

EFFECTEN EN RISICO'S VAN KOOPGARANT VOOR KASSTROMEN

Het verkopen van woningen met een korting en enige vorm van waardedeling en terugkoopregeling heeft de afgelopen jaren een behoorlijke vlucht genomen. De bekendste en meest toegepaste vorm is Koopgarant. Maar welke effecten heeft Koopgarant voor de kasstromen van een corporatie?

DOOR REIN BAKKER (STICHTING OPMAAT), JOHAN CONIJN (ORTEC FINANCE)
EN DIEDERIK VAN ECK (ORTEC FINANCE)

Koopgarant wordt algemeen beschouwd als de doorontwikkeling van het concept van Maatschappelijk Gebonden Eigendom zoals dat in de jaren zeventig van de vorige eeuw bestond. De belangrijkste elementen van het Koopgarantmodel zijn:

- de corporatie verstrekt een korting op de vrije marktwaarde variërend van 10 tot 35%
- de waardeontwikkeling van de woning wordt tussen corporatie en eigenaarbewoner gedeeld op basis van het Fair Value-model (Conijn & Schweitzer, 2000, #1)
- de corporatie is verplicht om de woning binnen 3 maanden na aanbidding terug te kopen

Sinds de introductie in 2004 wordt Koopgarant door de zelfstandige stichting OpMaat in licentie uitgegeven aan woningcorporaties en commerciële vastgoedbeleggers verspreid over het hele land. Tot en met 2009 werden er ruim 100.000 woningen als Koopgarant woning aangeboden waarvan er op 31 december 2009 ruim 15.000 daadwerkelijk waren verkocht. Dit verschil tussen het aantal aangeboden en verkochte woningen wordt veroorzaakt door het feit dat, indien Koopgarant aan zittende huurders wordt aangeboden, slechts een deel van hen daadwerkelijk tot aankoop kan en wil overgaan. Koopgarant wordt zowel bij bestaande (huur)woningen als nieuwbouwwoningen toegepast.

In het artikel "Koopgarant biedt perspectief" concluderen Bakker, Kramer & Kronbichler (2009, #2) dat het relateren van de waardeont-

wikkeling aan de terugkoopplicht zou moeten leiden tot een specifieke waardering van deze terugkoopplicht. Daarnaast betogen zij dat, indien wordt uitgegaan van een realistische bewoningsduur, de kans op een positieve opbrengst groot is. Hierbij is echter niet specifiek ingegaan op de kasstroomgevolgen van Koopgarant.

In de afgelopen twee jaar nam bij veel corporaties de druk op hun financiële positie sterk toe.

Bij zijn beoordeling van de financiële positie van de deelnemende corporaties besloot het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) een paar jaar geleden om niet langer het vermogen maar de kasstromen leidend te maken. Tot die tijd was de bedrijfswaarde van de corporatiewoningen het centrale begrip. Bij de kasstroombenadering kijkt het WSW naar de netto operationele kasstroom. Daarbij houdt het WSW ook nog rekening met een aflossingsfictie ter grootte van 2% van de leningportefeuille. Het saldo van deze posten dient positief te zijn om 'probleemloos' borging te krijgen op aan te trekken leningen. Als het saldo negatief is, borging in voorkomende gevallen nog wel mogelijk, maar niet vanzelfsprekend. Nu de bedrijfslasten al jaren flink stijgen, de huren niet meer dan inflatievolgend zijn en vooral de woningverkoop al een groot aantal jaren dalen, is de kasstroomontwikkeling van veel corporaties een serieus punt van aandacht geworden.

Deze ontwikkelingen, gevoegd bij de toename van het aantal verkochte en beschikbare Koopgarantwoningen, leidden ertoe dat er bij verschillende partijen, waaronder het WSW zelf, de behoefte ontstond om meer inzicht te krijgen in de kasstroomeffecten en de kasstroomrisico's die samenhangen met het verkopen en terugkopen van Koopgarant woningen. Het feit dat verkoop van een Koopgarant woning leidt tot een verplichting tot terugkoop, geeft daarnaast nog een geheel eigen dimensie aan het kasstroomrisico.

