

05

Naar een optimale voorraadstrategie

Allocatie van vermogen aan doelstellingen



Woningcorporaties zijn de grootste spelers op de Nederlandse woningmarkt. Sinds de brutering focussen deze ondernemingen zich steeds meer op hun performance.

Investeringen zullen nu eenmaal een bepaald rendement moeten opleveren om toekomstige investeringen in bijvoorbeeld nieuwbouw en herstructurering te

kunnen financieren. Inzicht in dit rendement is onontbeerlijk om de performance van een corporatie te kunnen vaststellen. En kennis van die performance is weer nodig om de activiteiten van een

corporatie te kunnen beoordelen en voor transparantie op de markt. Tekst: Ton van Welie en Bert Kramer; illustraties: Curve, Haarlem.

De sociale en de commerciële woningmarkt zijn niet strikt gescheiden.

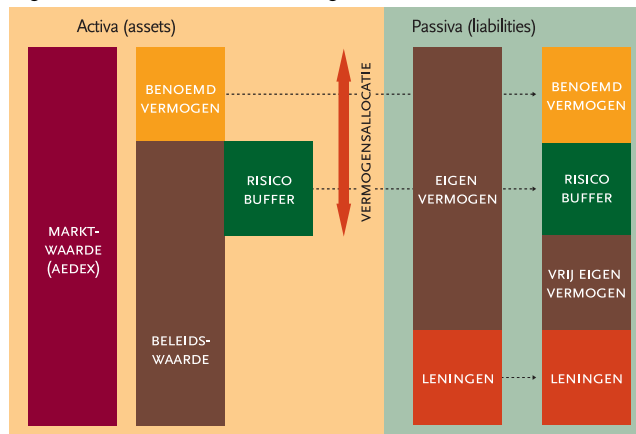
Woningcorporaties ontwikkelen, bouwen, kopen, verhuren en verkopen woningen binnen dezelfde markt als commerciële vastgoedbeleggers. De portefeuille van woningcorporaties verschilt in het algemeen niet extreem veel van de woningportefeuille van andere beleggers. Wezenlijke verschillen tussen woningcorporaties en de meeste andere beleggers zijn, dat woningcorporaties geen winstoogmerk hebben en dat ze niet aan huurdersselectie doen. Woningcorporaties zijn niet alleen geïnteresseerd in financieel, maar ook in sociaal rendement. Overrendementen worden daarom niet uitbetaald aan de aandeelhouders, maar gebruikt voor het financieren van de sociale functie. Dit betekent echter niet dat de performance van woningcorporaties niet kan of mag worden vergeleken met die van andere vastgoedbeleggers. Sinds de brutering lopen woningcorporaties immers risico, net als commerciële vastgoedbeleggers.

Optimale strategie • Gegeven het bovenstaande is ook voor woningcorporaties de marktwaarde van het bezit een relevante grootheid. Corporaties kunnen hiervoor gebruik maken van de waardering volgens de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex. De Aedex maakt gebruik van een gestandaardiseerde netto contante waarde berekening voor het vaststellen van de marktwaarde in verhuurde staat. Deze waarde gaat ervan uit dat bestaande huurovereenkomsten worden nagekomen, dat individuele woningen worden verkocht aan de

huurder dan wel bij mutatie, en dat de inkomsten worden geoptimaliseerd binnen de wettelijke marges. Er wordt dus onder meer aangenomen dat de huidige huur zo snel mogelijk wordt opgetrokken naar de markthuur, rekening houdend met regelgeving en marktomstandigheden.

De marktwaarde in verhuurde staat geeft aan wat een corporatie financieel gezien maximaal uit haar bezit kan halen, oftewel de maximale verdien capaciteit. Het daadwerkelijke beleid van de corporatie zal echter in de praktijk bijna altijd afwijken van

Figuur 1: Allocatie van het vermogen



het bij de marktwaarde in verhuurde staat aangenomen beleid vanwege de financiële en sociale doelstellingen die de corporatie nastreeft. Naast de marktwaarde in verhuurde staat is daarom ook de beleidswaarde van een corporatie van belang. De beleidswaarde is gelijk aan de netto contante waarde van de verwachte toekomstige kasstromen, uitgaande van het door de corporatie vastgestelde beleid. Deze beleidswaarde is dus niet per definitie gelijk aan de bedrijfswaarde. Bij de bepaling van de bedrijfswaarde wordt in het algemeen uitgegaan van normatief voorgeschreven aannames voor bijvoorbeeld het huurbeleid, ongeacht het daadwerkelijk gevoerde beleid. Ook wordt bij de bedrijfswaarde in het algemeen geen rekening gehouden met verwachte verkoopopbrengsten en/of restwaardes. Voor het toetsen van de performance van een corporatie is de (genormeerde) bedrijfswaarde naar onze mening daarom geen optie. Hetzelfde geldt uiteraard in nog veel sterkere mate voor de boekwaarde.

