

**STUREN OP RENDEMENT**  
**achtergrondrapportage**

# INHOUDSOPGAVE

2

Inleiding.....	3
<b>1. Bedrijfswaarde.....</b>	<b>5</b>
1.1 Bedrijfswaarde als grondslag .....	5
1.2 Bedrijfswaarde versus beleidswaarde.....	6
1.3 Bedrijfswaarde en jaarverslaggeving .....	6
<b>2. Berekening bedrijfswaarde .....</b>	<b>8</b>
2.1 Verbijzondering vastgoedportefeuille in exploitatie .....	8
2.2 Toerekening kasstromen .....	8
2.3 Restwaardevraagstuk.....	10
2.4 Parameters.....	10
2.5 Disconteringsfactor.....	12
<b>3. Een fictieve corporatie als voorbeeld.....</b>	<b>14</b>
3.1 Focus op maatschappelijk vastgoedbeheer .....	14
3.2 De financiële positie van de voorbeeldcorporatie .....	14
3.3 Strategisch voorraadbeleid in meerjarenperspectief.....	15
3.4 Bepaling bedrijfswaarde .....	16
<b>4. Rendementskengetallen .....</b>	<b>19</b>
4.1 Analyse bedrijfswaardeverloop in 2003.....	19
4.2 Rendement vreemd vermogen in 2003.....	20
4.3 Rendement weerstandsvermogen in 2003 .....	20
4.4 Bedrijfswaardeverloop en rendement vastgoed in prognosejaren .....	21
4.5 Ontwikkeling (rendement op) weerstandsvermogen 2004 tot en met 2008.....	22
Bijlage 1: Waardebegrippen .....	24
Bijlage 2: Begrippenkader en algemene toelichting rendement .....	27
Bijlage 3: Nadere uitwerking en berekening van rendementskengetallen.....	31

## INLEIDING

In deze achtergrondrapportage bij de rapportage 'Sturen op rendement' is de meer technische en gedetailleerde informatie opgenomen van de voor de voorbeeldcorporatie berekende rendementskengetallen. Om de vragen van het bestuur c.q. het interne toezichtorgaan over de rendementen te kunnen beantwoorden, kunnen in deze achtergrondrapportage de instrumenten daarvoor worden gevonden.

3

Startpunt is het vaststellen van de meest passende waarderingsgrondslag voor het vastgoed dat de corporatie exploiteert. In het eerste hoofdstuk wordt ingegaan op de inzichten van het waarde vraagstuk. De waardering van het vastgoed is volop in beweging. De bekende waardering van het vastgoed op basis van de historische kostprijs is niet meer alleen zaligmakend. Traditioneel wordt door woningcorporaties deze grondslag als uitgangspunt genomen. De charme van de historische kostprijs is haar eenvoud. De grondslag zijn de in het verleden betaalde bedragen. Nadeel is dat er geen relatie ligt tussen de in de toekomst te realiseren waarde en de gepresenteerde boekwaarde. Inzicht in de financiële spankracht van de corporatie is beperkt door het sterk op het verleden gerichte karakter. De waarderingsgrondslag actuele waarde is in opmars. De actuele waarde kent meerdere verschijningsvormen, waaronder de bedrijfswaarde. In het eerste hoofdstuk wordt aangegeven waarom het begrip bedrijfswaarde het meest geschikt is om de gerealiseerde én de toekomstige financiële prestaties te meten en inzichtelijk te maken bij woningcorporaties.

In het tweede hoofdstuk staat de wijze waarop de bedrijfswaarde van het vastgoed wordt berekend centraal. Aandacht wordt geschonken aan de wijze waarop kosten aan het vastgoed kunnen worden toegerekend, hoe een mogelijke restwaarde van grond aan het eind van de levensduur van de woning in de bedrijfswaardebepaling een plaats kan krijgen en hoe de parameters in de berekening zinvol kunnen worden bepaald. Daarnaast wordt stilgestaan bij de relatie tussen rendement en risico en komt de hantering van een nominale of een voor inflatie geschoonde (reële) disconteringsfactor in de bedrijfswaardeberekening aan de orde.

Aan de hand van een voorbeeldcorporatie is vervolgens uitwerking gegeven aan de berekening van de bedrijfswaarde en de rendementskengetallen. In het derde hoofdstuk worden eerst de kenmerken van de voorbeeldcorporatie aangegeven (de kenmerken van het bezit, de financiële positie en de beleidsvoornemens). Vervolgens wordt de uitwerking van de berekening van de bedrijfswaarde van de voorbeeldcorporatie weergegeven, de basis voor de berekening van de kengetallen voor het rendement. In het vierde hoofdstuk worden deze rendementskengetallen voor de voorbeeldcorporatie uitgewerkt. Stap voor stap worden de vastgoedrendementskengetallen gepresenteerd. Aan de hand van de berekende rendementskengetallen worden vervolgens de financiële prestaties van deze corporatie geanalyseerd.

In de eerste bijlage is een overzicht gegeven van in de praktijk veel gehanteerde waardebegrippen voor vastgoed. Deze waardebegrippen zijn geclusterd naar de invalshoeken: jaarverslaggeving, taxatieleer en fiscaal recht. In de tweede bijlage is de opbouw en samenhang van de rendementskengetallen uitgewerkt. In de derde bijlage zijn de formules weergegeven zoals die door het Fonds zijn toegepast voor de berekening van de rendementskengetallen.



# 1. BEDRIJFSWAARDE

## 1.1 Bedrijfswaarde als grondslag

---

De bedrijfswaarde is één van de waardebegrippen die kan worden gebruikt om de waarde van het vastgoed, bij corporaties hoofdzakelijk woningen, weer te geven. In dit hoofdstuk wordt aangegeven waarom het begrip bedrijfswaarde het meest geschikt is om de financiële prestaties bij woningcorporaties te meten. In de eerste bijlage is een overzicht gegeven van in de praktijk veel gehanteerde waardebegrippen voor vastgoed. Deze waardebegrippen zijn geclusterd naar drie invalshoeken: de jaarverslaggeving, de taxatieleer en het fiscale recht. Omdat de jaarverslaggeving in toenemende mate uitgaat van bedrijfseconomische principes en minder van traditionele, zuiver boekhoudkundige uitgangspunten, is het waardebegrip bedrijfswaarde onder het kopje jaarverslaggeving opgenomen.

Het begrip waarde is alleen in algemene zin te definiëren. De Van Dale (13e herziene druk, 1999) omschrijft waarde als “de grootte van de betekenis die iets heeft als bezit, door gehalte, als middel tot een doel, door betrekking of door een combinatie van deze of enkele van deze factoren”. Het begrip is dus niet eenduidig en hangt sterk af van de context waarbinnen het begrip wordt gebruikt. In bedrijfseconomisch verband gaat het om de waarde van sociale huurwoningen uitgedrukt in een geldbedrag. Doordat de waarde in geld wordt uitgedrukt, kunnen betrokkenen zich een goed beeld vormen van deze waarde en de ontwikkeling ervan.

De inzichten over de waarde en dus over de waardering van vastgoed zijn in beweging. De alom bekende en vertrouwde waardering op basis van historische kostprijs is niet meer alleen zaligmakend. Traditioneel wordt door woningcorporaties de historische kostprijs als uitgangspunt genomen. De charme van de historische kostprijs is haar eenvoud. De grondslag zijn de in het verleden betaalde bedragen. Nadeel is dat er geen relatie ligt tussen de in de toekomst te realiseren waarde en de boekwaarde. De boekwaarde is immers afhankelijk van het jaar waarin de uitgaven zijn gedaan (de waarde van de gulden was in 1950 anders dan in 1999) en bijvoorbeeld de wijze van afschrijven. Inzicht in de financiële spankracht is beperkt door het voorzichtige karakter van deze waarderingsgrondslag. Eigenlijk geeft deze grondslag een voorzichtige inschatting van het beschikbare vermogen. Voor inzicht in de gerealiseerde financiële prestaties schiet ze echter tekort. Eigenlijk past ze ook niet goed in de definitie die de Van Dale geeft.

De actuele waarde biedt meer aanknopingspunten. Deze waarderingsgrondslag van het vastgoed is in opmars. De actuele waarde kent verschillende verschijningsvormen. De meest toegepaste zijn de vervangingswaarde (wat kost een vergelijkbare woning op dit moment), vormen van marktwaarde (meestal toegespitst op de vraag wat verkoop op termijn oplevert) en bedrijfswaarde (wat is de toekomstige geldswaarde van de exploitatie van de woningen).

