat het gewenste niveau of de gewenste ontwikkeling van de Loan-to-Value (LTV) leidt tot een dalende leningportefeuille, zoals in het vorige hoofdstuk is gebleken. Bij de woningcorporaties waarbij de leningportefeuille het sterkst is gedaald, heeft 65% aangegeven dat de eigen financiële normen geen oorzaak zijn geweest voor de daling van de leningportefeuille. Bij een derde van de woningcorporaties is dat dus wel het geval geweest. Het blijkt dat bij die woningcorporaties de LTV de belangrijkste oorzaak is voor de daling van de leningportefeuille.

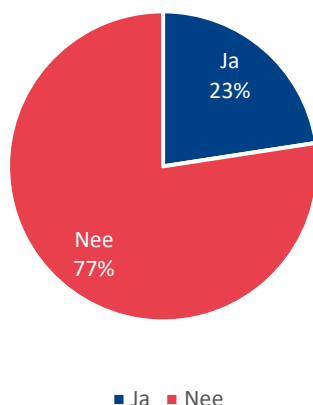
Figuur 6.1: Eigen financiële normen oorzaak daling van de geborgde leningportefeuille in 2013 – 2018



Het beleid van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) kan een verklaring zijn voor het verloop van de leningportefeuille. Als het WSW geen borgstelling verleent, is het in de praktijk niet mogelijk om leningen aan te trekken. Bij de woningcorporaties met een dalende leningportefeuille geeft 23% aan dat het beleid van het WSW daar mede toe heeft bijgedragen.

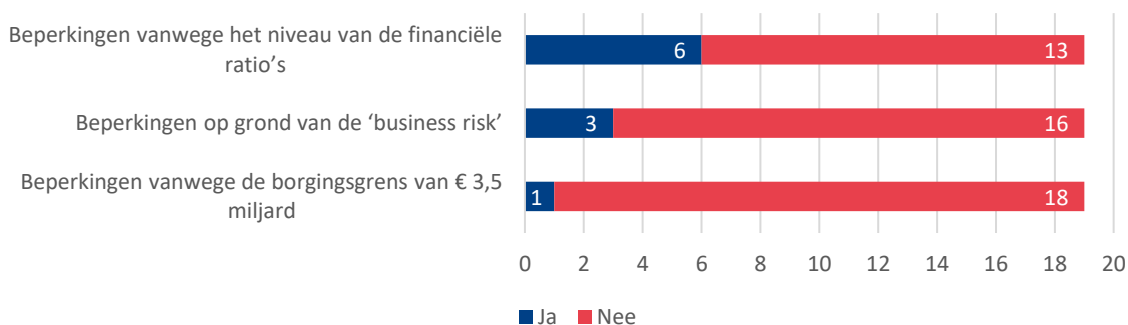
² De vragenlijst is opgenomen in de bijlage

Figuur 6.2: Het borgingsbeleid van het WSW is mede oorzaak van daling leningportefeuille



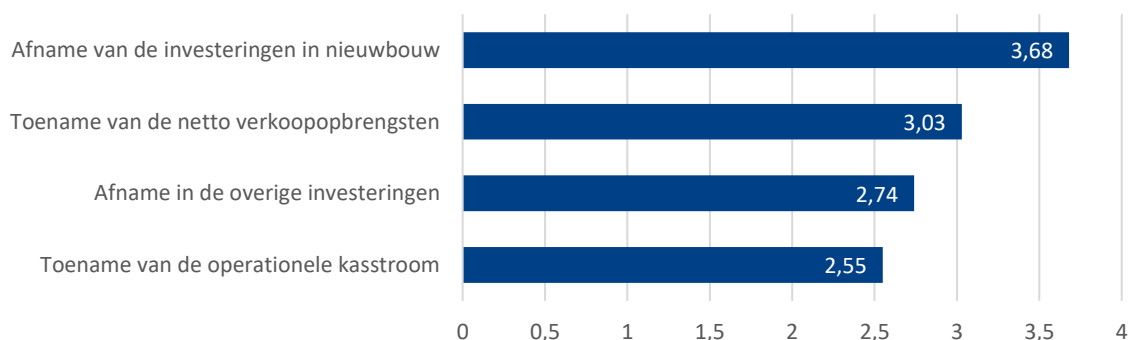
Vervolgens laat tabel 6.1 zien welke beleidsonderdelen van het WSW een rol hebben gespeeld bij de daling van de leningportefeuille. Het zijn vooral de financiële ratio's die tot een beperking hebben geleid bij het aantrekken van (geborgde) leningen. Verder zijn er ook woningcorporaties geweest die vanwege de scores op de 'business risks' beperkingen hebben ondervonden. Tot slot is er één woningcorporatie die heeft aangegeven dat het plafond van € 3,5 miljard dat het WSW hanteert, heeft geleid tot een daling van de leningportefeuille.