Los van het gebruik voor externe benchmarking, kan de marktwaarde

in verhuurde staat zoals toegepast door de Aedex ook zeer goed gebruikt worden voor het optimaliseren van het interne voorraadbeleid. In dit artikel beschrijven wij een methode waarmee een corporatie, met behulp van de Aedex marktwaarde in verhuurde staat en de beleidswaarde, tot een optimale strategiekeuze kan komen.

Voorraadbeleid • Veel woningcorporaties richten op de volgende wijze het voorraadbeleid in. Op strategisch niveau worden, op basis van beoogde doelgroepen, de corporatiebrede doelstellingen bepaald. Vervolgens wordt eens in de zoveel jaar op een tactisch niveau per complex de strategie bepaald. Daarna worden de gevolgen van een strategie op complexniveau doorerekend, vaak uitgedrukt in een verandering van de bedrijfswaarde. Tenslotte wordt op corporatieniveau bekeken of de (onrendabele) investeringen gedragen kunnen worden.

Het grootste nadeel van dit proces is de onduidelijke koppeling tussen de doelstellingen op corporatieniveau en de strategieën op complexniveau. Het is niet duidelijk in

hoeverre de complexstrategieën de beste keuze zijn om invulling te geven aan de doelstellingen. Dit wordt dikwijls nog problematischer omdat er, vanwege de grootte van het vraagstuk, vaak meerdere medewerkers aan verschillende complexen werken. Toetsing van de resultaten van de complexstrategieën aan de beoogde doelstellingen vindt alleen plaats voor alle complexen gezamenlijk. Bovendien is dit vaak alleen een financiële toets. Indien het totaalresultaat niet voldoet, dan is het vervolgens ook niet duidelijk welke strategieën van welke complexen het beste aangepast kunnen worden.

Andere aanpak • Een andere aanpak is daarom gewenst. Een corporatie wil met de beschikbare middelen zo goed mogelijk scoren op haar doelstellingen. Idealiter gebeurt dit door op corporatieniveau de strategie vast te leggen. Vanwege de diversiteit van het bezit is de praktische uitwerking hiervan echter in het algemeen zeer lastig. Daarom worden in de praktijk strategieën veelal bepaald op complexniveau. Om afwegingen tussen ver- ▶

Figuur 2: Normatieve maatregelen waaruit een corporatie kan kiezen

Maatregel	Waarde		Eigen vermogen			Vreemd vermogen	Score Doelstellingen			
	AEDEX	beleid	benoemd	+	risico = allocatie		kern-voorraad	verkoop	nieuw-bouw	opper-vlakte
Doorexploiteren	75	35	40	+	5 = 45	0	1		70	
Huur temperen	75	25	50	+	4 = 54	0	1		70	
Verkoop	75	75	0	+	19 = 19	0	0	1	0	
Sloop	75	10	65	+	1 = 66	0	0		0	
Nieuwbouw	88	60	28	+	12 = 40	80	1	1	80	

Allocatie van vermogen aan doelstellingen

schillende strategieën te kunnen maken is het van belang om van iedere strategie te weten wat deze kost en wat deze oplevert. Deze vragen moeten beantwoord worden in termen die voor de verschillende strategieën vergelijkbaar zijn. Daarbij moeten de kosten zo nauw mogelijk aansluiten bij de middelen en de opbrengsten zo nauw mogelijk bij de doelstellingen van de corporatie.