Vervangingswaarde geeft inzicht in de uitgaven die een corporatie zou hebben gedaan, uitgedrukt in de waarde van nu, niet in de toekomstig te realiseren waarde. Marktwaardes houden meestal rekening met verkopen na een bepaalde periode. Het is nuttig om inzicht te krijgen in mogelijke stille reserves bij verkoop, maar gezien de primaire taken van corporaties minder relevant. De bedrijfswaarde laat de economische waarde van het vastgoed zien, rekening houdend met de lopende huurcontracten, het huurbeleid en de met de exploitatie van vastgoed samenhangende kosten. Deze grondslag laat de financiële kracht of zwakte van de corporatie zien. De bedrijfswaarde is dan ook in de ogen van het Fonds de meest geëigende waarderingsgrondslag voor woningcorporaties.

### *Effecten van beleidsopties*

Daarnaast biedt de bedrijfswaarde de mogelijkheid om effecten van beleidsopties in kaart te brengen. Hiertoe ontstaat voor de besluitvorming een afwegingskader. Wat betekent dit nu? Het effect van verschillende beleidsmaatregelen op de waardeontwikkeling van het vastgoed en op het eigen vermogen kan in beeld worden gebracht met een vergelijkbare meetlat: de bedrijfswaarde. De uitkomsten per beleidsoptie zullen verschillen, zowel qua beleidseffecten als financieel. Dit betekent dat naast een inhoudelijke weging ook een financiële weging van beleidsopties kan plaatsvinden. Bij een waardering tegen historische kosten is dit niet mogelijk. De uitkomst van de waardering zegt immers niets over de toekomst.

Op corporatieniveau biedt deze benadering tevens een mogelijkheid om te toetsen of een geformuleerd beleidsprogramma leidt tot een weerstandsvermogen dat in overeenstemming is met een door de corporatie gewenst weerstandsvermogen op basis van bedrijfswaarde.

### 1.2 Bedrijfswaarde versus beleidswaarde

---

Bij de invulling van het begrip bedrijfswaarde kunnen twee stromingen worden onderkend: de bedrijfswaarde in de huidige staat en een vorm van waardering van de financiële beleidseffecten.

De eerste stroming richt zich op een waardering van kasstromen die direct samenhangen met de uitvoering van het vigerende beleid bij de huidige staat van de woning. Kasstromen worden hierbij doorgetrokken tot de door de corporatie ingeschatte beëindiging van de economische levensduur. Deze levensduur is over het algemeen afgeleid van de levensduur van vroegere subsidietoekenningen. In deze calculaties wordt niet geanticipeerd op een mogelijke ingreep in de toekomst. Pas nadat een plan is gerealiseerd, worden de waardegevolgen in de bedrijfswaarde verwerkt.

De tweede stroming corporaties houdt in de berekening van de bedrijfswaarde rekening met de gevolgen van beleidsvoornemens met betrekking tot de woningen die misschien op termijn (er zijn strikt genomen nog geen verplichtingen aangegaan) zullen worden geëffectueerd. Bij deze stroming is minder scherp omlind welke waarde wordt bepaald. De bedrijfswaarde van het vastgoed in exploitatie inclusief het mogelijke onrendabel of winst op toekomstige projecten (renovatie, sloop en vervangende nieuwbouw in koop en huur, nieuwbouw in koop en huur), of de bedrijfswaarde van het vastgoed in exploitatie inclusief het mogelijke onrendabel of winst op toekomstige projecten alsmede de positieve of negatieve kasstromen van andere exploitaties en de rentabiliteitswaardecorrectie. De eerste benadering zou kunnen worden aangeduid als beleidswaarde en de laatste benadering als een uitwerking van ondernemingswaarde. In deze benaderingen wordt de waarde mede beïnvloed door het onrendabel of het resultaat dat ontstaat na de beëindiging van de huidige economische levensduur van (complexen) woningen. De voorgenomen toekomstige ingrepen binnen de vastgoedportefeuille zijn hierbij een belangrijke waardebepalende factor.

Voor alle drie de benaderingen is wat te zeggen. Centrale vraag in deze is wat de gebruiker van de uitkomst van de berekening wil bereiken. Wil de gebruiker zich een oordeel vormen over de ontwikkeling van de financiële positie van de corporatie of wil hij het effect zien van de activiteiten in dat jaar, dan is de bedrijfswaarde in de huidige staat het meest voor de hand liggend.

Het hanteren van de beleidswaarde is zinvol om beleidsalternatieven te kunnen vergelijken voor de effecten op de waardeontwikkeling, maar ook om te toetsen of de door de corporatie geformuleerde eisen ten aanzien van de solvabiliteit niet (op termijn) onder druk komen te staan. Indien de corporatie ook op andere terreinen activiteiten onderneemt en daarnaast in de sfeer van de financiering met een rentabiliteitswaardecorrectie van doen heeft, zal ze ook deze elementen in beeld moeten brengen om de solvabiliteitsvraag te beantwoorden. Een combinatie van beide benaderingen kan een zinvolle bijdrage leveren aan het proces van besluitvorming en verantwoording.

In de analyse van het waardeverloop in het verslagjaar is het van essentieel belang om te weten welk waardebegrip wordt gehanteerd.

### 1.3 Bedrijfswaarde en jaarverslaggeving

---

Met ingang van het boekjaar 2004 is een nieuwe richtlijn voor de jaarverslaggeving van corporaties van kracht. In deze richtlijn is aangesloten bij de internationale ontwikkelingen in de externe verslaggeving, rekening houdend met de Nederlandse omstandigheden. Als een corporatie bij het opmaken van haar jaarrekening uitgaat van de actuele waarde als waarderingsgrondslag, past zij de bedrijfswaarde toe voor de huurwoningen die naar verwachting niet binnen een jaar worden verkocht.

Het bepalen van de bedrijfswaarde omvat de volgende stappen:

- Het schatten van de toekomstige in- en uitgaande kasstromen bij voortgezet gebruik van het vastgoed
- Het toepassen van een passende disconteringsvoet op deze toekomstige kasstromen.

De in de huidige praktijk toegepaste 'breedte' van het bedrijfswaardebegrip is in de nieuwe richtlijn sterk ingeperkt. Toekomstige kasstromen moeten voor het vastgoed worden geschat in de staat waarin het zich bevindt. Dit biedt houvast voor de externe verantwoording van de corporatie.

De kasstroomprognoses worden gebaseerd op redelijke en onderbouwde veronderstellingen die de beste schatting geven van de economische omstandigheden die van toepassing zullen zijn gedurende de resterende levensduur van het vastgoed. Hierbij dient een relatief groot gewicht te worden toegekend aan externe informatie. Daarnaast zijn kasstroomprognoses gebaseerd op de meest recente budgetten die zijn goedgekeurd door de leiding van de corporatie. Prognoses gebaseerd op deze budgetten dienen een periode te bestrijken van maximaal vijf jaar, behalve wanneer een langere periode kan worden gerechtvaardigd. Te denken valt hierbij bijvoorbeeld aan meerjarenonderhoudsprognoses.

De verslaggevingsregels schrijven voor dat kasstroomprognoses na de periode die is begrepen in de meest recente budgetten worden geschat door extrapolatie van de prognose gebaseerd op de budgetten, gebruik makend van een vast of dalend groeicijfer voor latere jaren, behalve wanneer een toenemende groei kan worden gerechtvaardigd. Deze groei dient echter niet hoger te zijn dan de gemiddelde groeivoet van het vastgoed voor de lange termijn van de sector of Nederland. Afwijkingen zijn toegestaan als een hogere groeivoet kan worden gerechtvaardigd. Dit impliceert dat de corporatie afwijkingen expliciet maakt en onderbouwt.

Nieuw in de richtlijn is de waardering van woningen die bestemd zijn voor verkoop. Deze woningen worden gewaardeerd tegen de reële waarde op balansdatum. In de richtlijn wordt aangeraden deze waarde te laten bepalen door een taxateur.

