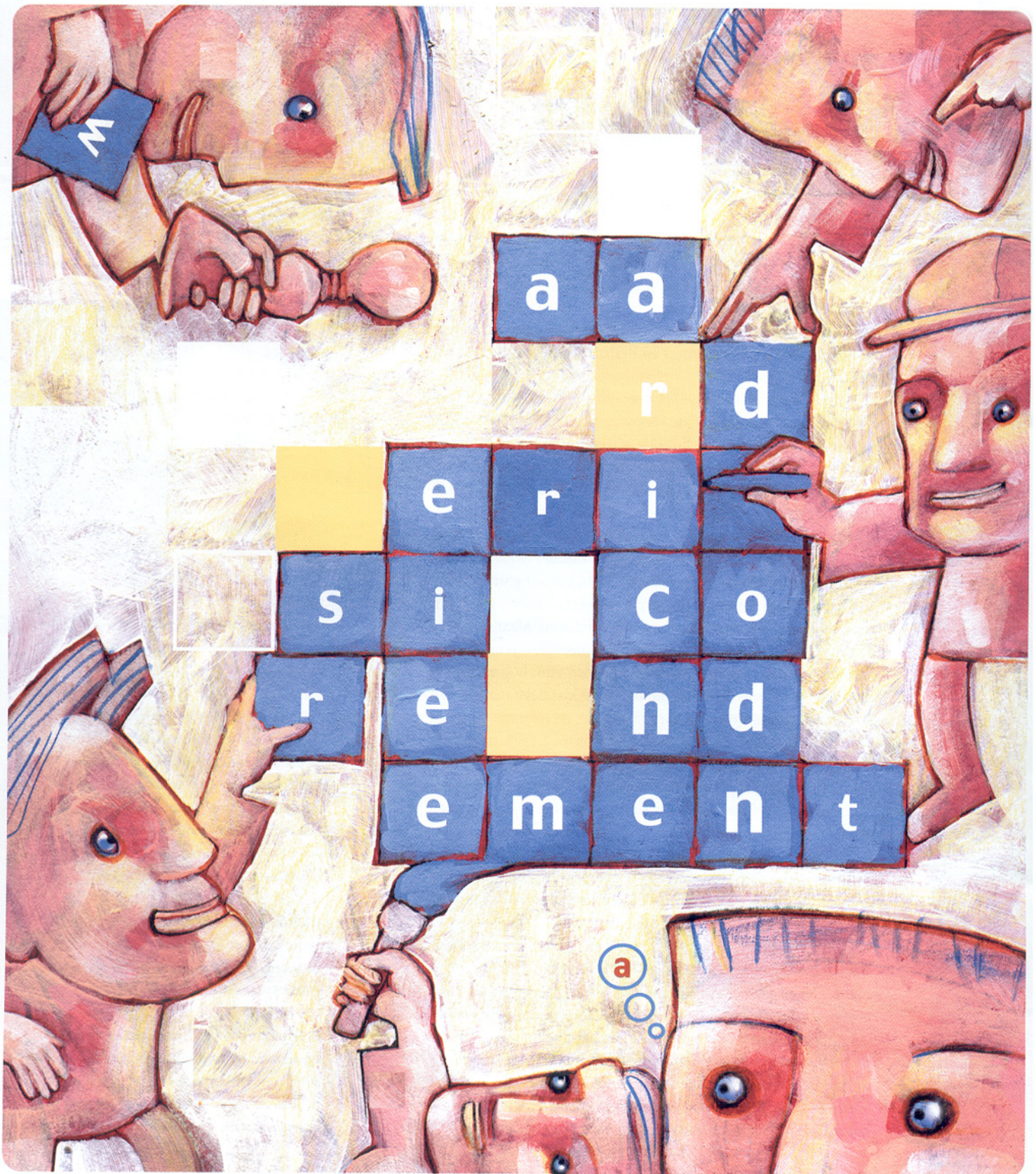


# De boekwaarde



# voorbij

Corporaties voeren in toenemende mate een actief beleid op de vastgoedportefeuille. Naast nieuwbouw en voorraadbeheer zijn