Tabel 6.1: Onderdelen van het borgingsbeleid van het WSW verantwoordelijk voor de daling van de leningportefeuille



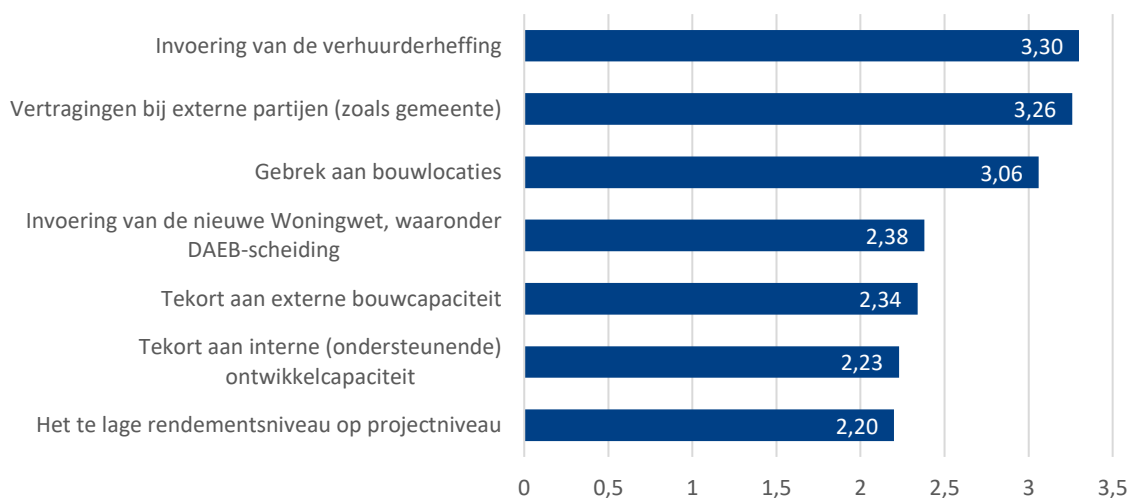
Vervolgens hebben de geënquêteerde woningcorporaties van een aantal factoren kunnen aangegeven in welke mate die factoren een rol hebben gespeeld bij de daling van de leningportefeuille. Per factor is een score gegeven tussen 1 (geen rol) en 5 (grote rol). De uitkomsten zijn in tabel 6.2 weergegeven. De belangrijkste factor die tot een daling van de leningportefeuille heeft geleid, is de afname van de investeringen. De gemiddelde score op deze factor komt uit op 3,68. Op de tweede plaats komt de toename van de netto verkoopopbrengsten met een gemiddelde score van 3,03. Doordat bij verschillende woningcorporaties de netto verkoopopbrengsten zijn toegenomen, hebben die woningcorporaties per saldo kunnen aflossen op de leningen.

Tabel 6.2: De rol van een aantal factoren bij de afname van de leningportefeuille in de periode 2013 - 2018, variërend van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol)



Indien de woningcorporatie heeft geantwoord dat de afname van de investeringen in nieuwbouw van belang is geweest voor de daling van de leningportefeuille, is vervolgens doorgevraagd waarom die investeringen zijn gedaald. Hierbij zijn wederom verschillende factoren te onderscheiden, die op een schaal van 1 tot 5 gescoord zijn. Tabel 6.3 bevat de uitkomsten. De belangrijkste factor voor de daling van de investeringen in nieuwbouw is de invoering van de verhuurderheffing. De gemiddelde score is 3,30. Op de tweede plaats komen de vertragingen bij externe partijen, zoals de gemeente, en op de derde plaats gebrek aan bouwlocaties.

Tabel 6.3: De rol van een aantal factoren bij de afname van de investeringen in nieuwbouw in de periode 2013 - 2018, variërend van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol)



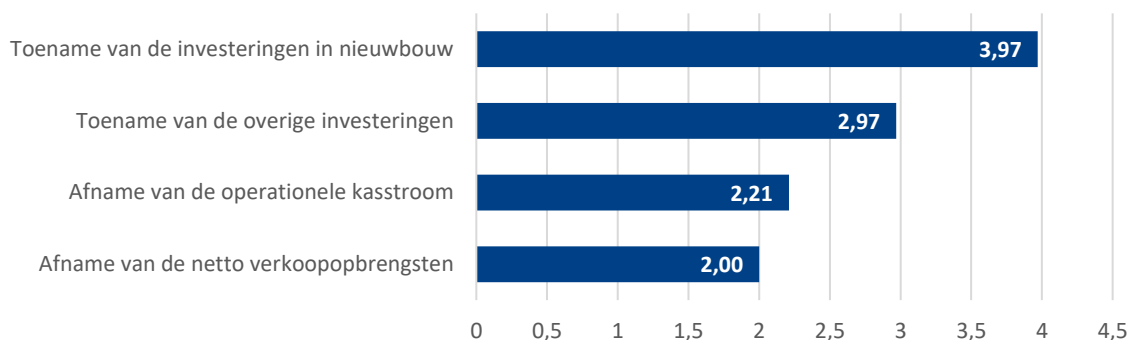
6.3 Woningcorporaties met de grootste stijging van de leningportefeuille