Eigenlijk betekent de invoering van de nieuwe richtlijn voor woningcorporaties in de praktijk niet zoveel voor de wijze waarop veel corporaties al sinds jaar en dag de bedrijfswaarde berekenen. Afwijkingen van wat bijvoorbeeld op langere termijn gebruikelijk is in de sector moeten nu expliciet worden gemaakt en onderbouwd. Het is de verwachting dat parallel aan de invoering van de nieuwe richtlijn door corporaties 'best practices' worden aangereikt aan de individuele corporaties.

## 2. BEREKENING BEDRIJFSWAARDE

8

Om de rendementen te kunnen beoordelen is het van belang inzicht te hebben in de criteria en rekenregels die zijn gehanteerd voor de berekening van de bedrijfswaarde. Daaraan kan op verschillende manieren invulling worden gegeven. In dit hoofdstuk passeert een aantal elementen de revue dat de omvang van de bedrijfswaarde belangrijk kan beïnvloeden.

### 2.1 Verbijzondering vastgoedportefeuille in exploitatie

---

De waardering van de vastgoedportefeuille is de optelsom van de waardering van de door de corporatie onderscheiden verhuureenheden/complexen. In de nieuwe verslaggevingsregels wordt een onderscheid gemaakt tussen vastgoed bestemd voor verhuur en vastgoed bestemd voor verkoop. De wijze van bepaling van de actuele waarde verschilt bij beide categorieën, respectievelijk de bedrijfswaarde en de reële waarde.

In de jaarlijkse gegevensopvraging onderscheidt het Fonds de portefeuille van corporaties in twee hoofdgroepen: voortgezette huurexploitatie en overige exploitatie. Deze groepen worden vervolgens verdeeld in vier deelportefeuilles. Binnen de voortgezette huurexploitatie worden huurwoningen, eenheden in verzorgingshuizen, overige woongelegenheden en overige verhuureenheden onderscheiden. Dit onderscheid hangt samen met de specifieke eigenschappen en marktrisico's van deze deelportefeuilles. Door de uitsplitsing worden tevens de mogelijkheden van vergelijking en toetsing vergroot. De deelportefeuilles zijn weer verder te verbijzonderen naar complexen. Bezit dat niet langer is gericht op voortgezette huurexploitatie wordt gesplitst in verkoop, sloop, investeringsingrepen en een restcategorie overig. Voor het Fonds is deze uitsplitsing relevant omdat de kasstromen van deze groepen een van elkaar verschillende karakteristiek hebben. Daarnaast verschillen de markt- en verhuurbaarheidsrisico's.

### 2.2 Toerekening kasstromen

---

Hiernavolgend is per relevante kasstroom uiteengezet op welke wijze een kasstroom kan worden berekend en verbonden met een relevant complex.

#### Huur en huurderiving

Het aanvangsniveau van de huur en huurderiving vloeit voort uit de gerealiseerde huur en huurderiving in het verslagjaar. De inschatting van een aanpassing van het niveau van de huurderiving kan alleen nog van invloed zijn op de doorrekening van dit aanvangsniveau met de veronderstelde stijgingen. De koppeling tussen de huurkasstroom en het object is eenduidig. De huurcontracten zijn hierbij bepalend.

#### Bijdragen

De kasstroom overheidsbijdragen voor de betreffende objecten is van contractstukken af te leiden. Voor zover de bijdragen niet zijn opgenomen in de egalisatierekening kunnen deze in de post Bijdragen worden meegenomen.

#### Overige inkomsten

De overige inkomsten hebben betrekking op de kasstroom van de verkoopopbrengsten (waarin de verkoopkosten zoals die van de makelaar en notaris zijn meegenomen). Indien een corporatie deze kasstroom in de waarde-bepaling meeneemt, zal de onderlegger voor deze kasstroom in kaart moeten worden gebracht. Dit betreft de omvang van de verkoopportefeuille, de mutatiegraad, de leegwaarde en de eventuele toe te passen kortingen. Het spreekt voor zich dat als de kasstroom voor verkoop wordt meegenomen, hiermee bij de bepaling van de andere kasstromen rekening moet worden gehouden (zoals een teruglopende huurkasstroom). In de portefeuille voortgezette huurexploitatie is deze post niet aan de orde.

#### Onderhoudsuitgaven

Dit betreft de kasstroom die samenhangt met dagelijks onderhoud, contractenonderhoud en het planmatig onderhoud. Gezien de karakteristiek van het planmatig onderhoud behoeven deze uitgaven niet te worden op-

gevat als één kasstroom. Het is goed denkbaar dat samenhangend met de binnen de corporatie gebruikelijke onderhoudscyclus de uitgaven een fluctuerend verloop vertonen. De geraamde uitgaven zullen over het algemeen zijn gebaseerd op een meerjarenonderhoudsbegroting. Indien de restant levensduur van een complex langer is dan de periode van de meerjarenonderhoudsbegroting kan de corporatie voor de resterende periode een raming aanhouden die overeenkomt met naar redelijkheid te verwachten onderhoudsuitgaven in relatie tot de kwaliteit en de marktpositie van het object/complex. Hierbij kan tevens rekening worden gehouden met het effect van een eventuele afbouw van de onderhoudsinspanning in samenhang met de aflopende exploitatieperiode. Alhoewel de uitgaven die samenhangen met voorbereiding en toezicht van het onderhoud onder deze rubriek kunnen worden meegenomen, verdient het de voorkeur deze uitgaven onder overige exploitatie-uitgaven op te nemen.

#### Overige exploitatie-uitgaven

De overige exploitatie-uitgaven betreffen zowel de personeelskosten als de overige bedrijfslasten, voor zover deze betrekking hebben op de exploitatie van het vastgoed. Het gaat derhalve over de beheerkosten (personeel en algemene organisatiekosten) en de zakelijke lasten. Bij de toerekening naar verhuureenheden/complexen spelen drie vragen een rol:

- Gaat het om uitgaven die samenhangen met de exploitatie van sociaal vastgoed?
- Op welke wijze worden uitgaven aan verhuureenheden/complexen toegerekend?
- Op welke wijze wordt, afgezien van effecten van prijsinflatie, omgegaan met een verwachte ontwikkeling van de variabele lasten?

#### *Samenhang sociaal vastgoed*

Naast de vastgoedexploitatie zijn de meeste andere voorkomende exploitaties bij corporaties: de servicekosten-exploitatie, de exploitatie samenhangend met huursubsidie, de woningzoekenden en de verhuur, het beheren voor verenigingen van eigenaren (VVE) en de projectenexploitatie. Op basis van een toerekening naar de meest relevante kostendragers kan per activiteit een opstelling van uitgaven en inkomsten worden gemaakt. Uiteraard zal hierbij ook de doorberekening van de overheadkosten moeten worden betrokken.

Een vraag die zich voordoet is hoe met maatschappelijke uitgaven wordt omgegaan (bijvoorbeeld de uitgaven voor leefbaarheid), die niet strikt noodzakelijk zijn voor de exploitatie van het vastgoed. Leefbaarheiduitgaven zijn in het algemeen gericht op de ontwikkeling en verbetering van buurten. Verondersteld mag worden dat deze uitgaven enig effect kunnen hebben in termen van bijvoorbeeld betere verhuurbaarheid, minder vandalisme en een verbetering van de marktpositie. Op grond hiervan kan worden verondersteld dat de uitgaven voor leefbaarheid (in een bepaalde mate) kunnen worden verdisconteerd in de bedrijfswaardeberekening.

#### *Toerekening*

De toerekening van overige exploitatie-uitgaven aan specifieke complexen is de volgende stap die moet worden genomen. Een deel van de overige exploitatie-uitgaven is rechtstreeks toerekenbaar. Voorbeeld hiervan zijn de zakelijke lasten en de kosten van huismeesters, voor zover deze niet via de servicekosten aan huurders worden doorberekend. Wat resteert zijn de kosten voor verhuur en beheer (financieel, administratief en technisch) en de doorberekening van overheadkosten (bestuur, staf, beleid en automatisering). Hierbij dienen verdeelsleutels te worden vastgesteld die een samenhang hebben met de intensiteit van de benodigde inzet per complex. De mutatiegraad, het aantal aanbiedingen, de beheerinzet, de onderhoudsomzet en het aantal verhuureenheden kunnen als bouwstenen fungeren bij de ontwikkeling van een zo geobjectiveerd mogelijke kostenverdeelsleutel. Het doel is om kasstromen zo goed mogelijk te verbinden met relevante objecten. De mutaties in de voorraad (verkoop, sloop, nieuwbouw en aankoop) maken het noodzakelijk dat deze grondslag periodiek wordt herijkt. Voordeel van een dergelijke benadering is dat er een relatie wordt gelegd tussen instrumenten voor interne financiële sturing van de werkorganisatie en de effecten op de bedrijfswaarde van individuele complexen.