VEEL CORPORATIES EN HUN ACCOUNTANTS WORSTELLEN MET HET WAARDEREN VAN KASSTROMEN

KASSTROOMSTURING

Er is nog weinig literatuur beschikbaar over het verloop van de kasstromen van Koopgarant en andere kooptussenvormen vanuit het perspectief van de corporatie. In tegenstelling tot reguliere verkoop, waarbij de corporatie slechts een binding met de woning heeft tot het moment van levering, blijven bij Koopgarant de corporatie en de eigenaarbewoner met elkaar verbonden. Bij Koopgarant bestaat deze verbinding uit vier elementen:

- De verstrekte korting op de marktwaarde
- Het aandeel van de corporatie in de waardeontwikkeling
- De aanbiedingsplicht van de eigenaarbewoner
- De terugkoopplicht van de corporatie

In de praktijk blijken veel corporaties en hun accountants te worstelen met het waarderen van kasstromen in het algemeen en de terugkoopplicht van de corporatie in het bijzonder. Onder diverse financieel specialisten woedt al geruime tijd een discussie over de noodzaak tot het reserveren van middelen voor terugkoop en het treffen van een mogelijke voorziening in de jaarrekening.

Om het kasstroombisico van Koopgarant voor de corporatie te bepalen dient de verbinding tussen eigenaarbewoner en corporatie vertaald te worden naar de belangrijkste kasstromen en de risico's die daaruit voortvloeien. In het geval dat de corporaties als beleid heeft dat de woning na terugkoop weer als Koopgarant woning wordt doorverkocht, gaat het om de volgende kasstromen:

- de prijs waartegen de corporatie de woning terugkoopt, rekening houdend met de deling van de waardeontwikkeling en het terugontvangen van de korting;
- de prijs inclusief korting die de corporatie vervolgens bij doorverkoop weer ontvangt;
- de kosten voor terugkoop en doorverkoop, die mede afhankelijk zijn van de



Uitgaande van het groeiscenario, zoals dat in de praktijk door de meeste corporaties wordt gehanteerd, valt te concluderen dat Koopgarant leidt tot een langjarige, positieve kasstroom.

(Foto Rob Huibers / Hollandse Hoogte)

tijdsperiode daartussen (binnen 6 maanden kan de overdrachtsbelasting terug ontvangen worden).

Deze kasstromen zijn onzeker zowel wat betreft omvang, met name de waardeontwikkeling van koopwoningen is erg volatiel, als ook wat betreft tijdstip dat afhankelijk is van de verhuizing van de eigenaarbewoner. Het feit dat de corporatie na terugkoop er ook voor kan kiezen om de woning op reguliere wijze te verkopen of weer in de verhuur te nemen, heeft een risicobeperkende invloed. Uiteraard heeft elk van deze exploitatiekeu-

zes na terugkoop vervolgens haar eigen, specifieke kasstroomeffecten.

Omdat het tot op heden ontbrak aan praktisch en goed gefundeerd inzicht in de concrete kasstroomeffecten en -risico's van Koopgarant is er een model ontwikkeld. In het ontwikkelproces hebben drie corporaties geparticipeerd. Deze corporaties verschilden in werkgebied en kenmerken woningportefeuille en omvang;

- Woningbouwvereniging Langendijk, een kleine woningcorporatie met uitsluitend



In de praktijk blijken veel corporaties en hun accountants te worstelen met het waarden van kasstromen in het algemeen en de terugkoopplicht van de corporatie in het bijzonder (Foto Bert Verhoeff / Hollandse Hoogte)

eengezinswoningen, landelijk werkgebied

- Woonstede uit Ede, een middelgrote corporatie met voornamelijk eengezinswoningen, suburbaan werkgebied
- Woonbron uit Rotterdam, een grote corporatie met voornamelijk appartementen, stedelijk werkgebied

De drie corporaties hebben met elkaar gemeen dat de omvang van hun huidige Koopgarantportefeuille (gemeten in aantal woningen) tenminste 10% van de portefeuille huurwoningen is. Daarnaast hebben deze corporaties alle substantiële beleidsvoornemens inzake uitbreiding van de Koopgarant portefeuille in bestaande bouw en/of nieuwbouw geformuleerd. De veronderstellingen die bij de onderstaande berekeningen zijn gemaakt, zijn niet gelijk aan, maar wel mede gebaseerd op de kenmerken van deze drie portefeuilles.