ze ook aan de slag gegaan met verkoop, gebiedsontwikkeling en herstructurering. Dit heeft grote gevolgen voor de interne organisatie. De Alliantie heeft een model ontwikkeld waarmee simultaan wordt gestuurd op waarde, risico en rendement. In de waarde worden alle beleidskeuzen van de Alliantie meegenomen. Politieke en operationele risico's worden opgevangen met een minimum solvabiliteitseis. Economische risico's zijn in kaart gebracht met scenario's. En bij de sturing op rendement kijkt De Alliantie naar het financiële rendement en naar het maatschappelijk dividend volgens de Aedex/IPD-index. Tekst: Maarten Pel en Ton van Welie, illustratie: Anka Kresse, Arnhem.

**D**e woningcorporaties ondergaan een professionaliseringsslag op het gebied van personeel en organisatie, planning en control en externe verantwoording. Op één punt blijven de ontwikkelingen in belangrijke mate achter. Externe organisaties, zoals het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw, maar ook corporaties zelf gebruiken voor de financiële beoordeling vaak de boekwaarde (historische kosten) en de bedrijfswaarde op basis van exploitatiekasstromen uit verhuur. Daarbij worden toekomstige financiële risico's, zoals de ontwikkeling van verkoopprijzen of de renteontwikkeling, doorgaans onderzocht door een te voorzichtige waardering op basis van exploitatiekasstromen.

De investeringsopgave en de verkoopopbrengsten blijven hierdoor onderbelicht bij de bepaling van de waarde, het rendement en het risico. Verkopen en investeren behoren evenzeer tot de dagelijkse praktijk van corporaties als verhuur en onderhoud. Ze behoren dus een weerslag te hebben op de kengetallen waarmee de continuïteit en prestaties beoordeeld worden. De sector hanteert een te boekhoudkundige benadering voor de financiële prestaties en is toe aan een nieuwe benaderingswijze voor waarde, rendement en risico. Overigens komt de vastgoedwaardering door corporaties nu wel in discussie. Zie bijvoorbeeld de artikelen hierover in Aedes-Magazine 8/9 en 10. Ook het Centraal Fonds roept in een recent rapport op tot discussie over waarderingbegrippen.

**Nieuw investeringsmodel** • De Alliantie is ontstaan uit een fusie tussen Atrium uit het Gooi, de Dageraad uit Amsterdam, Groene Stad Almere en SCW uit Amersfoort. Bij de fusie is besloten een model te ontwikkelen voor het optimaliseren van de investeringsinspanning. Binnen de Alliantie ligt de verantwoordelijkheid voor het formuleren van

voorraadbeleid in eerste instantie bij de werkmaatschappijen. Het investeringsmodel dient daarbij in financiële zin als communicatiemodel. Het model moet daarnaast handvatten bieden om te toetsen of de investeringsinspanning optimaal is. De invulling van het begrip optimaal kent verschillende gradaties. In de eerste plaats kan optimaal worden uitgelegd als een zo volledig mogelijke benutting van de beschikbare middelen. Hoeveel kan er geïnvesteerd worden zonder dat de continuïteit in gevaar komt? In de tweede plaats kan bij de optimalisatie een afweging gemaakt worden tussen projecten. Met welke projecten is de optimale samen-

## De sector hanteert een te boekhoudkundige benadering voor de financiële prestaties

stelling van de projectenportefeuille bereikt, gegeven de beschikbare financiële ruimte? En in de derde plaats speelt er bij corporaties altijd het vraagstuk van maatschappelijk gemotiveerd handelen op rendement. Wanneer is er sprake van doelbewust verminderd financieel rendement ten gunste van de Volkshuisvesting en op welke wijze kan dit worden meegenomen bij de investeringsafwegingen? Bij de ontwikkeling van het investeringsmodel van de Alliantie hebben we een antwoord gezocht op al deze vragen.