Wat betreft de uitgaven die betrekking hebben op andere exploitaties is het in principe voor de waardering van het vastgoed in exploitatie niet van belang of deze uitgaven gedekt kunnen worden binnen deze exploitaties. Eventuele tekorten die een corporatie leidt bij het beheer van VVE's of bij de ontwikkeling van projecten zijn van belang bij de beoordeling van de financiële positie van de corporatie, maar zijn geen onderdeel van de bedrijfswaarde van de woningen.

### *Ontwikkeling variabele lasten*

Nadat vorengenoemde stappen zijn doorlopen, is ten behoeve van het verantwoordingsjaar of het eerste begrotingsjaar de kasstroom aan overige exploitatie-uitgaven vastgesteld. Voor de prognosejaren moet vervolgens, met betrekking tot de ontwikkeling van de variabele lasten, antwoord worden gegeven op de vraag in welke mate rekening moet worden gehouden met het volumebeleid. Aanpassing van het kostenniveau kan samenhangen met bijvoorbeeld beleidsintensiveringen, beleidsextensiveringen, bezuinigingen en efficiency-operaties. Als deze effecten onderdeel zijn van bijvoorbeeld het organisatiebeleid, zullen ze in de toerekening moeten worden meegenomen. De effecten die samenhangen met de toekomstige omvang van de vastgoedportefeuille kunnen een doorwerking hebben op een eventuele verandering van de gehanteerde verdeelsleutels. Het is niet vanzelfsprekend dat de kostenstructuur van de corporatie op dit onderdeel automatisch meebeweegt met de omvang van de portefeuille. Vanuit de toezichtpraktijk kan worden geconstateerd dat met name bij corporaties die te maken hebben met een sterke terugloop van het aantal verhuureenheden (bijvoorbeeld een uitgebreid verkoopprogramma) de daling van de overige exploitatie-uitgaven over het algemeen niet navenant verloopt. Dit trekt een zware wissel op de omvang van de bedrijfswaarde.

### Overige uitgaven

Tenslotte kan in de bedrijfswaarde rekening worden gehouden met uitgaven en opbrengsten als gevolg van investeringsingrepen. Het betreft hier uitgaven die leiden tot een andere marktpositionering of tot een verlenging van de economische levensduur.

## **2.3 Restwaardevraagstuk**

---

De restwaarde, zoals deze in het kader van de berekening van de bedrijfswaarde wordt gehanteerd, heeft betrekking op de waarde na de beëindiging van de geraamde economische levensduur, exclusief de effecten van een eventuele bestemmingsverandering. De waarde gedurende de geraamde economische levensduur wordt in kaart gebracht door de kasstromen. Waarde-effecten vanwege verkoop worden afzonderlijk in beeld gebracht. De restwaarde na beëindiging van de economische levensduur kan, afhankelijk van het bedrijfswaardebegrip dat wordt gehanteerd, betrekking hebben op de grondwaarde. Bij het hanteren van het begrip bedrijfswaarde, zoals door het Fonds wordt toegepast, wordt geen rekening gehouden met bestemmingsverandering. Bij het hanteren van het begrip beleidswaarde wordt wel rekening gehouden met een mogelijke bestemmingsverandering, al dan niet inclusief opstalwaarde. De restwaarde van de grond is een bijzondere component. Binnen het kader zoals hiervoor omschreven heeft het betrekking op (virtuele) kasstromen na de beëindiging van de economische levensduur. Daarbij gaat het enerzijds om de grondwaarde die kan worden ingebracht in een nieuwe exploitatie, anderzijds om uitgaven die moeten worden gedaan om deze grondwaarde te kunnen realiseren (sloop, uitplaatsingskosten en kosten voor bouwrijp maken). Afhankelijk van het gekozen waardebegrip kan het resultaat op de opstal hieraan worden toegevoegd. Vervolgens moeten deze componenten, rekening houdend met de tijdsperiode waarin deze activiteiten plaatsvinden, contant worden gemaakt.

Het Fonds sluit voor het bepalen van de restwaarde van de sociale huurwoningen bij het einde van de economische levensduur aan bij de uitgangspunten voor de jaarverslaggeving en gaat derhalve niet uit van de beleidswaarde. Deze benadering kan afwijken van de uitgangspunten die de financiers en borgstellers van leningen hanteren voor het bepalen van het maximaal te lenen c.q. te borgen bedrag.

## **2.4 Parameters**

---

De parameters van de volgende onderdelen zijn voor de waardering van het vastgoed van belang:

- Huurontwikkeling
- Mutatiegraad
- Huurderving
- Leegwaardeontwikkeling
- Verkooppercentages aan huidige huurders
- Lastenontwikkeling (onderhoud, beheerkosten en zakelijke lasten)
- Levensduur.

### Huurontwikkeling

Op basis van het huurbeleid en de marktpositie van het bezit kan een corporatie voor een verhuureenheid/complex de huurontwikkeling in de exploitatieperiode bepalen. Het Fonds hanteert voor de ontwikkeling van de huurkastroom de lijn dat voor de eerste vijf jaar per verhuureenheid/complex specifieke percentages worden bepaald, maar dat voor de periode daarna de parameters worden gehanteerd die het Waarborgfonds Sociale Woningbouw voorschrijft. Deze lijn kan als een zinvolle invulling van de Richtlijn voor de Jaarverslaggeving worden gezien. In de percentages voor de eerste vijf jaar kan rekening worden gehouden met zowel de voornemens ten aanzien van de jaarlijkse huurverhoging per 1 juli alsook de mogelijke effecten van de huurharmonisatie.

### Mutatiegraad

Hiertoe is een inschatting van de mutatiegraad van groot belang. De corporatie kan voor de waardebepaling natuurlijk ook voor de periode na het vijfde jaar specifieke stijgingsfactoren blijven hanteren. Deze dienen dan wel, op basis van het voorgenomen beleid, adequaat te zijn gemotiveerd.

### Huurderving

Voor de huurderving geldt eenzelfde benadering als voor de mutatiegraad.

### Leegwaardeontwikkeling

Indien een deelportefeuille voor verkoop wordt onderscheiden, zullen voor de leegwaardeontwikkeling parameters moeten worden gekozen. Rekening houdend met de marktpositie van het betreffende bezit kan een specifiek stijgingspercentage worden gekozen. Dit stijgingspercentage zal jaarlijks moeten worden getoetst aan de marktpositie. Na de vijfjaarsperiode ligt het voor de hand dat er een generiek percentage wordt gebruikt, dat mede is gebaseerd op de macro-economische inschatting van de inflatie.

### Verkooppercentages aan huidige huurders

Voor de berekening van de uitpondwaarde is een belangrijk onderdeel de inschatting welk deel van de huidige huurders hun eigen woning wil en kan kopen. Dit speelt met name bij complexen waar de start van de verkoop wordt voorzien in het eerstvolgende jaar. Corporaties zullen op basis van gericht onderzoek bij de bestaande huurders inschattingen per complex moeten maken. De inkomenssituatie van de huurders, de huidige huurprijs in relatie tot de leegwaarde en het beleid van corporaties ten aanzien van kortingen spelen hierbij een belangrijke rol.

### Lastenontwikkeling

De geraamde lastenstijging kan afzonderlijk in beeld worden gebracht voor onderhoud, de beheerkosten en de zakelijke lasten. Voor de eerste vijf jaar kunnen deze percentages specifiek worden bepaald op basis van de goedgekeurde meerjarenbegroting. Voor de periode daarna ligt het voor de hand een generiek percentage, gebaseerd op exogene macro-economische ontwikkelingen te hanteren.

De ontwikkeling van de onderhoudskosten zal met name samenhangen met een inschatting van de prijsontwikkeling in de markt voor dagelijks, contracten- en planmatig onderhoud. Het percentage is een inschatting van de exogene marktontwikkeling.