KASSTROMEN BESTAANDE PORTEFEUILLE

In de eerste plaats is gezien wat de kasstromen zijn van een bestaande Koopgarantportefeuille zonder verdere uitbreidingen. Er is gerekend

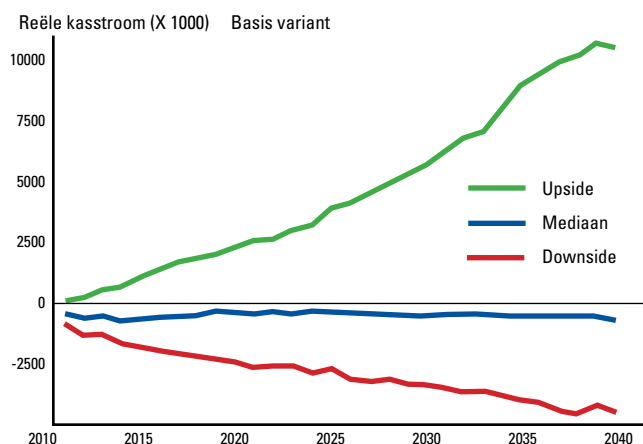
met een portefeuille van 1.000 woningen, met een marktwaarde van gemiddeld € 160.000. Verder is in eerste instantie verondersteld dat de woningen steeds weer in Koopgarant worden teruggezet als de corporatie de woning terugkoopt van de eigenaarbewoner. Er is rekening gehouden met een structurele waardeinstijging van 3% en een inflatie van 2%. De kosten van terugkoop en doorverkoop bedragen te samen 4,0% van de marktwaarde, waarbij is verondersteld dat de doorverkoop in 90% van de gevallen binnen 6 maanden plaats vindt zodat in 10% van de gevallen de bij de terugkoop betaalde overdrachtsbelasting niet kan worden terugontvangen. Tot slot is er gerekend met een gemiddelde bewoningsduur van 12 jaar voor appartementen en 20 jaar voor eengezinswoningen.

De uitkomsten van dit basisscenario zijn in figuur 1 weergegeven. De mediane lijn geeft het verwachte saldo van de voor de inflatie gecorrigeerde kasstromen weer. Deze kasstromen zijn negatief. In 2011 het eerste volledige jaar - € 428.000 olopend tot - € 695.000 in 2040. Het terugontvangen van de korting plus de winstdeling wegen dus niet

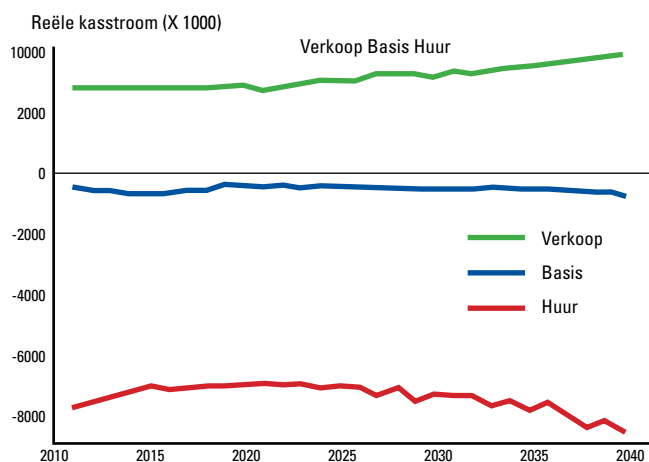


HET VERLOOP VAN DE KASSTROMEN KAN ALS GEVOLG VAN ONZEKERE MACRO-ECONOMISCHE ONTWIKKE- LINGEN MEE- EN TEGENVALLLEN

helemaal op tegen de kosten van terugkoop en doorverkoop plus de korting bij doorverkoop. Gerelateerd aan de marktwaarde van de totale Koopgarantportefeuille gaat het overigens om beperkte bedragen: - 0,3% stijgend tot - 0,4% van de marktwaarde. Deze uitkomst laat zien dat in dit scenario met een verwachte stijging van de prijs van koop-



Figuur 1 Het verloop van de kasstromen van een Koopgarantportefeuille bij voortzetting van Koopgarant, 2011- 2040



Figuur 2 Het verloop van de kasstromen van een Koopgarantportefeuille, bij voortzetting Koopgarant (basis), bij reguliere verkoop na terugkoop en bij verhuur na terugkoop, 2011- 2044

woningen van 3% per jaar een Koopgarantportefeuille naar verwachting in beperkte mate structureel verlieslatend is. Het verloop van de kasstromen kan als gevolg van onzekere macro-economische ontwikkelingen mee- maar ook tegenvallen. De berekening zijn gebaseerd op 500 macro-economische scenario's met elk een eigen daarbij passende koopprijsontwikkeling. De bandbreedtes met een zekerheid van 95% zijn ook in figuur 1 te zien. Als het heel erg tegenvalt lopen de negatieve kasstromen op van - €864.000 in 2011 tot - € 4.452.000 in 2040. Het kan uiteraard ook heel erg meevallen. Dan ontstaat er een positieve kasstroom die kan oplopen tot € 10.501.000 in 2040.

