

ONRENDABEL INVESTEREN

maar wel financieel (te) verantwoord(en)

Steeds meer zorginstellingen beoordelen investeringsprojecten op basis van financiële kengetallen. Een bekend voorbeeld daarvan is het vergelijken van het verwachte projectrendement (IRR) met de kosten van het geïnvesteerde vermogen (de *weighted average cost of capital*: WACC). De gedachte achter deze aanpak is dat een investering minimaal de kosten van het geïnvesteerde vermogen moet terugverdienen, zodat de instelling op termijn weer voldoende middelen heeft om een nieuwe investering te doen. In de afgelopen jaren is echter gebleken dat het onder andere door sterk gestegen bouwkosten vaak niet meer haalbaar is om de vermogenskosten te dekken. Met andere woorden: we investeren 'onrendabel' en zetten daarmee – in elk geval in theorie – de bijl aan de wortel van de financiële continuïteit. En dat roept de terechte vraag op of deze projecten dan nog wel financieel verantwoord zijn. Dit artikel beschrijft een aanpak die inzicht biedt in de mate waarin op een financieel verantwoorde manier onrendabel kan worden geïnvesteerd. Daarmee wordt het investeringsproject financieel niet beter dan het was, maar kan wel op financieel goed onderbouwde wijze een go of no-go worden gegeven.

Investeren is noodzakelijk, maar geeft vaak een financieel oncomfortabel gevoel

De zorgsector staat voor grote vastgoedopgaven. Kwaliteitsverbetering, capaciteitsuitbreiding, verduurzaming: alles heeft noodzaak en prioriteit om nu en op de langere termijn goede en effectieve zorg te blijven verlenen en te voldoen aan (inter)nationale CO2-besparingsdoelstellingen. Investeren in vastgoed is in veel gevallen geen luxe 'nice to have', maar van groot strategisch belang. Dit maakt het extra vervelend als moet worden geconstateerd dat veel investeringen niet aan de gestelde financiële eisen kunnen voldoen.

De huidige praktijk van investeringsbeoordeling

In de praktijk wordt vaak gerekend met een rendementseis – vaak de bekende WACC die ook voor de bedrijfswaardeberekening wordt toegepast – die bijvoorbeeld wordt gelijkgesteld aan de WACC die in de NHC is opgenomen (4,65%). Aangezien veel investeringsprojecten rendementen opleveren van 1-3% (nieuwbouw) of zelfs tot negatieve rendementen leiden (verduurzaming van bestaande gebouwen), ontstaat een oncomfortabel gevoel bij het beoordelen van deze projecten. Vragen die aan de orde komen zijn: rekenen we wel goed? Zijn de gehanteerde financiële uitgangspunten realistisch? Kunnen we dit project ondanks het te lage rendement uitvoeren? Hoeveel van deze onrendabele projecten kunnen we financieel dragen? Gaat dit niet ten koste van de zorgexploitatie? En wat betekent

dit voor onze financiële positie en investeringscapaciteit op de langere termijn? Om met de woorden van een RvT-lid van een instelling te spreken: 'Als we steeds de uitzondering moeten goedkeuren, wat heeft die rendementseis dan nog voor zin?'.

Op concernniveau bestaat ruimte voor investeringen, onrendabel of niet

Tegenover de constatering dat de projectrendementen onvoldoende zijn, staat bij veel instellingen de constatering dat de huidige financiële positie op concernniveau ruimte biedt voor investeringen. Dat vormt – naast een technische of strategische noodzaak – vaak ook de motivatie om een onvoldoende rendabel project alsnog goed te keuren. Tenzij het een erg grootschalig project is in verhouding tot de totale balansomvang van de instelling, is de impact van een individueel project op de financiële ratio's op concernniveau in het algemeen beperkt. Een individueel project gaat bij veel middelgrote en grote instellingen op in het grotere geheel en de financiële 'pijn' op projectniveau wordt na besluitvorming eigenlijk niet meer gevoeld.

Onrendabel investeren heeft in de zorg pas op termijn impact op de solvabiliteit

Het goedkeuren van een investering met een verwacht rendement onder de WACC betekent feitelijk dat wordt geaccepteerd dat – gegeven de vermogenskosten – de 'verdien capaciteit' van het project kleiner is dan het be-

drag dat moet worden geïnvesteerd. Het verschil wordt zichtbaar gemaakt met een bedrijfswaardeberekening (met behulp van de netto contante waarde methode). Dat verschil is het verlies van eigen vermogen dat over de looptijd van de investering wordt verwacht.