De beheerkosten kennen een belangrijke endogene component. Beleidsintensiveringen of -extensiveringen, de autonome lastenontwikkeling (rekening houdend met de ontwikkeling van de portefeuille) moeten meegenomen worden bij de inschatting van het percentage waarmee de beheerkosten jaarlijks zullen stijgen. De ontwikkeling van de zakelijke lasten is voornamelijk weer afhankelijk van exogene factoren.

### Levensduur

Bij de bepaling van de bedrijfswaarde is de te hanteren levensduur van zeer groot belang op de uitkomst van de bedrijfswaarde. Rekening houdend met het beleid en de marktmogelijkheden (inclusief maatschappelijke aanvaardbaarheid) dient per portefeuilledeel een inschatting te worden gemaakt van de levensduur. Het Fonds kiest in dit verband welbewust voor een koppeling tussen levensduur en exploitatiekasstromen en sluit hierbij aan bij de actuele Richtlijn voor de Jaarverslaggeving. De levensduur kan in dit verband niet los worden gezien van de voor het betreffende complex gehanteerde kasstromen.

De levensduur zegt in dit verband niet meer maar ook niet minder dan dat wordt verondersteld dat gedurende deze periode het mogelijk is de geraamde kasstromen ook daadwerkelijk te realiseren. Levensduur is in dit verband dus geen uitdrukking van de verwachtingen ten aanzien van de fysieke levensduur van complexen. Exclusief het effect van investeringen kan, als gevolg van markt- en/of beleidsveranderingen, de relatie tussen levensduur en kasstromen als volgt worden gezien. Indien de vraag naar bepaalde woningen terugloopt kan dit tot gevolg hebben dat het moeilijker zal worden om, gegeven de kwaliteit van de woning, de veronderstelde kasstromen te realiseren. Bij een gelijkblijvende levensduur kan de huurkasstroom achterblijven en/of de uitgaven (onderhoud en beheer) toenemen. Een andere uitkomst kan zijn dat de economische levensduur korter wordt. Dit speelt bijvoorbeeld bij sloopbeslissingen van galerijflats. In theorie kan bij een omgekeerde marktontwikkeling zich het tegenovergestelde voordoen. Op dit moment speelt dat in herstructureringswijken. De krapte op veel woningmarkten maakt ook minder gewilde woningen verhuurbaar.

De levensduur kan als gevolg van investeringsingrepen toenemen. Door investeringen kan het exploitatieperspectief en de marktpositionering verschuiven. Aangezien corporaties niet het financieel rendement op vastgoed maximaliseren, hoeft een investering in een woning niet tot een navenante waardestijging te leiden. Een belangrijke conclusie is dat de levensduur niet als afzonderlijke grootheid kan worden beoordeeld. Alleen in samenhang met de kasstromen of de gehanteerde waarde kunnen zinvolle uitspraken over de levensduur worden gedaan. Een voorbeeld ter verduidelijking. Indien vergelijkbare complexen in eenzelfde markt een zeer verschillende levensduur hebben gekregen, maar ook een zeer verschillende waarde hebben, terwijl de huurniveaus wel vergelijkbaar zijn, roept de waardering van (één van) beide complexen vragen op. Afgezien van beleidsverschillen - corporaties zijn niet gedreven door alleen rendement maar door een combinatie van rendement en maatschappelijke inzet - duidt dit op verschillende inschattingen hoe lang een bepaalde kasstroom kan worden gerealiseerd zonder dat er extra lasten ontstaan die het effect van verlenging teniet doen.

De levensduur bij een uitpondportefeuille heeft nadrukkelijk een ander karakter. Ten eerste sluit levensduur in dit geval wel aan bij het fysiek in bezit hebben van woningen. Ten tweede moet bij de bepaling van de levensduur rekening worden gehouden met de terugloop van het aantal eenheden in een complex vanwege verkoop. Doordat de levensduur betrekking heeft op het aantal eenheden dat op het moment van waardering in het complex aanwezig is, wordt de resterende levensduur op basis van weging bepaald.

## 2.5 Disconteringsfactor

---

### Rendement en risico

De hoogte van de bedrijfswaarde wordt sterk beïnvloed door de hoogte van de disconteringsfactor, waarmee de toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt. De overwegingen voor een keuze voor een bepaalde hoogte zijn dus belangrijk. Wat is nu een disconteringsfactor. Onder een disconteringsfactor dient eigenlijk de rendementeis te worden verstaan die de verschaffers van het vermogen van een onderneming stellen. In theorie betekent dit een risicovrij basisrendement met een specifieke opslag voor de onderneming. De hoogte van het risicovrije basisrendement wordt in de praktijk vaak ontleend aan het rendement op staatsobligaties. De specifieke opslag is onder andere afhankelijk van de branche waarin de onderneming werkzaam is. In deze benadering is het perspectief van de aandeelhouder gekozen. In de praktijk wordt ook nogal eens rekening gehouden met de specifieke vermogensstructuur van de onderneming. Dit betekent dat ook de kosten van de aangetrokken leningen in de disconteringsfactor worden meegenomen.

De corporatie is een private organisatie met een publieke taak. De aard van het vastgoed van woningcorporaties is bijzonder. Corporaties hebben de taak om de woningen te verhuren aan mensen die om uiteenlopende redenen moeilijker in hun huisvesting kunnen voorzien. Om de uitvoering van deze publieke taak te faciliteren hebben woningcorporaties het predikaat 'Toegelaten Instelling volkshuisvesting'. Aan de ene kant betekent dit een aantal extra, in Woningwet en BBSH verankerde spelregels voor corporaties, aan de andere kant betekent dit dat corporaties gebruik kunnen maken van enkele fiscale faciliteiten en van de borgstellingsfaciliteiten van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) bij het aantrekken van geldleningen op de kapitaalmarkt. Het WSW maakt het mogelijk geld te lenen met een rentevoet die enige basispunten boven die van staatsleningen

ligt. Als een corporatie in financiële problemen komt, kan zij een beroep doen op saneringsteun van het Centraal Fonds. Er zijn geen aandeelhouders en het vermogen van de corporatie moet worden aangewend in het belang van de volkshuisvesting.

Vanwege de borging door het WSW kunnen corporaties tegen slechts een zeer beperkte opslag ten opzichte van de rente op staatsleningen, leningen aantrekken. Daarnaast kunnen ze uitgaande van een waardering tegen bedrijfswaarde circa 95% van de gedane investeringen met vreemd geld financieren mits de bedrijfswaarde gelijk aan of hoger is dan de investering. Al sinds enige jaren is de discontovoet door het WSW vastgesteld op 6,5%. Jaarlijks wordt beoordeeld of aanpassing noodzakelijk is en vindt in het kader van de naadloze aansluiting daarover overleg plaats tussen beide fondsen.

Het bovenstaande laat onverlet dat corporaties de vrijheid hebben om de bedrijfswaarde van het vastgoed te bepalen op basis van een door henzelf bepaalde disconteringsvoet. Voor interne vergelijkingen met bijvoorbeeld vastgoedwaarderingen in de specifieke woningmarkt is dit uitermate nuttig. Het merendeel van de corporaties volgt ten aanzien van dit aspect de sectorinstituten. Bij de opbouw van rendementskengetallen en de analyse van het waardeverloop in een verslagjaar kan een afwijkende benadering van discontering tot gevolg hebben dat er nog een dimensie bijkomt in de verklaring van een verloop. Een verandering in discontering zal als afzonderlijke oorzaak mee moeten worden genomen in de verklaring van het waardeverloop.

#### Disconteringsfactor: reëel of nominaal

In de afleiding van de disconteringsfactor is naar voren gekomen dat de sector deze voornamelijk baseert op de inschatting van de prijs van vreemd geld, de rentevoet. In deze rentevoet is een opslag voor de verwachte inflatie begrepen. Wanneer historische reeksen worden bezien, valt op dat er een sterke correlatie is tussen het renteniveau van de staatsleningen en de inflatie. Kennelijk zijn de verschaffers van vreemd vermogen in staat, indien over een langere periode wordt gekeken, een vergoeding op het geld te verkrijgen die gecorrigeerd voor inflatie relatief stabiel is.