De kasstromen van een Koopgarantportefeuille zijn sterk afhankelijk van de keuze die de corporatie maakt na de verplichte terugkoop. Behalve de woning weer doorverkopen met korting in Koopgarant is het ook mogelijk de woning op reguliere wijze te verkopen zonder korting. Een alternatief is om de woning weer te gaan verhuren. De gevolgen voor het verloop van de kasstromen zijn erg verschillend. De drie mogelijkheden zijn met elkaar vergeleken in figuur 2. Als de corporatie de Koopgarantwoningen na terugkoop allemaal 'regulier' verkoopt, is er sprake van een positieve kasstroom. Deze positieve kasstroom is het gevolg van het feit dat er nu bij doorverkoop geen korting meer

wordt verstrekt. Bovendien is er in de toekomst ook geen terugkoop meer. De positieve kasstroom bedraagt naar verwachting € 2.839.000 in 2011. Vervolgens stijgt deze positieve kasstroom omdat de verkoopopbrengst door de stijging van de koopprijzen toeneemt. In 2040 is er een positieve kasstroom van € 3.896.000. Voor sommige corporaties is een reden om de woningen via Koopgarant te verkopen, dat de woningen bij terugkoop weer verhuurd zouden kunnen worden. De kasstromen (indien alle woningen na terugkoop verhuurd zouden worden), zijn in dat geval fors negatief: - €7.605.000 in 2011 en dalend tot - €8.479.000 in 2040. De negatieve kasstroom is het saldo van de netto prijs die de corporatie bij terugkoop voor de woning betaalt en de netto huurinkomsten die vervolgens ontvangen zullen worden. Tegenover deze per saldo negatieve kasstroom staat overigens wel de waarde van de woning die weer in bezit van de corporatie is.

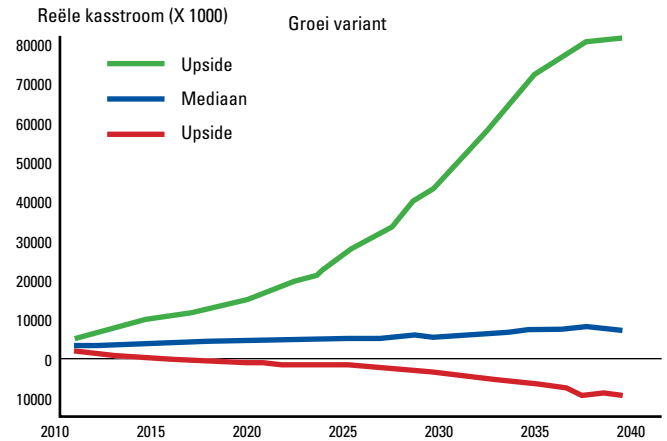
Deze uitkomsten, die betrekking hebben op een reeds bestaande Koopgarantportefeuille, laten zien dat de ontwikkeling van de kasstromen met name door twee factoren worden bepaald:

- het verloop van de onzekere macro-economische ontwikkelingen;
- de keuze van de corporatie voor het vervolg na terugkoop (weer Koopgarant, reguliere verkoop, opnieuw verhuur).

Ook bij tegenvallende ontwikkelingen is het realiseren van een positieve kasstroom in principe mogelijk door onder die omstandigheden terug ontvangen woningen op reguliere wijze door te verkopen. Als er daarentegen in de toekomst meer behoefte is aan huurwoningen en de kasstroomrestricties voor de corporatie niet knellend zijn, is omzetting naar een huurwoning een optie. De investering voor een nieuwe huurwoning zou immers ook een negatieve kasstroom opleveren. De corporatie heeft in ieder geval de nodige flexibiliteit om het verloop van de kasstromen te beïnvloeden en ongunstige ontwikkelingen (grotendeels) af te wenden.