Gemiddeld genomen is de leningportefeuille bij de woningcorporaties gedaald, maar er is sprake van een grote spreiding in de mate waarin de leningportefeuille is veranderd. Bij 82 woningcorporaties was zelfs sprake van een stijging van de leningportefeuille in de periode 2013 – 2018. De 50 woningcorporaties waarbij de stijging van de leningportefeuille nominaal het grootst is geweest, zijn eveneens geënquêteerd. Van deze 50 woningcorporaties hebben 33 woningcorporaties de vragenlijst volledig ingevuld.

Uit de antwoorden op de vraag welke factor een rol heeft gespeeld bij de toename van de leningportefeuille, blijkt dat een toename van de investeringen in nieuwbouw met een score van gemiddeld 3,97 van groot belang is geweest. Ook

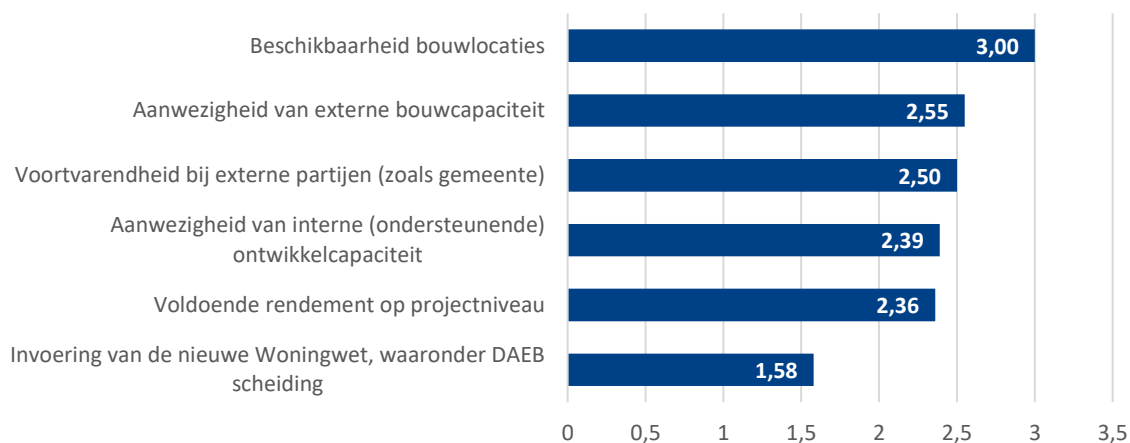
de overige investeringen hebben er mede toe geleid dat de leningportefeuille is gestegen. Andere factoren, zoals een daling van de operationele kasstroom en een daling van de netto verkoopopbrengsten zijn in mindere mate van invloed geweest op de stijging van de leningportefeuille.

Tabel 6.4: De rol van een aantal factoren bij de toename van de leningportefeuille in de periode 2013 - 2018, variërend van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol)



Vervolgens is ook bij deze groep woningcorporaties gevraagd welke factoren ertoe hebben bijgedragen dat de investeringen in nieuwbouw zijn toegenomen. De antwoorden zijn min of meer spiegelbeeldig aan die van de woningcorporaties met de grootste daling van de leningportefeuille. De beschikbaarheid van bouwlocaties, de aanwezigheid van externe bouwcapaciteit en de voortvarendheid van externe partijen zoals de gemeente, hebben de investeringen in nieuwbouw mede mogelijk gemaakt.

Tabel 6.5: De rol van een aantal factoren bij de toename van de investeringen in nieuwbouw in de periode 2013 - 2018, variërend van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol):



6.4 Tot slot

De enquête onder de twee groepen woningcorporaties heeft laten zien dat de ontwikkeling van de leningportefeuille vooral door de investeringen in nieuwbouw is veroorzaakt. De groep woningcorporaties waarbij de leningportefeuille het meest is gedaald, geeft aan dat dit vooral het gevolg is van minder investeringen in nieuwbouw. De oorzaak hiervoor is vooral gelegen in de invoering van de verhuurderheffing. De verhuurderheffing heeft geleid tot een forse daling van het eigen vermogen en een lager rendement bij de nieuwbouw van woningen. Beide gevolgen van de verhuurderheffing hebben negatief uitgewerkt op de omvang van de nieuwbouw van woningen. En dit heeft geresulteerd in een daling van de leningportefeuille. De andere groep woningcorporaties, waarbij de leningportefeuille wel is toegenomen, laat zien

dat ondanks de verhuurderheffing de investeringen in de nieuwbouw van woningen bij deze woningcorporaties toch zijn toegenomen. Deze woningcorporaties hadden betere externe omstandigheden of hebben een andere afweging gemaakt.