**Waarde** • De in de corporatiesector gangbare bedrijfswaarde weerspiegelt niet het complete beleid. Deze bepaalt de waarde bij voortgaande huurexploitatie tot einde levensduur. Daarentegen worden investeringsplannen en exploitatiescenario's steeds ingewikkelder. De tijd dat corporaties uitsluitend woningen bouwden om vervolgens vijftig jaar met subsidie te verhuren is voorbij. Nieuwbouw, herstructurering, verkoop, huurharmonisatie of prestatieafspraken maken onderdeel uit van de praktijk en hebben daarmee invloed op de waarde van de

corporatie. Als men het directe effect van strategische keuzen op de waarde inzichtelijk wil maken, is het noodzakelijk alle aspecten van het beleid door te laten klinken in de waardering.

Binnen het Alliantie-model bestaat de waarde uit de contante waarde van alle toekomstige kasstromen die op basis van het beleid verwacht worden. De Alliantie gebruikt hiervoor het programma WALIS (een asset liability managementsysteem). Alle beleidsbeslissingen hebben invloed op de verwachte kasstromen en daarmee op de waarde. Besluit de corporatie bijvoorbeeld om een woning over twee jaar te verkopen,

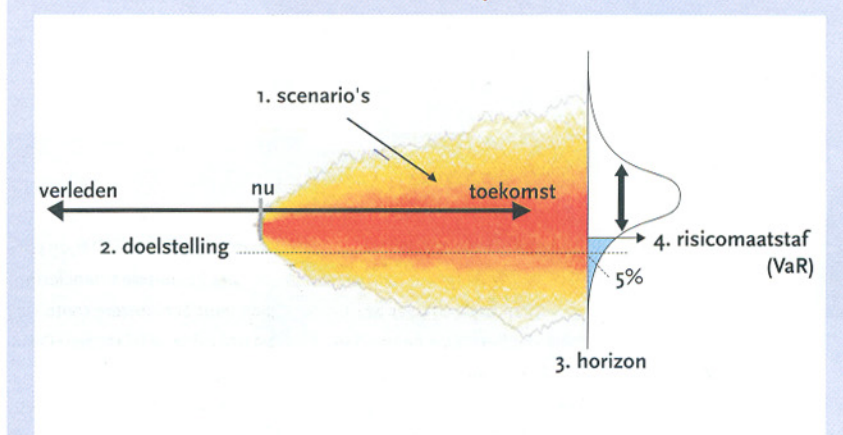
dan bestaat de waarde uit twee jaar exploitatiekasstromen en dan een kasstroom met de verwachte verkoopopbrengst.

**Risico's** • De toekomst is onzeker. Een waardering op basis van toekomstige kasstromen is gebaseerd op vele aannamen. Er is sprake van risico omdat de verwachting rondom deze aannamen niet hoeft uit te komen. Er zijn verschillende redenen waarom de realisatie kan afwijken van de verwachting. We onderscheiden politieke, operationele en economische risico's.

Niets is zo onbetrouwbaar als de politiek, wordt wel gezegd. De corporatiesector mag rekenen op de aandacht van de politiek met onderwerpen als fiscalisering, verevening en huurbeleid. Wetswijzigingen kunnen grote invloed hebben op toekomstige kasstromen en daarmee op de waarde van een corporatie. Daarnaast zullen wetswijzigingen ook bijstellingen in het beleid tot gevolg hebben. Modelmatig kan dit verwerkt worden door de verschillende toekomstmogelijkheden te benoemen en de gevolgen voor de corporatie door te rekenen. ▶



## De bouwstenen voor risicoanalyse



niet onder het minimumniveau van 15 procent zal dalen.

Het bewaken van de solvabiliteit is binnen de Alliantie alleen mogelijk op concerniveau. De werkmaatschappijen hebben geen vreemd vermogen omdat treasury sinds de fusie een concernactiviteit is. Wel is het mogelijk voor de werkmaatschappijen afzonderlijk de waarde van het vastgoed te bepalen en met behulp van de VaR aan te geven welke waarde met een zekerheid van 95 procent gehaald wordt, gegeven de economische onzekerheden. Risicosturing op concerniveau vindt plaats op basis van het eigen vermogen. Op werkmaatschappijniveau wordt gestuurd op de waarde van het vastgoed van de desbetreffende werkmaatschappij en op projectniveau op de waarde van het project.