Zodra een investering wordt uitgevoerd, belandt deze op de balans. Daarbij zorgt de waarderingsmethodiek 'historische kostprijs minus afschrijvingen of lagere bedrijfswaarde' ervoor dat de 'pijn' van een onrendabele investering in eerste instantie onzichtbaar blijft. De investering wordt tegen kostprijs (de investeringskosten) geactiveerd. Aangezien de investering vrijwel nooit een individuele kasstroomgenererende eenheid is voor de impairmenttoets (de impairmenttoets vindt veelal plaats op concern- of deelportefeuilleniveau), wordt het verschil tussen de investeringskosten en de lagere bedrijfswaarde veelal niet direct ten laste van het eigen vermogen gebracht. Pas gedurende de exploitatieperiode van de investering zorgen relatief hoge afschrijvingen in verhouding tot de netto-opbrengsten van de investering ervoor dat het resultaat negatief wordt beïnvloed en de solvabiliteit verslechtert.¹ Op dat moment is de investering echter al gedaan en is er feitelijk geen weg meer terug. Om een verantwoord investeringsbesluit te kunnen nemen over een onrendabel project, moet daarom de impact van verwachte vermogensverliezen over een langere termijn zichtbaar worden gemaakt.

Een integrale meerjarenraming is noodzakelijk om lange termijn effecten van onrendabel investeren zichtbaar te maken

In het afgelopen decennium leidde vooral de behoefte aan het aantrekken van vreemd vermogen tot de nood-

zaak om een meerjarenraming (voor 10-15 jaar) op te stellen. Nu de druk om onrendabel te investeren toeneemt, wordt ook het belang van de meerjarenraming voor interne financiële sturing groter. Door het verloop van de financiële kengetallen met behulp van de meerjarenraming te simuleren, ontstaat inzicht in hoe onrendabel investeringen kunnen zijn en hoe lang de instelling het onrendabel investeren kan volhouden. Aangezien het niet alleen het vastgoed is dat het verloop van de financiële kengetallen bepaalt, is het noodzakelijk om ook de zorgexploitatie in de meerjarenraming op te nemen. Zo wordt de impact van vastgoedinvesteringen op de zorgexploitatie in het toekomstbeeld meegenomen en ontstaat een integrale meerjarenraming. Indien gewenst kan het vastgoed- en zorgresultaat apart worden gepresenteerd voor interne sturingsdoeleinden.

Toekomstige investeringen meenemen vanuit een lange termijn huisvestingsplan met bijbehorende norminvesteringen

Zodra de meerjarenraming wordt geïnitieerd, dringt een belangrijke vraag zich op. Hoe kan een instelling uitgangspunten bepalen ten aanzien van de investeringen die pas op middellange en lange termijn gaan plaatsvinden? Is er überhaupt wel sprake van een lange termijn investeringsbegroting? Antwoorden op deze vragen komen voort uit het lange termijn huisvestingsplan (LTHP) en daarbij behorende 'norminvesteringen'.

Het LTHP beschrijft de strategische vastgoedplannen. Een goed LTHP bevat een concrete stip aan de horizon, wat inhoudt dat de gewenste vastgoedportefeuille is uitgedrukt in aantallen en typen vastgoed dat over een termijn van (minimaal) 10 tot 15 jaar past bij de gewenste doel-



Michiel Majoor & Corstiaan Verweij, Finance Ideas

groepen en wijze van zorgverlening. Voor elke doelgroep wordt een sjabloon van het gewenste vastgoed opgesteld, waarin naast de functionele eisen ook uitgangspunten aanzien van benodigde investeringsuitgaven en de exploitatie (zoals: NHC-vergoeding, huuropbrengsten, onderhoudskosten) zijn opgenomen. Deze sjablonen worden bijvoorbeeld bij woningcorporaties al steeds vaker toegepast (daar heten ze 'norminvesteringen') en worden gebruikt om het LTHP (bij woningcorporaties het 'portefeuilleplan') te vertalen naar een investeringsbegroting voor de komende 10-15 jaar. Deze wordt inclusief uitgangspunten over de exploitatie van de norminvesteringen opgenomen in de meerjarenraming, waarmee een compleet en integraal beeld ontstaat bij de impact van de investeringsambities op de financiële continuïteit.

