

Sociale disconteringsvoet

Aw, WSW, Aedes en BZK zijn gekomen tot een nieuwe disconteringsvoet voor de beleidswaarde. Deze wordt niet meer ontleend aan de disconteringsvoet vanuit de marktwaardering, die op basis van externe ontwikkelingen aanzienlijke schommelingen in de tijd kan vertonen en ook grote verschillen tussen regio's en complexen laat zien op basis van de inschatting van de risico voor marktconforme exploitatie.

Op basis van de door de partijen vastgestelde criteria (bruikbaarheid voor borging en toezicht, stabiliteit investeringscondities corporaties, administratieve lasten en bruikbaarheid en herkenbaarheid voor corporaties) hebben de partijen meerdere opties verkend. Zo is gekeken naar de discontovoet van de werkgroep MKBA, een afslag op de marktdisconteringsvoet en een wacc-benadering (weighted average cost of capital).

De discontovoet van de werkgroep MKBA lijkt geen goede basis. De risicovrije rentevoet speelt een grote rol in deze discontovoet en de recente geschiedenis laat zien dat deze risicovrije rentevoet sterk en snel kan wijzigen, terwijl de kapitaalskosten voor corporaties veel minder snel stijgen. Ook de werkwijze zelf, waarbij op voor corporaties onvoorspelbare momenten een werkgroep wordt ingesteld, met ook een deels onvoorspelbare uitkomst leiden niet tot een bestendig kader.

Een afslag op de marktdisconteringsvoet lijkt niet of nauwelijks tegemoet te komen aan de twee grote bezwaren bij de disconteringsvoet: de grote volatiliteit en de (voor sociale verhuur) te grote verschillen tussen corporaties/complexen in de disconteringsvoet.

Gekozen is voor een door de wacc-benadering¹ geïnspireerde disconteringsvoet. De nieuwe disconteringsvoet betreft een inschatting van het benodigd rendement dat corporaties nodig hebben voor de instandhouding van hun vastgoed en een op corporaties toegesneden risico-opslag, die in de praktijk weinig varieert tussen regio's en complexen. Dit moet de volgende zaken dekken:

- De kosten van de leningen die corporaties hebben aangetrokken voor hun vastgoed. Hierbij wordt gekeken naar de bestaande leningen van corporaties.
- Dekking van noodzakelijke kosten van corporaties die niet zijn meegenomen in de exploitatiekastromen van de beleidswaarde. Dit betreft de vennootschapsbelasting, leefbaarheidsuitgaven en overige organisatiekosten.
- Een stijging van het eigen vermogen in verhouding tot de kostenstijgingen waarmee corporaties te maken hebben, zodat de balans tussen eigen vermogen en leningen in evenwicht kan blijven.
- Een buffer voor de risico's van corporaties in huren, kosten en rente.

De disconteringsvoet is gelijk voor alle corporaties. Deze zal jaarlijks geactualiseerd worden en ruimschoots op tijd aan corporaties kenbaar gemaakt worden.

¹ Weighted average cost of capital, gewogen gemiddelde kosten van het vermogen

Een disconteringsvoet met deze opbouw zou ook corporatiespecifiek bepaald kunnen worden. Immers iedere corporatie heeft zijn eigen kosten en vermogensniveau. De werkgroep heeft onderzocht of dit werkbaar zou kunnen zijn. Daaruit bleek dat dit zou leiden tot veel meer volatiliteit in de beleidswaarde (en daarmee de investeringscondities) en tot slechte vergelijkbaarheid tussen corporaties, waarmee Aw en WSW minder goed de beleidswaarde kunnen gebruiken voor toezicht en borging. Tenslotte zou dit de bepaling van de beleidswaarde complexer maken. Hiermee past deze optie niet binnen de gestelde randvoorwaarden.