Met behulp van de VaR en de minimum solvabiliteitseis kan ook het vrije eigen vermogen bepaald worden. Het verschil tussen de VaR en het minimale eigen vermogen bepaald de maximale onttrekking aan het eigen vermogen waarbij nog steeds wordt voldaan aan de solvabiliteitsdoelstelling van 15 procent. Dit deel van het eigen vermogen is beschikbaar voor de VaR's en onrendabele toppen van nieuwe projecten. Daarmee is bepaald hoeveel maximaal extra geïnvesteerd kan worden binnen het huidige beleid.

De onzekerheden nemen af naarmate de tijd verstrijkt. Hierdoor valt jaarlijks een deel van de risicobuffer vrij. Ook het in enig jaar gerealiseerde rendement over het eigen vermogen zal ten gunste komen van het vrij eigen vermogen. Dit vrij eigen vermogen kan vervolgens weer worden ingezet voor nieuw beleid.

**Rendement** • In een contante-waardemethodiek is niet alleen een waarde op dit moment bepaald, maar ligt ook de contante waarde voor alle toekomstige jaren vast.

Immers, de waardering is een inschatting van alle verwachte kasstromen in de toekomst en daarmee ook van het verloop van de waarde. Hieruit kunnen alle verwachte rendementen worden bepaald. Hierbij kan onderscheid worden gemaakt in drie soorten rendementen:

- Het directe rendement: de (in enig jaar) verwachte kasstroom uit exploitatie;
- Het te realiseren indirecte rendement: de (in enig jaar) verwachte kasstroom uit (des)investeringen;
- Het ongerealiseerde indirecte rendement: de (in enig jaar) verwachte waardeontwikkeling.

## Juist nu is het van belang om te kunnen verklaren hoe de middelen van corporaties worden aangewend

Voor een corporatie zijn de rendementsgegevens zeer belangrijke sturingsinformatie. In de huidige begrotingssystematiek die door de meeste corporaties wordt toegepast ligt de nadruk voornamelijk op het directe en gerealiseerde indirecte rendement: huuropbrengsten, kosten werkapparaat, omzet verkopen, investeringen, enzovoort. Het ongerealiseerde indirecte rendement wordt bepaald door de waardeontwikkeling. Deze waardeontwikkeling hangt zeer sterk samen met het overige rendement. Immers, wanneer in een bepaald jaar minder verkocht wordt dan verwacht, is het gerealiseerde indirecte rendement lager door een kleinere kasstroom uit verkopen. Het directe rendement zal echter hoger zijn, doordat er meer woningen in exploitatie zijn geweest. Ook het ongerealiseerde indirecte rendement zal hoger zijn doordat de verkoopopbrengst nog in de waarde zit. Dit illustreert dat het van groot belang is ook ongerealiseerde indirecte rendement mee te nemen bij de beoordeling van de financiële prestaties.

**Beleid werkmaatschappijen** • De werkmaatschappijen binnen de Alliantie kennen een grote mate van zelfstandigheid en beleidsvrijheid. De werkmaatschappijen werken in aangrenzende, maar verschillende woningmarkten en hebben overleg met gemeenten en lokale bewonersorganisaties. Om deze lokale verankering te kunnen waarborgen is een zekere mate van beleidsvrijheid noodzakelijk. Maar deze zelfstandigheid betekent geenszins onafhankelijkheid. Elke beleidswijziging of extra investering bij één van de werkmaatschappijen heeft directe gevolgen voor het eigen vermogen van de Alliantie, en daarmee ook

voor de financiële positie van de overige werkmaatschappijen.

Met het bepalen van de waarde van het vastgoed zijn alle rendementen bepaald. Vanwege de afhankelijkheidspositie binnen de Alliantie moeten de rendementen voor de werkmaatschappijen taakstellend zijn. Dit geldt niet alleen voor het totaal rendement, maar ook voor de verschillende soorten rendement. Indien bijvoorbeeld een investering ertoe leidt dat een rendement wijzigt, of ertoe leidt dat direct rendement wordt omgezet in indirect rendement is afstemming met het concern en de overige werkmaatschappijen noodzakelijk.

