

# Financiële sturing in de corporatiesector aan de hand van rendementen



ir J.M. Buruma

Jan Martijn Buruma is afgestudeerd bij de leerstoel Real Estate Management & Development aan de Technische Universiteit Eindhoven. Na een werkstage bij de Nederlandse bank voor ontwikkelingslanden (FMO) is hij aan de slag gegaan als adviseur bij Finance Ideas. Bij Finance Ideas is Jan Martijn actief op het gebied van financiële sturing en asset management voor woningcorporaties. Tevens ondersteunt hij pensioenfondsen bij het formuleren en vormgeven van de vastgoedbeleggingsstrategie en het monitoren van de prestaties van de vastgoedbeleggingen.

Het sturen op en beoordelen van hun financiële prestaties heeft, mede door de gunstige marktomstandigheden, niet altijd de hoogste prioriteit gehad van woningcorporaties. Bovendien zijn de financiële prestaties ook moeilijk te vergelijken met commerciële marktpartijen. Dit in combinatie met recente schandalen in de sector leidt dikwijls tot publieke discussies over de financiële prestaties van woningcorporaties. Financiële sturing aan de hand van rendementen biedt uitkomst.

## Historische schets: hoe beoordeelden woningcorporaties hun prestaties en investeringen?

### Historische kostprijzen en sturen op budgetten

Lange tijd waardeerden corporaties hun vastgoed op dezelfde manier waarop bedrijven hun machines waardeerden: tegen de historische kostprijs. Hierbij wordt de waarde van het vastgoed bepaald door op basis van de geraamde levensduur lineair af te schrijven op de stichtingskosten. In deze periode vond financiële sturing vooral plaats door te sturen op vooraf gestelde budgetten. Deze budgetten werden onder meer vastgesteld aan de hand van afspraken met de gemeente over bijvoorbeeld het aantal te bouwen woningen en het prijsbeleid.

Er was weinig inzicht in de financiële continuïteit en prestaties van woningcorporaties. Dit was ook niet noodzakelijk omdat ze rechtstreeks onder verantwoordelijkheid van de overheid vielen; eventuele verliezen werden gecompenseerd met publieke middelen.

### Bedrijfswaarde en sturen op kasstromen, vermogen en onrendabele top

Sinds de bruteringsoperatie (de verzelfstandiging van de corporatiesector waarbij woningcorporaties meer op afstand van de overheid kwamen te staan) nam de behoefte aan financiële sturing toe. Omdat het waarden op de historische kostprijs zich hiervoor moeilijk laat lenen, zijn steeds meer woningcorporaties overgegaan op het waarden op bedrijfswaarde. Bij de bedrijfswaardemethodiek wordt de waarde van het vastgoed bepaald aan de hand van de netto contante waarde van de toekomstige kasstromen. Het waarden op bedrijfswaarde leent zich beter voor het beoordelen van de financiële continuïteit van een woningcorporatie dan het waarden op historische kostprijs, omdat de bedrijfswaarde een realistischere benadering geeft voor de waarde van het vastgoed voor de corporatie. De financiële continuïteit kan inzichtelijk worden gemaakt door het beoordelen van de huidige en geraamde kasstromen (zijn er voldoende liquide middelen beschikbaar?) en de huidige en toekomstige solvabiliteit (is er voldoende vermogen beschikbaar?). De toezichthouders van de corporatiesector, Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) en het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV), beoordelen respectievelijk de kasstromen en het vermogen van woningcorporaties.

Investeringen worden door corporaties vaak beoordeeld op hun 'onrendabele top'. Deze onrendabele top is het negatieve verschil tussen de stichtingskosten en de bedrijfswaarde van het te realiseren vastgoed indien de stichtingskosten hoger zijn dan de bedrijfswaarde. In 2011 bedroeg deze onrendabele top van de investeringen van woningcorporaties maar liefst gemiddeld 37%. Dit betekent dus dat van de totale investeringssom van woningcorporaties in 2011 37% niet werd omgezet in waarde. Vergelijk het eens met het kopen van een auto. Stel, u koopt een nieuwe auto voor € 20.000. Op het moment dat u de showroom uitrijdt, daalt de waarde van de auto met 37% tot € 12.600. Zou u, als u vooraf wist dat u door aankoop van de auto € 7.400 aan vermogen zou

verliezen, toch de auto kopen? Wellicht wel als u van plan bent de auto zijn gehele levensduur zelf te gebruiken. Maar vanuit het oogpunt van financieel risico zou dit een zeer onverstandige beslissing zijn. Maar waarom werden forse onrendabele toppen dan toch lange tijd acceptabel geacht?