KASSTROMEN GROEIENDE PORTEFEUILLE

In de praktijk zal de omvang van de Koopgarantportefeuille vaak jaarlijks toenemen door toevoegingen aan de portefeuille via omzetting van bestaande huurwoningen in Koopgarantwoningen of via de bouw van nieuwe woningen die meteen in Koopgarant worden aangeboden. De kasstroomgevolgen zijn zeer uiteenlopend. Toevoegingen vanuit het bestaande huurwoningbezit hebben een fors positief kasstroomeffect, omdat dan de marktwaarde minus de korting als kasstroom wordt gerealiseerd. Hier staat een wegvallende netto huuropbrengst tegenover, maar die is relatief gering. Ook na korting is het bedrag doorgaans fors hoger dan de bedrijfswaarde. Toevoegingen door middel van nieuwbouw heeft daarentegen meestal een negatief kasstroomeffect. De investeringen zijn hoger dan de marktprijs minus de korting en het verschil is de negatieve kasstroom. Hierbij dient overigens te worden aangetekend dat het verhuren van diezelfde woning in het sociale segment, hetgeen het voor de hand liggende alternatief is, leidt tot een onrendabele top die over het algemeen beduidend groter is dan het negatieve kasstroomsaldo bij de verkoop in Koopgarant. Om een beeld te geven van de kasstroomgevolgen van een groeiende Koopgarantportefeuille, is een groeiscenario doorgerekend. Jaarlijks worden in dit scenario 100 woningen via omzetting uit de bestaande voorraad en 100 woningen via de nieuwbouw aan de Koopgarantportefeuille toegevoegd. Verder blijft het basisscenario ongewijzigd en worden de teruggekochte woningen weer volledig via Koopgarant doorverkocht. Het verloop van de kasstromen in dit groeiscenario is in figuur 3 weergegeven. In de figuur is de verwachte ontwikkeling geplaatst naast de meest positieve en meest negatieve ontwikkeling die binnen het 95% betrouwbaarheidsinterval vallen. Bij de



Figuur 3 Het verloop van de kasstromen van een jaarlijks groeiende Koopgarantportefeuille, 2011 – 2040

verwachte ontwikkeling is er een voor de inflatie gecorrigeerd, positief kasstroomsaldo dat begint met €2.856.000 in 2011 en oploopt tot € 6.984.000 in 2040. Het positieve kasstroomeffect van omzettingen uit de bestaande voorraad overtreft dus het negatieve kasstroomeffect van toevoegingen via de nieuwbouw plus het negatieve effect van de doorverkoop via Koopgarant van de woningen die al in Koopgarant zitten. Bij 'zeer slecht weer' wat betreft de macro-economische omstandigheden ontstaat er uiteindelijk een negatief kasstroomsaldo van - € 10.065.800 in 2040. Daarentegen is het kasstroomsaldo bij 'zeer mooi weer' in 2040 maar liefst plus € 81.441.000. Deze uitkomsten laten wel zien hoe groot de invloed is van macro-economische onzekerheden op de kasstromen van corporaties.

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Het onderzoek naar de kasstroomeffecten van Koopgarant maakt het verloop van de kasstromen van de corporatie inzichtelijk. Uitgaande van het basisscenario, waarbij ook na terugkoop alle woningen opnieuw als Koopgarantwoningen worden verkocht, is er naar verwachting sprake van een, zij het beperkte, negatieve kasstroom. De daadwerkelijke kasstroomverloop van een Koopgarantportefeuille blijkt echter vooral te worden bepaald door de beleidskeuze na terugkoop. Zo leidt de keuze voor vrije verkoop na terugkoop tot een positieve kasstroom, de keuze voor verhuur na terugkoop leidt tot een negatieve kasstroom.

Als we kijken naar het groeiscenario, zoals dat in de praktijk door de meeste corporaties wordt gehanteerd, dan kunnen we concluderen dat Koopgarant leidt tot een langjarige, positieve kasstroom. Bovendien kunnen eventuele negatieve kasstroomeffecten op termijn eenvoudig worden gepareerd door na terugkoop een deel van de woningen tegen de volledige marktwaarde te verkopen. Het opbouwen en exploiteren van een Koopgarantportefeuille van redelijke omvang kan zo een bijdrage leveren aan de volkshuisvestelijke doelstellingen van de corporatie.

Voetnoten

- 1 Conijn, J & Schweitzer, M (2000), "Fair Value bij Verzekerd Kopen", Research Rapport Rigo Research en Advies bv.
- 2 Bakker, R; Kronbichler, D & Kramer, B (2009) "Koopgarant biedt perspectief", Tijdschrift voor de Volkshuisvesting
- 3 Centraal Fonds Volkshuisvesting (2010) "Sectorbeeld realisaties 2009"