Niet alle effecten op het rendement liggen echter in de invloedssfeer van de werkmaatschappijen. De eerder genoemde ▷



r

d

politieke- en economische ontwikkelingen hebben invloed op de waarde. Hierdoor is het noodzakelijk een analyse te maken van de oorzaken die een afwijking in het rendement hebben veroorzaakt. Bij deze analyse kiest de Alliantie voor een indeling in drie hoofdgroepen: herwaarderingseffecten, de economische ontwikkeling en programmatische aanpassingen.

Indien voortschrijdend inzicht leidt tot aanpassingen in de uitgangspunten van de waardering, worden de gevolgen op het rendement van deze aanpassingen benoemd als herwaarderingseffecten. Een voorbeeld hiervan is bijstelling van de levensduur (zonder investering). Ook de economische ontwikkeling zal afwijken van de verwachting. Rente en inflatie hebben effect op het resultaat en nog meer op de waardeontwikkeling. Voor deze twee categorieën geldt dat de werkmaatschappij geen invloed heeft op de ontwikkelingen waardoor er een correctie plaats moet vinden in het basisjaar. De te behalen rendementen moeten opnieuw bepaald worden.

Anders is het met de programmatische aanpassingen. Wanneer bijvoorbeeld beleid wordt gewijzigd, investeringen worden vertraagd of meer wordt verkocht hangt dit voor een belangrijk deel af van het handelen van de werkmaatschappij. Effecten op het rendement die veroorzaakt worden door programmatische aanpassingen dienen binnen de resultaten van de werkmaatschappij gecompenseerd te worden.

**Maatschappelijk dividend** • Corporaties zijn niet volledig rendementsgedreven. Hierdoor is het niet mogelijk uitsluitend met behulp van de kengetallen voor waarde, risico en rendement een financieel optimum te bepalen. Hiervoor moeten ook de effecten op het rendement van het maatschappelijk handelen van een corporatie tot uitdrukking worden gebracht in termen van waarde en rendement. Dat kan met de systematiek van

## Gevolgen van beleid

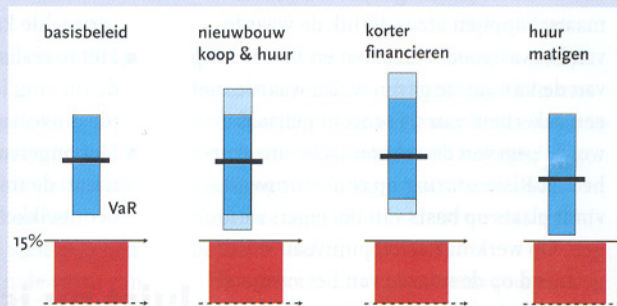
In het Alliantie-model zal iedere afwijking van het beleid gevolgen hebben voor de waarde, het risico en het rendement. Een aantal voorbeelden.

**Nieuwbouw huur & koop:** Stel de corporatie besluit te participeren in een nieuwbouwproject. Het verwachte resultaat op de koopwoningen is precies genoeg om de onrendabele toppen op de sociale huurwoningen te betalen. De waarde en het rendement blijven dus gelijk. Het risico neemt echter toe. Er zijn immers altijd scenario's waarin het resultaat op de koopwoningen kleiner is dan het onrendabele gedeelte van de huurwoningen. Doordat de spreiding toeneemt daalt de VaR en neemt het vrij eigen vermogen af.

**Korter financieren:** Stel de corporatie besluit de financieringen voor een kortere rentevastperiode af te sluiten. Dit verandert de waarde op het moment van besluit niet. Het rendement zal toenemen, want er wordt immers goedkoper geleend. Het risico zal waarschijnlijk toenemen omdat in de loop der jaren de hoeveelheid nieuw aan te trekken leningen zal toenemen en daarmee de gevoeligheid voor de rentebeweging. Per saldo

is op voorhand niet duidelijk welk effect zal overheersen. Dit is een typisch voorbeeld waarbij het beleid geoptimaliseerd kan worden.