De middelen van de corporatie bestaan met name uit woningen. Voor de waardering hiervan bestaan verschillende methodieken. In veel van deze methodieken is de waardering echter afhankelijk van het gevoerde beleid (de gekozen strategie). Dit is echter niet wenselijk voor de onderlinge vergelijkbaarheid. De waardering van de woningen kan dan ook beter gebeuren tegen de marktwaarde in verhuurde staat zoals gebruikt door de Aedex. Door deze marktwaarde af te zetten tegen de beleidswaarde kan in beeld gebracht worden wat een bepaalde strategie de corporatie kost. Door verder voor iedere strategie aan te geven wat de invloed is op de doelstellingen, komt in beeld wat een bepaalde strategie de corporatie oplevert.

Vermogensallocatie • Het verschil tussen de Aedex marktwaarde in verhuurde staat en de beleidswaarde geeft aan hoeveel vermogen de corporatie laat liggen in het kader van haar doelstellingen. Dit zogenoemde ‘benoemd vermogen’ is dus in feite bewust of onbewust gealloceerd aan de doelstellingen. Zie ook figuur 1.

Zonder sociale doelstellingen is de te realiseren waarde van het bezit namelijk gelijk aan de marktwaarde. De corporatie heeft echter wel een beleid gericht op het realiseren van sociale doelstellingen. Als gevolg daarvan verwacht men financieel een lagere waarde, de beleidswaarde, te realiseren.

De corporatie heeft bovendien een deel van het totale vermogen nodig als risicobuffer. De marktwaarde en de beleidswaarde zijn namelijk gebaseerd op bepaalde verwachtingen van niet door de corporatie te beïnvloeden factoren zoals de inflatie en de bouw- en marktprijzen. Deze grootheden zullen zich echter in de realiteit altijd in meer of mindere mate anders ontwikkelen dan de verwachting. De marktwaarde en de beleidswaarde zullen dan ook gaan fluctueren. De corporatie zal een risico buffer moeten aanhouden om met voldoende zekerheid solvabel te blijven. De benodigde risicobuffer kan worden vastgesteld met behulp van een scenario-analyse op basis van stochastische simulatie (een econometrisch tijdreeksenmodel voor economische toekomstscenario's).

De risico buffer bestaat uit twee delen: een buffer die volgt uit het beleid (niet-systematisch risico) en een autonome buffer voor risico's die inherent zijn aan het beleggen in vastgoed (systematisch risico). Corporaties die deelnemen aan de Aedex kunnen het systematisch risico zelf becijferen door de waarde te berekenen voor verschillende scenario's. Dat kan omdat de

formule waarmee de bij de Aedex gehanteerde waarde berekend wordt, transparant is. Na verloop van tijd krijgen deze corporaties ook de beschikking over historische reeksen waarmee zij het systematisch risico in kunnen schatten van investeringen in specifieke regio's en woningsegmenten.

De som van het benoemd vermogen en de risicobuffer is het gealloceerd vermogen. Een corporatie kan zich afvragen of dit vermogen wel efficiënt gealloceerd is. Oftewel, is het mogelijk om beter te scoren op de doelstellingen zonder het gealloceerde vermogen te vergroten? Of nog beter: men zou moeten streven naar de optimale verhouding tussen de doelstellingen die men wil realiseren en het vermogen dat men hiervoor wil inzetten (wil alloceren). Merk op dat deze verhouding erg afhankelijk is van de ambitie van de corporatie. Een corporatie die haar doelstellingen erg belangrijk vindt, zal voor het realiseren van bepaalde doelstellingen meer vermogen willen alloceren.

Vrij vermogen • Natuurlijk wordt de ambitie van een corporatie om haar doelstellingen te realiseren beperkt door randvoorwaarden. Denk hierbij aan restricties op de financierbaarheid, de personele capaciteit en de medewerking van partners. Verreweg de belangrijkste restrictie is echter dat nooit meer vermogen gealloceerd kan worden dan het eigen vermogen van de corporatie. Dit eigen vermogen is gelijk aan de marktwaarde van het bezit minus de marktwaarde van de

verplichtingen (de leningenportefeuille). Zie figuur 2.

Het eigen vermogen minus het gealloceerde vermogen is het vrije vermogen van de corporatie. Dit vrije vermogen is niet nodig voor het veilig stellen van de solvabiliteit in de toekomst. Het kan worden gebruikt voor het verhogen van de (sociale) performance. Dit vermogen kan dus extra worden gealloceerd aan de doelstellingen, bijvoorbeeld door het ontwikkelen van extra sociale huurwoningen.