Is het wenselijk om de inflatiecomponent zowel uit de disconteringsfactor als uit de kasstromen te elimineren? De berekening wordt dan immers transparanter. Echter het gegeven dat kasstromen met name in de eerste vijf jaren een ontwikkeling kunnen doormaken die afwijkt van de inflatie (huurprijswetgeving) roept als nadeel op dat de herkenbaarheid verdwijnt. Immers corporaties zijn gewoon in hun meerjarenbegroting ook een verwachting weer te geven in hoeverre de verschillende opbrengsten en lasten de inflatie volgen. De verbinding tussen deze kasstromen en de kasstromen die de grondslag vormen voor de bedrijfswaardebepaling zou minder eenvoudig kunnen worden gelegd. Juist nu het belang van het verantwoorden van het (niet) aansluiten van de kasstromen in de meerjarenprognose en de bedrijfswaarde toeneemt. Voor de prognose van de ontwikkeling van het eigen vermogen van de corporatie moet wel een schatting worden gemaakt van de inflatie. De aflossingen en de feitelijke rentebetalingen van leningen zijn namelijk vastgelegd in nominale en niet in reële bedragen. Dit laatste pleit voor een toepassen van een nominale disconteringsfactor.

Om de begrijpelijkheid, ook voor vergelijking door de corporatie over de jaren heen, van zowel de meerjarenprognoses als de ontwikkeling van de bedrijfswaarde van het vastgoed te verbeteren, heeft het de voorkeur van het Fonds in de bedrijfswaardeberekening een nominale disconteringsfactor te hanteren.

### 3. EEN FICTIEVE CORPORATIE ALS VOORBEELD

14

Ter illustratie van de wijze waarop de bedrijfswaarde en rendementskengetallen worden gebruikt, wordt in dit hoofdstuk een fictieve corporatie geschetst. De jaarrekening van deze corporatie is voor het management en de commissarissen uitgangspunt om de financiële positie te beoordelen. De waardering van de huurwoningen vindt plaats tegen historische kostprijs. De corporatie gaat een periode van forse investeringen en verkopen tegemoet. De corporatie wil inzicht krijgen in de effecten van met name het voorgenomen voorraadbeleid op de financiële positie. Ook wil de corporatie jaarlijks zien of de acties van de corporatie leiden tot de gewenste financiële effecten. Zij gebruikt het palet van rendementskengetallen om de financiële effecten van de acties op de waardeontwikkeling van zowel het vastgoed als het vermogen in beeld te krijgen.

Aan de hand van de beleidsuitgangspunten, de financiële positie en het strategisch voorraadbeleid worden in dit hoofdstuk de bedrijfswaarde en de financiële positie van de corporatie berekend. In hoofdstuk 4 wordt de ontwikkeling van het resultaat uitgesplitst in en geanalyseerd met behulp van het palet aan rendementskengetallen. De kenmerken van de corporatie zijn zo gekozen dat de in het voorgaande hoofdstuk geschetste mogelijkheden ten aanzien van de te hanteren benadering van de bedrijfswaarde aan de hand van cijfervoorbeelden inzichtelijk kan worden gemaakt. Enige gelijkenis met een bestaande corporatie is toeval en heeft geen betekenis.

#### 3.1 Focus op maatschappelijk vastgoedbeheer

---

De voorbeeldcorporatie is een middelgrote corporatie met 11.000 woningen. Het grootste deel van haar woningportefeuille ligt in een middelgrote stad en in beperkte mate in de omliggende dorpen. Iets meer dan de helft van het bezit bestaat uit meergezinswoningen die voor 1970 zijn gebouwd. Ruim 60% van de meergezinswoningen heeft geen lift. De corporatie richt zich met belangrijke delen van haar woningen op specifieke doelgroepen zoals senioren en jongeren. Een aanzienlijk gedeelte van haar bezit is gelegen in herstructureringswijken. Tot 2012 worden naar verwachting circa 1.400 woningen gesloopt of ingrijpend verbeterd. Inmiddels zijn de herstructureringsplannen voor een wijk door de gemeenteraad goedgekeurd. In deze wijk worden ruim 500 woningen gesloopt. Bij de herontwikkeling van de slooplocaties in deze wijk wordt uitgegaan van 70% koop en 30% huur. In de periode 2004 tot en met 2008 worden 600 huurwoningen en 500 koopwoningen gerealiseerd. In dezelfde periode is de verkoop geraamd van 440 woningen uit de bestaande portefeuille huurwoningen.

Uit de diverse indicatoren blijkt een beeld van een relatief lichte spanning op de woningmarkt. Alhoewel er vanuit de woningvraag en de ontwikkelingen in de markt voor koopwoningen weinig aanleiding lijkt om zich zorgen te maken over de verhuur van woningen, wijzen de beperkte waardeontwikkeling, de leegstandsontwikkeling én het aandeel van woningen in wijken met marktproblemen toch op potentiële problemen.

Uitgesplitst naar de diverse segmenten is in deze stad en in de ommelanden sprake van een tekort aan goedkope huurwoningen en aan woningen in het centrum van de stad en de landelijke woonmilieus. Overschotten zijn met name te vinden in de kleinere woningen en de woningen gesitueerd in de wijken buiten het centrum van de stad.

Voor de stad en de ommelanden worden de inspanningen op het vlak van vernieuwing en herstructurering van het corporatievastgoed door de overheid als gemiddeld beschouwd. Er is geen sprake van prioriteitswijken. De prognose van de corporatie met betrekking tot het aantal te herstructureren woningen is veel hoger dan de verwachte inspanning. Gestreefd wordt naar een kwaliteitsimpuls in met name de naoorlogse wijken.

De huurniveaus per woning en het aantal punten volgens het woningwaarderingssysteem, respectievelijk 65% van de maximaal redelijke huurprijs en 120 punten, wijken nauwelijks af van het regionale gemiddelde.

#### 3.2 De financiële positie van de voorbeeldcorporatie

---

Voor de waardering van het vastgoed werd tot op heden de historische kostprijs als uitgangspunt genomen. In het verleden is conservatief omgegaan met het activeren van na-investeringen. Deze zijn meestal als onderhoudspost verantwoord. De corporatie heeft in het verleden gestreefd naar balansverkorting. Dit betekent dat overtollige middelen primair zijn aangewend voor de financiering van de bedrijfsactiviteiten. De corporatie egaliseert de jaarlijkse onderhoudslasten met een onderhoudsvoorziening. Over de afgelopen jaren groeit de onderhoudsvoorziening. Rekening houdend met het meerjarenonderhoudsbeleid heeft de onderhoudsvoorziening voor een groot deel een vast karakter.

De vereenvoudigde balans (na winstbestemming) ultimo 2003 is als volgt (x € 1.000,-):

Huurwoningen	313.000	Eigen vermogen	53.000
Woningen in ontwikkeling	16.000	Voorziening onderhoud	8.000
Overig vastgoed	8.000	Langlopende leningen	284.000
Werkkapitaal	8.000		
<b>Totaal</b>	<b>345.000</b>		<b>345.000</b>

De verkorte Winst- en Verliesrekening over 2003 is als volgt (x € 1.000,-):

	Realisatie 2003	Begroot 2003
Huren	43.500	44.000
Vergoedingen	5.000	5.000
<b>Som van de opbrengsten</b>	<b>48.500</b>	<b>49.000</b>
Afschrijvingen	9.000	9.000
Personele lasten	5.500	5.000
Onderhoudslasten	10.300	10.500
Overige lasten	10.700	10.000
<b>Som van de lasten</b>	<b>35.500</b>	<b>34.500</b>
Rentelasten	17.000	17.500
<b>Saldo</b>	<b>-4.000</b>	<b>-3.000</b>
Verkoop	2.700	2.900
Onrendabel	-100	-500
Overige baten	900	400
<b>Jaarresultaat</b>	<b>-500</b>	<b>-200</b>

Bovenstaande cijfers tonen een corporatie die bij waardering tegen historische kostprijs een voor de sector goede solvabiliteit heeft (15,3%). Het rendement over het zichtbaar eigen vermogen is erg laag. Na aftrek van de verschuldigde rente aan de verschaffers van het vreemd vermogen, blijft er bijna niets over.

De ambities van de corporatie zijn groot. Het management en de commissarissen willen weten wat de waarde is van de huurwoningen. De organisatie krijgt het verzoek de financiële positie in beeld te brengen bij waardering van het vastgoed tegen bedrijfswaarde. Nadrukkelijk wordt aangegeven dat de financiële effecten van reeds geformaliseerde en gecommuniceerde besluiten met betrekking tot herstructurering en nieuwbouw mee moeten worden genomen.