Besluitvorming investeringsbegroting eerst op concernniveau

Zodra met behulp van een integrale meerjarenraming met norminvesteringen een beeld is ontstaan van de mate waarin de gewenste investeringen financieel verantwoord zijn, vindt besluitvorming over de meerjarenraming plaats. Het toetsingskader voor de meerjarenbegroting is gericht op het waarborgen van financiële continuïteit op concernniveau. Het bevat bijvoorbeeld kengetallen zoals de solvabiliteit, *loan-to-value ratio* en de DSCR, waarvoor interne grenswaarden worden vastgesteld op basis van de risicobereidheid en financiële bijsturingmaatregelen. Met het vaststellen van de meerjarenraming stellen RvB en RvT feitelijk ook de kaders voor individuele investeringsprojecten vast. Als die projecten immers allemaal binnen de in de meerjarenraming vastgestelde kaders worden uitgevoerd, mag worden verwacht dat de financiële continuïteit voldoende is gewaarborgd. En de keuze voor deze projecten komt voort uit de strategische overwegingen uit het LTHP, zodat ook mag worden gesteld dat vanuit strategisch vastgoedperspectief het inhoudelijk optimale investeringsscenario in de meerjarenraming is geland.

Het is belangrijk om te beseffen dat norminvesteringen in de huidige economische omstandigheden onrendabel kunnen zijn. Het is strikt genomen geen probleem als een norminvestering (sterk) onrendabel is, zolang de continuïteit op concernniveau voldoende gewaarborgd blijft. Wel is het uiteraard zinvol om verschillende mogelijke (norm)investeringen te vergelijken, omdat het uitvoeren van zeer onrendabele investeringen per definitie zal leiden tot een relatief kleine investeringscapaciteit op concernniveau. Met andere woorden: de instelling kan ofwel relatief weinig investeren maar wel heel onrendabel, ofwel relatief veel investeren maar dan wel (meer) rendabel. Norminvesteringen kunnen daarnaast helpen om een strategische prioritering in de verschillende typen investeringen aan te brengen.

Besluitvorming op projectniveau is primair gericht op effectieve uitvoering en marktconforme prijzen

De eerste drie prognosejaren van de meerjarenraming bevatten veelal relatief concrete projecten, waarvoor al redelijk tot goed inzicht bestaat in de verwachte investeringsuitgaven. Omdat het waarborgen van de continuïteit al plaatsvindt op concernniveau, kan de beoordeling op projectniveau focussen op het toetsen van de effectiviteit en de marktconformiteit van de investeringsuitgaven. Concreet betekent dit dat in het besluitvormingsdocument wordt beschreven:

- Welke bijdrage het project levert aan realisatie van ambities uit het LTHP;
- Hoe het project zich verhoudt tot de uitgangspunten waarmee het in de meest recente meerjarenraming is ingerekend;
- Hoe de financiële kengetallen van het project zich verhouden tot die van het relevante normproject en waarom het eventueel op onderdelen afwijkt;
- In hoeverre de verwachte investeringsuitgaven marktconform zijn (bijvoorbeeld door toetsing door een externe kostendeskundige).

De meerwaarde van financiële sturing met behulp van een integrale meerjarenraming en norminvesteringen

In de woningcorporatiesector is inmiddels enige ervaring opgebouwd met het hierboven beschreven kader voor het waarborgen van financiële continuïteit op concernniveau en het op projectniveau focussen op effectieve uitvoering en marktconformiteit. Als meerwaarde wordt genoemd dat de discussie over het waarborgen van de continuïteit niet steeds opnieuw op projectniveau wordt gevoerd. Ook wordt als positief ervaren dat het vertalen van het LTHP via norminvesteringen leidt tot veel meer inzicht in de mate waarin investeren impact heeft op de financiële continuïteit op de langere termijn. Het instrument van de integrale meerjarenraming vormt daarmee de ideale basis van voor onder andere strategische en financiële scenarioanalyse, businessplannen en financieringsaanvragen. Zoals eerder al gesteld: de onrendabele projecten worden niet direct rendabeler, maar besluitvorming wordt wel genomen vanuit een goed onderbouwde overtuiging dat de financiële continuïteit gewaarborgd blijft. ◆

¹ Hier wordt een eventueel effect op de solvabiliteit als gevolg van balansverlenging door het aantrekken van vreemd vermogen buiten beschouwing gelaten. Dit effect is wel direct zichtbaar zodra het project is opgeleverd.