De vermogensverliezen door onrendabele toppen werden lange tijd gecompenseerd door de winsten uit woningverkoop. Omdat de woningen werden gewaardeerd tegen de bedrijfswaarde en werden verkocht tegen (de vaak veel hogere) leegwaarde, leverde dit vaak een forse vermogenswinst op. Daarnaast stonden woningcorporaties onder druk van de overheid en haar toezichthouders om te blijven investeren. Tot en met 2010 kregen woningcorporaties die 'te weinig vermogen inzetten' namelijk een 'C-oordeel' van het CFV: zij dienden kortweg meer te investeren.

### Anleiding tot het denken in rendementen: wat is er veranderd?

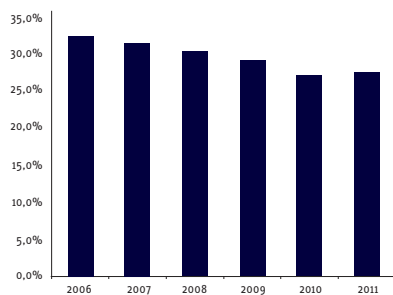
#### Daling eigen vermogen

Door te investeren met een onrendabele top neemt het eigen vermogen van woningcorporaties af. Lange tijd werden deze vermogensverliezen in meer of mindere mate gecompenseerd door het verkopen van woningen. De crisis op de woningmarkt maakt compensatie op deze manier echter lastiger. Er worden immers minder woningen verkocht tegen een lagere prijs. De forse onrendabele toppen in combinatie met tegenvallende verkoopresultaten hebben ervoor gezorgd dat de solvabiliteit van de corporaties met circa 5% is gedaald in de periode 2006 - 2011 (zie figuur 1). Hierdoor is het belang van financiële sturing toegenomen.

Het belang van financiële sturing wordt nog eens versterkt door de verhuurdersheffing. Deze heffing moet vanaf 2016 jaarlijks € 1,7 miljard opleveren voor de rijksoverheid. De heffing dient opgebracht te worden door sociale verhuurders, waarvan de overgrote meerderheid woningcorporaties zijn. Dit legt een fors beslag op de toekomstige inkomsten van de corporaties. Dit vertaalt zich in lagere kasstromen, maar via de bedrijfswaarde ook in een lager waarde en dus een lager eigen vermogen.

#### Behoeft aan transparantie

Woningcorporaties zijn de afgelopen jaren veelvuldig negatief in het nieuws geweest. Voorbeelden hiervan zijn de activiteiten van Woonbron omtrent de SS Rotterdam en de derivatenhandel van Vestia. Daarnaast is Laurentius recent veelvuldig in het nieuws geweest, omdat haar oud-bestuurder wordt verdacht van fraude. De schandalen in de sector hebben ervoor gezorgd dat de maatschappelijke druk op woningcorporaties is toegenomen. Immers, het vermogen van woningcorporaties is uiteindelijk door de overheid



**FIGUUR 1**  
Ontwikkeling solvabiliteit (op basis van bedrijfswaarde) corporatiesector (Bron: CFV: Corporatie in Perspectief, 2009; Corporatie in Perspectief, 2012)

(publiek) verschaft. De brede vraag is wat woningcorporaties nu eigenlijk aan de maatschappij toevoegen met het vermogen dat zij bij de brutering hebben verkregen. Als gevolg van deze drang naar meer verantwoording door woningcorporaties bestaat ook in toenemende mate behoefte vanuit de maatschappij om inzicht te verkrijgen in de financiële prestaties van woningcorporaties. Kortom: de diverse schandalen in de corporatiesector hebben geleid tot een discussie over het bestaansrecht en de behoefte aan transparantie met betrekking tot financiële prestaties van woningcorporaties.