Naar mening van Aw, WSW, Aedes en BZK leidt dit alles tot een stabiele, op corporaties toegespitste disconteringsvoet. De waarde van het bezit en het waarde-effect van investeringen past bij de doelstellingen en het bedrijfsmodel van corporaties. Dit neemt niet weg dat individuele corporaties voor hun eigen sturing de disconteringsvoet of de beleidswaarde minder bruikbaar kunnen vinden, bijvoorbeeld omdat ze voor investeringen willen rekenen met de financieringskosten voor nieuwe leningen. Zij kunnen de disconteringsvoet aanpassen of andere kengetallen hanteren.

Bouwstenen voor disconteringsvoet bij DAEB

In onderstaande tabel zijn de verschillende aspecten van de voorgestelde disconteringsvoet uitgewerkt.

Bouwsteen:	Uitgangspunt	Toelichting	Disconteringsvoet voor dPi 2024
1. Publicatie	Jaarlijks in oktober voor de beleidswaarde in de eerstvolgende jaarrekening en de daarop volgende begroting, met de publicatie van het handboek voor marktwaarde en beleidswaarde. In het eerste jaar zal de disconteringsvoet nog niet voor de jaarrekening gelden, maar alleen voor de meerjarenbegroting van eind 2024.	Publicatie moet tijdig voor dPi en jaarrekening zijn. De gekozen methode zal tot een beperkte aanpassing van jaar tot jaar leiden. Daarom zien we geen reden voor een extra update binnen het jaar.	De disconteringsvoet is opgenomen in deze notitie en wordt formeel gepubliceerd bij de publicatie van het handboek marktwaardering 2023. Deze is voorzien voor eind oktober/eind februari.
2. Vermogensverhoudingen	Op basis van laatste jaarrekening, zoals opgegeven in de dVi.	Jaarlijks wordt de vermogensverhouding vastgesteld op basis van de verhouding tussen eigen vermogen en totaal vermogen in de DAEB-balans volgens de meest recente dVi. Hiermee ontstaat een objectief vast te stellen en actuele vermogensverhouding. Zolang de dVi	De vermogensverhouding op basis van de jaarrekening 2022 wordt binnenkort bekend. Op basis van de cijfers van de dPi 2022 is de vermogensverhouding ultimo 2022 voor herrekening 58% EV / 42% VV. Na herrekening is dit 65% EV/35% VV.

		<p>nog niet is gebaseerd op het aangepaste handboek wordt de vermogensverhouding herberekend op basis van de nieuwe voorschriften voor de beleidswaarde.</p> <p>We hebben ook overwogen om enerzijds verder terug te kijken (meerdere dVi's) en anderzijds ook de prognose erin te betrekken. Aangezien we een sector Wacc hanteren zien we geen reden om volatiliteit te dempen door een lang(er)jarig gemiddelde van dVi's te nemen. Hierdoor wordt het vooral minder actueel. Het meenemen van prognoses heeft enkele bezwaren. Het betreft de waardering van het huidige bezit, toekomstige vermogensmutaties passen minder goed bij dat beginsel. Prognoses zijn minder goed objectief vast te stellen. Het is algemeen bekend dat wat er wordt geprognostiseerd (vooral rondom investeringen die met name de vermogensverhouding beïnvloeden) vaak deels wordt gerealiseerd. Toekomstige vermogensmutaties zijn daarmee onzekerder en subjectief. Het heeft daarom de voorkeur om op puur de laatste dVi de vermogensverhouding vast te stellen.</p>	
3. Rendement op eigen vermogen	De gemiddelde bouwkostenontwikkeling over een lange periode (25 jaar)	Corporatie hebben geen winstoogmerk. De balans bestaat uit overwegend vastgoed. Het rendement op eigen vermogen dient met name	De gemiddelde bouwkostenstijging over de afgelopen 25 jaar (tussen 1997 en 2022) bedraagt 2,68%.