**Huur matigen:** Stel de corporatie besluit de huren voor een bepaalde groep woningen niet te verhogen. Als de markthuren stijgen neemt het maatschappelijk dividend hierdoor toe. Bij een gelijkblijvend risico wordt het vrij eigen vermogen kleiner.



de Stichting Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex.

De Aedex gaat uit van een geschat marktconform rendement, namelijk het rendement dat maximaal gehaald zou kunnen worden. Bij de inkomsten wordt uitgegaan van de huur die in een markt tot stand zou zijn gekomen, tenzij deze markt door wetgeving wordt beperkt. In dat geval wordt uitgegaan van de maximale wettelijke huur. Vervolgens wordt de markthuur afgezet tegen de feitelijke vraaghuur. Onder voorwaarden, bijvoorbeeld bij aanwezigheid van een prestatieovereenkomst met de gemeente, wordt het verschil tussen de markthuur en de feitelijke huur aange-merkt als een maatschappelijke prestatie. Deze prestatie bestaat feitelijk uit de maandelijkse uitkering van de corporatie aan de huurder in de vorm van huurmatiging. Deze uitkering kan worden benoemd als maatschappelijk dividend. Ook kosten gerelateerd aan de maatschappelijk functie van corporaties, bijvoorbeeld de kosten van buurtbeheer, kunnen in het maatschappe-

lijk dividend worden meegenomen. De huurmatiging is echter veruit de belangrijkste component van het maatschappelijk dividend.

**Aedex en het Alliantie-model** • De Aedex maakt ook de marktwaarde van het vastgoed inzichtelijk. Deze waardering wordt tot stand gebracht met de netto contante waarde-methode op basis van een inschatting van toekomstige kasstromen, vergelijkbaar met het model van de Alliantie. Uitgangspunt hierbij is echter niet het beleid van de corporatie, maar opbrengstmaximalisatie. Het startpunt is het bestaande huurcontract en de feitelijke huursituatie. Vervolgens worden de huren jaarlijks maximaal volgens de geldende wetgeving verhoogd. Bij mutatie bestaat de keuze tussen enerzijds verkoop, waarmee de marktwaarde leeg van verhuur wordt gerealiseerd, en anderzijds verhuurexploitatie met een marktconform huurniveau. Ook hier wordt de keuze bepaald door de financieel meest gunstige variant. De Aedexwaardering weerspiegelt hiermee niet zozeer de verwachte opbrengsten uit het vastgoed,

maar maakt de potentie van het bezit inzichtelijk.

Een vergelijking van de Aedex-waardering met de waardering uit het Alliantie-model geeft het economisch offer ten gevolge van het gekozen beleid. Vastgoedkundige afwegingen kunnen het beste worden gemaakt met de Aedex-waardering. De beleidskeuzes van de Alliantie vertalen zich vervolgens in het economisch offer. Hierdoor is het mogelijk een juiste beleidsafweging te maken op basis van financiële rendementsgegevens over zowel de maatschappelijke prestaties als de vastgoedkundige prestaties.

Als dit het geval is, kan niet alleen de financiële continuïteit beoordeeld worden, maar kan tevens een juiste beleidsafweging gemaakt worden op basis van financieel rendement enerzijds en maatschappelijk rendement anderzijds. Het Alliantie-model is hierop voorbereid.

**Professionalisering** • In dit artikel hebben wij inzicht willen geven in het model waarmee de Alliantie stuurt op waarde, risico en rendement. Corporaties staan momenteel volop in de politieke en maatschappelijke belangstelling. En het beeld van de sector is niet altijd even positief: corporaties hebben een overmaat aan vermogen, verstoppen de markt en vertragen de stedelijke vernieuwing. Juist in een tijd waarin de corporatie met haar handelen en haar vermogen volop in de belangstelling staat is het van belang te kunnen verklaren hoe de middelen worden aangewend om de doelstellingen te bereiken. Voor zichzelf en naar haar stakeholders. De Alliantie gebruikt daarom een model waarin gestuurd wordt op waarde, rendement en risico. Het model draagt zo bij aan de verdere professionalisering van de Alliantie. ◀

**Maarten Pel** is senior beleidsmedewerker Strategie & Innovatie bij De Alliantie en **Ton van Welie** is directeur van Ortec bv.