### Hoe werkt sturing aan de hand van rendementen?

Woningcorporaties kunnen in feite gezien worden als vastgoedbeleggers. Immers, net als vastgoedbeleggers bezitten zij vastgoed dat zij exploiteren. In de commerciële vastgoedsector is het gebruikelijk de financiële prestaties van de beleggingsportefeuille te meten aan de hand van rendementen. Ook investeringsbeslissingen worden genomen met behulp van een raming van het rendement, waarbij wordt gekeken of het projectrendement voldoet aan de rendementseis die voor het betreffende type project is gesteld.

### “De diverse schandalen in de corporatiesector hebben geleid tot de behoefte aan transparantie met betrekking tot financiële prestaties van woningcorporaties.”

Vastgoedbeleggers stellen de rendementseis op het eigen vermogen vast aan de hand van het risico van de belegging. Zo zal in de huidige markt een belegger in woningen een lager rendement eisen dan een belegger in kantoren. De rendementseis biedt houvast bij het beoordelen van de prestaties van de beleggingen. Immers, periodiek (vaak per kwartaal of jaar) kan vastgesteld worden of de beleggingen hebben geresulteerd in het vereiste rendement. Bij het vaststellen van het behaalde rendement kan bij vastgoedbeleggingen in de basis onderscheid worden gemaakt in het rendement op het vastgoed (het portefeuillerendement) en het rendement op het eigen vermogen (beleggingsrendement). Het portefeuillerendement wordt vaak opgedeeld naar het direct portefeuillerendement en het indirecte portefeuillerendement (waardeverandering). Het directe portefeuillerendement wordt bepaald door de som van de opbrengsten en kosten die toe te rekenen zijn aan het vastgoed te delen door de waarde van het vastgoed aan het begin van de periode. Het indirecte portefeuillerendement wordt verkregen door de waardeverandering van het vastgoed, te delen door de waarde van het vastgoed aan het begin van de periode. Het beleggingsrendement is de uiteindelijke toename van het eigen vermogen. Deze wordt verkregen door het netto resultaat te delen door de waarde van het eigen vermogen aan het begin van de periode. Ten opzichte van het portefeuillerendement is hier bijvoorbeeld het effect van het vreemd vermogen (leverage) meegenomen.

Door de opbouw van het beleggingsrendement inzichtelijk te maken, kan inzicht worden verkregen in de prestaties en

effecten van de posten die leiden tot het resultaat. Een fictief voorbeeld hiervan is weergegeven in figuur 2. De opbouw van het beleggingsrendement kan op verschillende posten inzichtelijk gemaakt worden. Zo zijn de kostenposten in het voorbeeld onderverdeeld naar onderhouds-, beheer- en zakelijke lasten, maar zouden ook de personeelslasten inzichtelijk gemaakt kunnen worden.

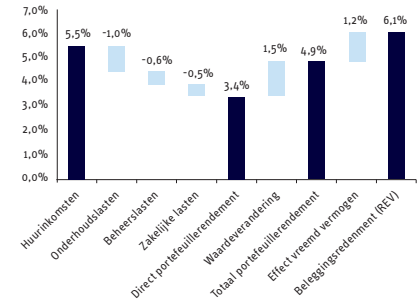
### “Het inzichtelijk maken van rendementen geeft grip op financiële prestaties en maakt deze prestaties inzichtelijk en transparant.”

Om daadwerkelijk rendementen te kunnen vergelijken met andere partijen, moeten de rendementen volgens dezelfde definities worden berekend. De meeste (commerciële) beleggers waarden hun vastgoed op marktwaarde in verhuurde staat. Dit is een alom bekende standaard waarderingsmethode en kan worden geïnterpreteerd als de waarde die een commerciële (derde) partij voor een verhuurde woning wil bieden onder de dan geldende marktomstandigheden. De marktwaarde wordt in de praktijk vastgesteld door een onafhankelijke taxateur. Om te kunnen voldoen aan de wens tot meer transparantie, moeten woningcorporaties hun rendementen dus ook uitdrukken op basis van de marktwaarde in verhuurde staat.