### 3.3 Strategisch voorraadbeleid in meerjarenperspectief

De corporatie zet stevig in op de vernieuwing van haar portefeuille via sloop, verbetering en nieuwbouw. Dit beleid wordt ondersteund door het huurprijsbeleid en het verkoopbeleid. Het verkoop- en sloopbeleid is grotendeels al met de buitenwereld (huurders en gemeente) gecommuniceerd en ten dele intern geformaliseerd. In de uitvoering wordt gehandeld conform het gecommuniceerde en vastgestelde beleid.

Als een te verkopen woning vrijkomt, kan deze direct en zonder beletselen ter verkoop op de markt worden gebracht. Voor de te slopen woningen houdt dit in dat het huur-, onderhouds- en verhuurbeleid is gericht op de geplande sloop van de woningen. Ook dit beleid is vastgesteld en extern gecommuniceerd. In de uitvoering wordt er al naar gehandeld. Bijvoorbeeld door het sluiten van tijdelijke huurcontracten en het uitvoeren van een aangepast onderhoudsbeleid (planmatig onderhoud wordt voor deze woningen tot het noodzakelijke minimum beperkt).

Het nieuwbouwprogramma en de voorgenomen renovatie van delen van de woningportefeuille zijn nog niet volledig vastgelegd. Gedeeltelijk is het al 'hard gemaakt' maar grotendeels is het een intentie van de corporatie. Het is wel het voornemen om in de gestelde planningsperiode (2004 tot en met 2008) de bedoelde programma's vast te stellen en uit te gaan voeren.

Het programma ziet er samengevat als volgt uit:

- 600 nieuw te bouwen huurwoningen in de periode 2004 tot en met 2008 (waaronder 160 onzelfstandige wooneenheden). De verwachte investering is € 80 miljoen, waarvan € 11 miljoen onrendabel
- een investering van € 70 miljoen in de verbetering van bestaande huurwoningen
- een omzet uit verkoop van 440 huurwoningen van € 45 miljoen. De geraamde winst tegen historische kostprijs is € 25 miljoen
- een geraamde opbrengst uit de ontwikkeling van 500 koopwoningen van € 7 miljoen
- een waardeverandering van € 12 miljoen als gevolg van de voorgenomen sloop van 900 woningen.

Samenhangend met de woningverbetering wordt een huurprijsbeleid nagestreefd waarbij de verbetering van de woontechnische kwaliteit via een extra huurverhoging moet worden terugverdiend. Het beleid is er op gericht dat de huren stijgen naar gemiddeld circa 70% van de maximaal redelijke huurprijs. Het verkoopprogramma is de financiële kurk waarop het gehele programma drijft. Het is onzeker of de verwachte mutatiegraad en de veronderstelde verkoopprijzen zullen worden gerealiseerd.

### 3.4 Bepaling bedrijfswaarde

Het bestuur en de commissarissen van de voorbeeldcorporatie willen een beter inzicht krijgen in de financiële positie van de corporatie. De werkorganisatie is gevraagd om de bedrijfswaarde van de huurwoningen te bepalen. Het strategisch voorraadbeleid en de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving zijn het kader waarbinnen de bedrijfswaarde dient te worden bepaald.

In de voorgaande twee hoofdstukken is ingekaderd wat onder het waardebegrip bedrijfswaarde wordt verstaan en is aangegeven hoe de bedrijfswaarde in de corporatiepraktijk kan worden bepaald. Deze hoofdstukken bieden een leidraad, maar zijn niet voorschrijvend. Met de invoering van de vernieuwde Richtlijn voor Toegelaten Instellingen volkshuisvesting (RJ 645) voor het boekjaar 2004 heeft het Fonds een overleg gestart met diverse betrokkenen bij de sector en de controleurs van de jaarrekeningen (vertegenwoordigers van de accountantsorganisaties) om te komen tot een 'best practice' voor de bepaling van de bedrijfswaarde van de huurwoningen. Specifieke aandachtspunten in dit overleg zijn onder meer de financiële vertaling van een mogelijke restwaarde van het corporatiebezit, uitgangspunten en criteria voor de waardering van te verkopen woningen en de waardering van de verschillende onderdelen van de vastgoedportefeuille van de corporatie (zoals verzorgingshuizen en overig corporatiebezit).

Startpunt voor de bedrijfswaardeberekening is het schatten van de toekomstige in- en uitgaande kasstromen bij voortgezette exploitatie en/of eventuele verkoop en het toepassen van een binnen de sector gebruikelijke disconteringsfactor op deze toekomstige kasstromen. De voorbeeldcorporatie baseert de kasstromen op de financiële vertaling van het strategisch voorraadbeleid en het huurbeleid, voorzover intern vastgesteld en extern gecommuniceerd. Het sloop- en verkoopbeleid zijn daarom onderdeel van de bedrijfswaardebepaling. Het woningverbeteringsprogramma is geen onderdeel van de bedrijfswaardebepaling, omdat dit beleid nog niet is

vastgesteld. In plaats hiervan is een schatting gemaakt van de onderhoudsuitgaven om de betreffende huurwoningen in de staat waarin deze zich bevinden ultimo 2003 te houden.

De corporatie veronderstelt geen restwaarde van grond of opstal aan het einde van de economische levensduur van de huurwoning. Aangesloten wordt bij de meest toegepaste disconteringsfactor in de sector van 6,5%.

De beleidsvoornemens van de corporatie zijn voor eigen gebruik afzonderlijk in een variant van de bedrijfswaardeberekening doorgerekend. Deze variant wordt als beleidswaarde aangeduid en is voor intern gebruik binnen de corporatie. In de beleidswaarde zijn ook de beleidsvoornemens voor verbeteringsuitgaven en nieuwbouw financieel vertaald. De beleidswaarde laat zien wat de financiële effecten van de beleidsvoornemens van de corporatie kunnen zijn op de waarde van de vastgoedportefeuille en de financiële positie van de corporatie. Met andere woorden: zijn de vastgoedgerelateerde beleidsvoornemens financieel realiseerbaar.

In tabel 3.1 is de opbouw van de bedrijfswaarde ultimo 2003 weergegeven. Deze bedrijfswaarde is bepaald aan de hand van de gerealiseerde kasstromen over 2003 en de schattingen voor komende jaren. Ter informatie is de bedrijfswaarde bepaald aan de hand van de begroting 2003 en is de beleidswaarde op basis van de realisatie 2003 opgenomen.

**Tabel 3.1 Opbouw bedrijfswaarde voorbeeldcorporatie (x € 1.000,-)**

	<b>Bedrijfswaarde 2003</b>	<b>Beleidswaarde 2003</b>
CW huren netto	694.656	744.656
CW verkoopinkomsten	68.104	68.104
CW restwaarde	27.956	27.956
CW inkomsten	790.716	840.716
CW onderhoudslasten	-186.734	-186.734
CW overige exploitatie-uitgaven	-208.836	-208.836
CW investeringen	0	-88.908
CW uitgaven	-395.570	-484.478
<b>Waarde</b>	<b>395.146</b>	<b>356.238</b>

#### Bedrijfswaarde 2003

De bedrijfswaarde 2003 is ontleend aan de gepresenteerde verkorte Winst- en Verliesrekening over 2003. De contante waarde van de huren en de onderhoudsuitgaven zijn ontleend aan de meerjarenbegroting 2004 tot en met 2008. De exploitatielasten over 2003, zijnde de som van de personele lasten en de overige lasten minus de leveringen en diensten die doorberekend worden aan huurders, zijn in de ogen van de corporatie de beste schatting voor het niveau van deze uitgaven voor de komende jaren. De verkoopopbrengsten van huurwoningen zijn gebaseerd op een inschatting van het tempo en de prijs waartegen de verkoopportefeuille kan worden verkocht. Ook het effect van de binnen een aantal jaren te slopen woningen is in deze calculatie meegenomen.

De vereenvoudigde balans (na winstbestemming) op grond van de bedrijfswaarde ultimo 2003 is als volgt (x € 1.000,-):

Huurwoningen	395.000	Eigen vermogen	143.000
Woningen in ontwikkeling	16.000		
Overig vastgoed	8.000		
Werkkapitaal	8.000	Langlopende leningen	284.000
<b>Totaal</b>	<b>427.000</b>		<b>427.000</b>

Bij toepassing van bedrijfswaarde wordt geen voorziening onderhoud meer gevormd. De verwachte toekomstige onderhoudsuitgaven zijn betrokken in de bepaling van de bedrijfswaarde van de huurwoningen.