		<p>om de verhuurbaarheid van het vastgoed nu en in de toekomst te waarborgen (continuïteitsperspectief van de sociale verhuur). De (instandhoudings)investeringen en de balanswaarde (historische kostprijs/stichtingskosten) kennen een sterke relatie met de index voor bouwontwikkeling en achten we daarom passend als rendement op eigen vermogen. Door het gemiddelde van een langjarige periode te hanteren draagt dit bij aan een stabiele disconteringsvoet. Hierbij wordt de inputindex van CBS gehanteerd. De outputindex is gevoelig voor de conjunctuur op de bouwmarkt. Deze zorgt wel voor fluctuaties van jaar tot jaar in de bouwkosten, maar niet tot structurele veranderingen van het niveau.</p>	
<p>4. Rendement op vreemd vermogen</p>	<p>De gewogen gemiddelde rente op geborgde leningen.</p> <p>(Rente)kosten die samenhangen met de structuur van de borg, maar niet in de rentekosten zichtbaar zijn worden als opslag toegevoegd.</p>	<p>Doel is een balanswaardering van het huidige bezit. Dit is gefinancierd met (overwegend) geborgde financiering. Uitgangspunt is daarom de huidige gewogen gemiddelde rente van de geborgde leningen. Dit is objectief vast te stellen.</p> <p>Het betreft het gewogen gemiddelde van alle geborgde leningen. Voor variabel rentende leningen en VHL-en wordt dit als volgt nader gespecificeerd. Voor variabel rentende leningen met hedge (gekoppeld derivaat) wordt de daaruit</p>	<p>De gemiddelde rente op geborgde vastrentende leningen is ultimo 2022 2,79%.</p> <p>Variabel rentende leningen en VHL-en bedragen circa 9% van de totale geborgde portefeuille, daarvan is iets meer dan de helft gehedged. De resulterende rente voor dit deel van de geborgde leningen bedraagt circa 3,4%</p> <p>De borgstellingsvergoeding varieert van 0,006% tot 0,009% per kwartaal, het gewogen gemiddelde is 0,0069%</p>

		<p>voervloeiende fixed rente gehanteerd. Voor het overige variabel rentend deel (zonder hedge) wordt een (nog nader te bepalen) X-maands euribor curve + spread gehanteerd.</p> <p>Als opslag op de geborgde rente voegen we de (maximale) kosten toe die samenhangen met de structuur van de borg. Dat komt neer op (i) borgstellingsvergoeding, (ii) bereidstellingsprovisie op de obligolening, en (iii) het maximaal jaarlijks obligo.</p> <p>Van het jaarlijks obligo weten we dat het niet jaarlijks wordt betaald. Maar we vinden wel dat het vastgoed het rendement moet maken dat die jaarlijkse heffing zou kunnen betalen.</p>	<p>per kwartaal. Dat komt uit op 0,0276% per jaar.</p> <p>De bereidstellingsprovisie over de obligolening bedraagt circa 0,2% over 2,6% van het schuldrestant. De bereidstellingsprovisie wordt jaarlijks geactualiseerd. Per saldo komt dit neer op circa 0,0052% van het geborgd volume.</p> <p>Het jaarlijks obligo is maximaal 0,3333% van de geborgde schuld. De totale opslag wordt hiermee 0,35%.</p> <p>Het totaal rendement op vreemd vermogen bedraagt hiermee circa 3,19% (gewogen gemiddelde rente geborgd 2,84% + opslagen 0,35%).</p>
5. Opslagen op rendement	<p>Opslag 1: risico opslag voor onzekerheid in exploitatiekasstromen, zoals huur en onderhoud.</p> <p>Opslag 2: opslag voor operationele kasstromen die niet in de (vastgoed)exploitatie/-waardering zitten, zoals VPB, overige organisatiekosten en leefbaarheid.</p> <p>De opslagen worden toegepast als opslag op totaal rendement (ie. bovenop reeds gewogen rendement op EV/VV).</p>	<p>De waardering is een langjarige raming van kasstromen. Er bestaat de onzekerheid dat die exploitatiekasstromen niet uitkomen zoals geraamd. Hiervoor wordt een risico opslag gehanteerd (opslag 1). De verdien capaciteit van een corporatie zit met name in de vastgoedexploitatie. Er zijn echter kosten die een corporatie heeft maar die niet worden geraamd in de vastgoedexploitatie. Hiervoor wordt een rendementsopslag gehanteerd om dit te dekken in het rendement van de vastgoedexploitatie (opslag 2).</p>	<p>Tezamen huur en onderhoudsrisico: 0,5% bijtelling uitgaande van basis disconto van circa 3,0%.</p> <p>Voor operationele kasstromen die niet in de (vastgoed)exploitatie zitten (o.a. VPB, overige organisatiekosten en leefbaarheid). Dit omvat momenteel circa € 600 per eenheid. Als structurele kasstroom van niet in exploitatie zittende kasstromen geeft dat uitgaande van een basisdisconto van circa 3,0 %, een opslag van 0,75%.</p>