Bijlage: vragenlijsten

Vragenlijst Corporaties met een gedaalde leningportefeuille

1. Volgens onze gegevens is de geborgde leningportefeuille van uw woningcorporaties in de periode 2013 – 2018 gedaald.

Klopt dit?

Ja / Nee

Indien uw antwoord *Nee* is, ontvangen wij graag dat antwoord en behoeven de verdere vragen niet te worden beantwoord

2. Vloeit de daling van de geborgde leningportefeuille in de periode 2013 – 2018 voort uit eigen normen over de hoogte of de ontwikkeling van de geborgde leningportefeuille?

Ja / Nee

3. Zo ja, kunt u aangeven welke norm hierbij een rol speelt:

- De hoogte en ontwikkeling van de LTV Ja / Nee
- De hoogte en de ontwikkeling van de Solvabiliteit Ja / Nee
- Een andere norm Ja / Nee

4. Heeft in de periode 2013 – 2018 het borgingsbeleid van het WSW er mede toe geleid dat er minder geborgde leningen aangetrokken konden worden?

Ja / Nee

5. Als het borgingsbeleid van het WSW mede tot een daling van de leningportefeuille heeft geleid, waardoor kwam dit:

- Beperkingen vanwege het niveau van de financiële ratio's Ja / Nee
- Beperkingen op grond van de 'business risk' Ja / Nee
- Beperkingen vanwege de borgingsgrens van € 3,5 miljard Ja / Nee
- Niet van toepassing Ja / Nee

6. Wilt u op een schaal van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol) weergeven in welke mate onderstaande factoren een rol hebben gespeeld bij de afname van de geborgde leningportefeuille in de periode 2013 - 2018

- Afname van de investeringen in nieuwbouw 1 2 3 4 5
- Afname in de overige investeringen 1 2 3 4 5
- Toename van de operationele kasstroom 1 2 3 4 5
- Toename van de netto verkoopopbrengsten 1 2 3 4 5

7. Indien de afname van de investeringen in *nieuwbouw* een rol heeft gespeeld bij de daling van de geborgde leningportefeuille, wilt u op een schaal van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol) aangeven in welke mate onderstaande factoren een rol hebben gespeeld bij de daling van de nieuwbouw in de periode 2013 – 2018:

- Invoering van de verhuurderheffing 1 2 3 4 5
- Invoering van de nieuwe Woningwet, waaronder DAEB scheiding 1 2 3 4 5
- Gebrek aan bouwlocaties 1 2 3 4 5
- Vertragingen bij externe partijen (zoals gemeente) 1 2 3 4 5
- Tekort aan interne (ondersteunende) ontwikkelcapaciteit 1 2 3 4 5
- Tekort aan externe bouwcapaciteit 1 2 3 4 5
- Het te lage rendementsniveau op projectniveau 1 2 3 4 5

Vragenlijst Corporaties met een **gestegen** leningportefeuille

1. Volgens onze gegevens is de geborgde leningportefeuille van uw woningcorporaties in de periode 2013 – 2018 gestegen, in ieder geval niet/amper gedaald.

Klopt dit?

Ja / Nee

Indien uw antwoord Nee is, ontvangen wij graag dat antwoord en behoeven de verdere vragen niet te worden beantwoord.

2. Wilt u op een schaal van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol) weergeven in welke mate onderstaande factoren een rol hebben gespeeld bij de toename van de geborgde leningportefeuille in de periode 2013 - 2018

- | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| • Toename van de investeringen in nieuwbouw | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | | | |
| • Toename van de overige investeringen | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | | | |
| • Afname van de operationele kasstroom | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| • Afname van de netto verkoopopbrengsten | | | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

7. Indien de toename van de investeringen in *nieuwbouw* een rol heeft gespeeld bij de stijging van de geborgde leningportefeuille, wilt u op een schaal van 1 (geen rol) tot 5 (grote rol) aangeven in welke mate onderstaande factoren een rol hebben gespeeld bij de stijging van de nieuwbouw in de periode 2013 – 2018:

- | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| • Invoering van de nieuwe Woningwet, waaronder DAEB scheiding | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| • Beschikbaarheid bouwlocaties | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| • Voortvarendheid bij externe partijen (zoals gemeente) | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| • Aanwezigheid van interne (ondersteunende) ontwikkelcapaciteit | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| • Aanwezigheid van externe bouwcapaciteit | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| • Voldoende rendement op projectniveau | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

finance ideas

Finance Ideas B.V.

Weg der Verenigde Naties 1

3527 KT Utrecht

Telefoon: 030 - 232 0480

info@finance-ideas.nl