Een voorbeeld • We geven een eenvoudig voorbeeld van vermogensallocatie. Stel een corporatie met:

- 20.000 woningen (alle woningen zitten in de kernvoorraad).
- Een leningenportefeuille van 500 miljoen euro (25.000 euro per woning).
- Een marktwaarde van 1.500 miljoen euro (75.000 euro per woning).
- Een beleidswaarde van 700 miljoen euro (35.000 euro per woning).

- Een gemiddelde oppervlakte van 70 vierkante meter.

De corporatie heeft de volgende doelstellingen:

- Het handhaven van de kernvoorraad.
- Het verkopen van een bepaald gedeelte van haar bezit.
- Het realiseren van een bepaald volume nieuwbouw.
- Het vergroten van de gemiddelde oppervlakte van haar bezit.

Stel dat deze corporatie vervolgens kan kiezen uit de normatieve maatregelen zoals vermeld in figuur 2.

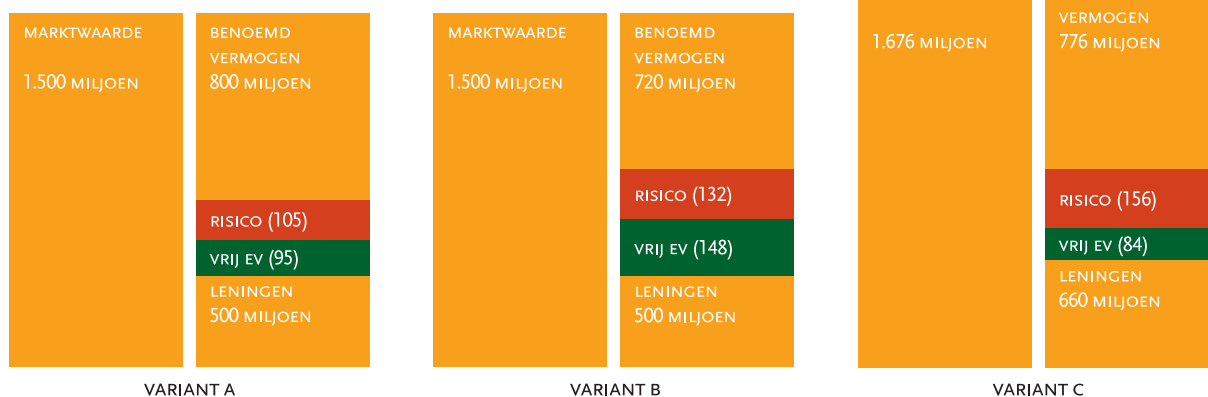
Het doorexploiteren van een gemiddelde woning zorgt voor een vermogensallocatie van 45.000 euro. Het verschil tussen de marktwaarde en de beleidswaarde is immers 40.000 euro en er moet ook nog rekening gehouden worden met een risico van 5.000 euro. Deze maatregel leidt tot één woning in de kernvoorraad van 70 vierkante meter oppervlakte. Het verkopen van de

zelfde woning verlaagt de vermogensallocatie van 45.000 euro naar 19.000 euro. De beleidswaarde is bij deze maatregel immers gelijk aan de marktwaarde, maar de verkoop levert wel meer risico op omdat de corporatie sterk afhankelijk wordt van de ontwikkeling van de vrije verkoopwaarde van de woning. Tevens scoort deze maatregel negatief op de doelstelling van de kernvoorraad en positief op de verkoopdoelstelling.

Varianten • Stel dat het basisbeleid van de corporatie het normaal doorexploiteren van alle 20.000 woningen is. De vermogensallocatie is dan 905 miljoen euro: 800 miljoen euro benoemd vermogen en 105 miljoen euro risico. Zie figuur 3a. Gegeven de marktwaarde van 1.500 miljoen en de leningenportefeuille van 500 miljoen, resteert een 'vrij' eigen vermogen van 95 miljoen euro.

Laten we vervolgens eens twee alternatieve beleidsvarianten bekijken. In de eerste beleidsvariant ▶

Figuur 3: Varianten voor vermogensallocatie



Allocatie van vermogen aan doelstellingen

worden 2.000 woningen uit het bestaande bezit verkocht (zie figuur 3b). In de tweede beleidsvariant worden 2.000 woningen verkocht en 2.000 woningen nieuw gebouwd (zie figuur 3c).