	<p>Toekomstige onrendabels op nog te realiseren investeringen in het bestaand bezit krijgen in dit kader geen plaats.</p>	<p>Door de opslagen toe te passen op het totaal rendement (reeds gewogen EV/VV rendement) zorgt het ervoor dat rendement op eigen en vreemd vermogen niet te veel uiteenlopend. Hierdoor blijft de gevoeligheid voor vermogensverhoudingen beperkt.</p> <p>Toekomstige onrendabels (dus eigenlijk toekomstige investeringen) passen niet bij de waardering van het huidige bezit. In hoeverre deze door de sector zijn op te brengen kan beter in beeld worden gebracht in MJB's waar opgaven via een programmering in beeld kan worden gebracht. Niet alles hoeft naar de waarde en/of het vermogen op balansmoment in de jaarrekening terug te worden gebracht.</p>	
--	---	---	--

Samenvattende tabel: DAEB

DAEB

	vermogensverhouding	rendement
1 EV	65%	2,68%
2 VV	35%	3,19%
3 TV		2,86%
4 Opslag vanwege risico's in exploitatie		0,50%
5 Opslag vanwege kasstromen niet in exploitatie		0,75%
6 WACC		4,11%

Niet DAEB

1. De benadering bij niet-DAEB wat betreft rendement EV kan hetzelfde zijn. Ook vermogensverhoudingen vooralsnog gelijk gehouden.
2. De benadering voor vreemd vermogen is bij nog ontbreken van een leningportefeuille (alleen interne leningen) iets globaler. Omdat ook bij niet-DAEB verleden wel meetelt is vooralsnog gekozen voor opslag van 0,7% conform inschatting norm bij staatsteun: dus 3,89%
3. Doorvertaling naar rendement op Totaal vermogen leidt tot ruim 0,4% hoger rendement
4. Opslag vanwege risico's in exploitatie 0,25% hoger gesteld. Door hoger basisdisconto werkt een zelfde percentuele afwijking in de kasstromen minder sterk door. Echter inschatting is dat risico's iets groter zijn. Vandaar toch een ophoging naar 0,75% totaal.
5. Opslag voor niet in exploitatie zittende operationele kasstromen is gelijk gehouden als percentage. Hiermee is het bijbehorende bedrag iets lager vanwege het hoger basisdisconto. Leefbaarheidsuitgaven zullen vaak lager zijn bij niet-DAEB-bezit.

Samenvattende tabel: niet-DAEB

niet-DAEB

	vermogensverh.	rendement
1 EV	65%	2,68%
2 VV	35%	3,89%
3 TV		3,10%
4 Opslag vanwege risico's in exploitatie		0,75%
5 Opslag vanwege kasstromen niet in exploitatie		0,75%
6 WACC		4,60%