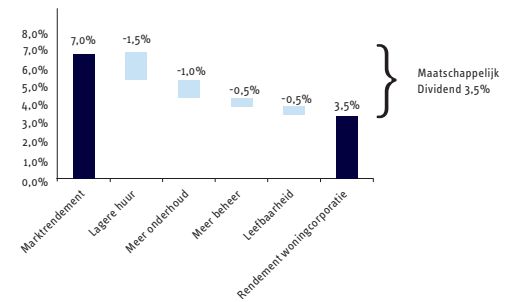
### Waarom sturing aan de hand van rendementen in de corporatiesector?

Het denken in rendementen is een antwoord op de toenemende vraag naar financiële sturing en transparantie binnen de corporatiesector. Het inzichtelijk maken van het rendement vormt namelijk een goede basis voor het beoordelen van de financiële prestaties: wordt de rendementseis behaald? En indien dit niet het geval is; waar ligt dit aan? Zijn de inkomsten minder hoog, of wordt er meer uitgegeven aan bijvoorbeeld onderhoud of het beheer van de woningen?

Ook biedt het inzichtelijk maken van rendementen ideale mogelijkheden om de financiële prestaties in perspectief te plaatsen. Zo kunnen de prestaties worden vergeleken met een benchmark, waarbij de benchmark bijvoorbeeld een gemiddelde van de corporatiesector zou kunnen zijn. In dat geval kan een corporatie haar prestaties naast de gemiddelde prestaties van de sector leggen en constateren of en waar de prestaties afwijken. Maar de prestaties zouden ook vergeleken kunnen worden met de prestaties van commerciële beleggers. Dit maakt het mogelijk het maatschappelijk dividend van een corporatie inzichtelijk te maken. Het maatschappelijk dividend kan worden gedefinieerd als de kosten ten gevolge van de sociale doelstellingen van de woningcorporatie in percentage van de waarde van het vastgoed. Figuur 3 toont een fictief voorbeeld van hoe het maatschappelijk dividend inzichtelijk gemaakt kan worden. In het voorbeeld zou het rendement op basis van marktconforme uitgangspunten 7% bedragen. Maar door niet de maximaal redelijke huurprijzen in rekening te brengen, gaat 1,5% van het rendement van de woningcorporatie verloren. Deze 1,5% komt ten goede aan de maatschappij en valt daarom onder het maatschappelijk dividend. Op deze manier kan een woningcorporatie inzichtelijk maken welk deel



**FIGUUR 2**  
Fictieve opbouw beleggingsrendement (rendement op eigen vermogen; REV)



**FIGUUR 3**  
Fictieve opbouw maatschappelijk dividend

van het rendement ten goede komt aan de maatschappij, en welk deel van het rendement ten goede komt aan haar eigen vermogen.

#### Tot slot

Het inzichtelijk maken van rendementen geeft grip op financiële prestaties en maakt deze prestaties inzichtelijk en transparant. Het biedt woningcorporaties bovendien goede houvast voor het maken van keuzes met betrekking tot het maatschappelijke dividend. Een eerste stap die gemaakt dient te worden is dat het vastgoed wordt gewaardeerd op marktwaarde in verhuurde staat. Dit is een stap die een aantal woningcorporaties reeds heeft genomen. Een andere belangrijke stap die genomen dient te worden, is het vaststellen van de rendementseisen waaraan de prestaties en investeringsbeslissingen gekoppeld worden. De rendementseis op het eigen vermogen en de mate waarin een woningcorporatie maatschappelijk dividend kan 'uitkeren', is afhankelijk van de vermogenspositie en doelstellingen van de woningcorporatie. Overigens is een groep van koplopers reeds enkele jaren geleden begonnen met het meten en benchmarken van hun prestaties aan de hand van rendementen. De resultaten worden jaarlijks gepresenteerd in de IPD corporatieindex (voorheen: Aedex). Een goed initiatief: wie volgt?

#### Bronnen

Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2009). *Corporatie in perspectief 2009*. Baarn: Centraal Fonds Volkshuisvesting.

Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2012). *Corporatie in perspectief 2012*. Baarn: Centraal Fonds Volkshuisvesting.