Bij de variant waarin 2.000 woningen verkocht worden daalt de allocatie van 905 miljoen euro naar 852 miljoen euro (het benoemd vermogen neemt af met 80 miljoen euro, maar het risico stijgt met 27 miljoen euro). Hierdoor stijgt het vrij eigen vermogen naar 148 miljoen euro. Als we naar de score op de doelstellingen kijken, daalt het aantal woningen in de kernvoorraad en stijgt het aantal verkopen. De gemiddelde oppervlakte blijft gelijk.

Bij de variant waarin naast de verkoop ook 2.000 nieuwe woningen gebouwd worden (figuur 3c) neemt de marktwaarde van het bezit wel toe (met 88.000 euro per woning). Door de financiering van de nieuwbouw neemt ook de leningenportefeuille toe (met 80.000 euro per woning). De allocatie is in totaal 932 miljoen euro. Voor de doelstellingen geldt dat ten opzichte van de basisvariant de kernvoorraad gelijk blijft, 2.000 woningen verkocht worden, 2.000 woningen nieuw gebouwd worden en de gemiddelde oppervlakte toeneemt van 70 tot 71 vierkante meter.

Gegeven de doelstellingen van de corporatie lijkt de laatste variant te prefereren boven het basisbeleid. De allocatie, oftewel de inzet van de corporatie, neemt nauwelijks toe (van 905 tot 934 miljoen euro), terwijl op de meeste doelstellingen

(verkoop, nieuwbouw, gemiddelde oppervlakte) beter gescoord wordt.

Impact • Wij beschrijven in dit artikel een methode waarmee corporaties een optimale strategie voor hun voorraadbeleid kunnen bepalen. Een strategie is optimaal als er geen andere strategie is die, gegeven de beschikbare middelen, een betere score op de doelstellingen behaalt. Om tot dit optimum te komen is het noodzakelijk om alle mogelijke strategieën met elkaar te kunnen vergelijken. Ze moeten dan wel onderling vergelijkbaar zijn voor hun impact op de doelstellingen en hun beslag op de middelen van de corporatie. Die middelen bestaan uit de marktwaarde van de woningen. Deze marktwaarde kan worden bepaald met behulp van de Aedex waarderingmethodiek. Door de Aedex marktwaarde in verhuurde staat te vergelijken met de waarde op basis van een gekozen strategie, kan het benoemd vermogen van deze strategie bepaald worden. Tezamen met het risico, waarvoor ook vermogen gereserveerd moet worden, ontstaat de vermogensallocatie. Het gealloceerde vermogen kan worden gezien als de kosten van de strategie, oftewel het beslag op de middelen van de corporatie.

Een corporatie volgt een optimale strategie indien zij gegeven het vermogen dat zij wil alloceren zo goed mogelijk scoort op haar (sociale) doelstellingen. Merk op dat de optimale verhouding tussen doelstellingen en het gealloceerd vermogen voor iedere individuele corporatie

anders zal zijn en afhankelijk van de eigen ambitie. Daarnaast is het te alloceren vermogen begrensd door het beschikbare vermogen van de corporatie.

Gebruik van de door ons beschreven sturingsmethodiek in combinatie met de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex, geeft corporaties een instrument in handen waarmee zij de economische en maatschappelijke output van hun organisatie kunnen optimaliseren. Uitgangspunt daarbij zijn de door de organisatie zelf geformuleerde doelstellingen. Aan de hand van deze methodiek kunnen de doelstellingen aan de interne organisatie doorgegeven worden in termen van economische waarde en economisch rendement en maatschappelijke output (vermogensallocatie en doelstellingen). De indexmethodiek van de Aedex kan tenslotte gebruikt worden om de realisatie van de economische waarde en het economisch rendement te toetsen. Daarnaast meet de Aedex/IPD ook het maatschappelijk dividend. Corporaties kunnen daarmee een deel van hun doelstellingen (en de bijbehorende vermogensallocatie) in termen van dit maatschappelijk dividend benoemen. ◀

Ton van Welie en **Bert Kramer** zijn beide werkzaam bij ORTEC bv.

Literatuur

Kramer, B. en T. van Welie [2001], "An Asset Liability Management Model for Housing Associations," *Journal of Property Investment & Finance* 19 (6), 453-471.