Bij waardering tegen historische kostprijs is de solvabiliteit van de corporatie 15,9%, bij toepassing van de bedrijfswaarde stijgt de solvabiliteit naar 36,5%.

#### Beleidswaarde 2003

In de uitwerking van de variant beleidswaarde is rekening gehouden met de verwachte financiële effecten van het renovatieprogramma voor bestaande huurwoningen en de financiële effecten van het nieuwbouwprogramma. Het voorgenomen renovatieprogramma betekent aanzienlijke uitgaven, stijgende huurinkomsten en een verlenging van de levensduur van de betreffende complexen. Per saldo resteert een onrendabele top van het renovatieprogramma van ongeveer € 25,0 miljoen.

Het verschil tussen de bedrijfswaarde ultimo 2003 en de beleidswaarde ultimo 2003 is € 39,0 miljoen. Dit verschil betreft de onrendabele top van het renovatieprogramma (€ 25,0 miljoen) en de onrendabele top uit het nieuwbouwprogramma (€ 14,0 miljoen).

Het bestuur en de commissarissen zijn hiermee geïnformeerd over de vermogenspositie bij toepassing van de bedrijfswaarde als waarderingsgrondslag. De financiële effecten van de beleidsvoornemens zijn in de beleidswaarde vertaald naar de financiële positie. Ook na uitvoering van het voorgenomen nieuwbouw- en renovatieprogramma is de financiële positie goed.

## 4. RENDEMENTSKEGETALLEN

De aan de hand van de beleidsuitgangspunten en het strategisch voorraadbeleid berekende bedrijfswaarde van de voorbeeldcorporatie is de basis voor een nadere analyse van de financiële positie. In dit hoofdstuk wordt de ontwikkeling van het resultaat uitgesplitst in en geanalyseerd met behulp van rendementsskengetallen. In bijlage 3 zijn zowel de achterliggende cijfers als formules opgenomen.

### 4.1 Analyse bedrijfswaardeverloop in 2003

In tabel 4.1 zijn de rendementsskengetallen voor het vastgoed 2003 weergegeven.

**Tabel 4.1: Rendementsskengetallen vastgoed 2003 (in procenten)**

	<b>Bedrijfswaarde</b>	<b>Beleidswaarde</b>
Direct rendement verhuur	5,6	5,6
Indirect rendement:		
Reguliere ontwikkeling	-0,7	-0,7
Parameteraanpassingen	13,5	25,7
Niveauperanderingen	-13,9	-36,0
Totaal indirect rendement verhuur	-1,1	-11,0
<b>Totaal rendement verhuur</b>	<b>4,5</b>	<b>-5,4</b>
Rendementsbijdrage verkoop	1,2	1,2
Rendementsbijdrage onrendabel	-0,5	-0,5
<b>Totaal rendement vastgoed</b>	<b>5,2</b>	<b>-4,7</b>

De verschillen tussen de rendementen van de bedrijfswaarde en de beleidswaarde hebben betrekking op alleen het indirect rendement. De kasstroom in het jaar (die is afgeleid uit de Winst- en Verliesrekening) is immers, evenals de investeringen en desinvesteringen in 2003 en de startwaarde voor de rendementsbepaling (de bedrijfswaarde ultimo 2002), gelijk. De toekomstige in 2003 geformuleerde beleidsvoornemens zijn in de beleidswaarde financieel vertaald.

#### Direct rendement

De verwachting is dat, behoudens afwijkingen in de werkelijk opgetreden kasstromen, het percentage voor het indirect rendement gelijk is aan het gehanteerde disconteringspercentage van 6,5%. Het direct rendement verhuur tezamen met de reguliere ontwikkeling van het indirect rendement (5,6% minus 0,7%, ofwel 4,9%) geeft aan dat de berekende bedrijfswaarde ultimo 2002 mogelijk aan de hoge kant is. De kasstromen die zijn gehanteerd bij de bepaling van de bedrijfswaarde ultimo 2002 lijken niet goed aan te sluiten bij de kasstroom die feitelijk is gerealiseerd in de Winst- en Verliesrekening 2003. Twee denkbare verklaringen zijn hiervoor te geven:

- In de bedrijfswaardeberekening wordt niet de gehele kasstroom meegenomen die uit de Winst- en Verliesrekening is herleid. Zo kunnen bijvoorbeeld bepaalde maatschappelijke uitgaven, zoals die voor leefbaarheid, buiten de bedrijfswaardeberekening zijn gehouden. Ook kunnen bijvoorbeeld nevenactiviteiten, zoals VVE-beheer en projectontwikkeling een (negatieve) kasstroom in het jaar laten zien, terwijl deze activiteiten geen directe relatie hebben met de exploitatie van de huurwoningen. Dergelijke uitgaven dienen dan ook geen onderdeel uit te maken van de kasstromen die in de bedrijfswaardeberekening worden betrokken.
- De werkelijke kasstromen in het jaar wijken af van de verwachting. De huurontwikkeling kan bijvoorbeeld achter zijn gebleven bij de verwachting die ten grondslag lag aan de bedrijfswaardeberekening ultimo 2002. Hetzelfde kan ook voor lastencomponenten aan de orde zijn. Bijvoorbeeld het niveau van onderhoud is hoger uitgevallen of de beheerkosten zijn boven de begroting uitgekomen (kosten werkapparaat of zakelijke lasten).

Bij de voorbeeldcorporatie is sprake van een andere oorzaak. In de berekende bedrijfswaarde ultimo 2002 is al rekening gehouden met een kasstroom voortvloeiend uit de verkoop van huurwoningen. Bij de vergelijking van het direct rendement met de disconteringsfactor moet dus ook rekening worden gehouden met de rendementsbijdrage verkoop. Als deze rendementsbijdrage wordt betrokken bij het direct rendement verhuur en de reguliere ontwikkeling van de bedrijfswaarde komt het rendement uit op 6,1%. Dit komt meer in de buurt van het gehanteerde disconteringspercentage van 6,5%.

#### Indirect rendement

De grote verschillen in het indirect rendement zijn het gevolg van de beleidsvoornemens die in de beleidswaarde ultimo 2003 zijn berekend. Het aanmerkelijk lagere rendement als gevolg van niveauveranderingen bij de beleidswaarde ten opzichte van de bedrijfswaarde hangt samen met de in de beleidswaarde meegenomen toekomstige verbeteruitgaven en het onrendabel op nieuwbouw.

De verbetering van het rendement vanwege parameterwijzigingen bij de beleidswaarde ten opzichte van de bedrijfswaarde hangt samen met de verlenging van de levensduur bij de verbeterde woningen (die alleen in de variant beleidswaarde zijn ingerekend).

#### **4.2 Rendement vreemd vermogen in 2003**

Om een goed inzicht te krijgen in het bedrijfseconomische vermogen van de corporatie wordt de leningenportefeuille tegen een vorm van actuele waarde gewaardeerd. Op de nominale schuldrest van de leningen in de jaarrekening wordt een rentabiliteitswaardecorrectie toegepast. Dit betekent dat de werkelijke kasstromen van de leningen tegen dezelfde disconteringsfactor contant worden gemaakt als de kasstromen van het vastgoed. Deze rentabiliteitswaardecorrectie is gebaseerd op de leningenportefeuille ultimo 2003.

Binnen de huidige regelgeving voor de verantwoording in de jaarrekening is het niet toegestaan om de leningen tegen actuele waarde te waarderen. Op zich is dit vreemd, omdat het de trend is in de regelgeving de bezittingen zoveel mogelijk tegen een vorm van actuele waarde te waarderen. Het ligt voor de hand om dit ook voor de schulden te doen. Als zowel de bezittingen als de schulden tegen actuele waarde zijn gewaardeerd is per saldo ook het gepresenteerde eigen vermogen tegen actuele waarde gewaardeerd.

In tabel 4.2 is het rendement van het vreemd vermogen over 2003 weergegeven. Zoals uit de tabel blijkt is ultimo 2003 sprake van een beperkte rentabiliteitswaardecorrectie van 0,2%.

**Tabel 4.2: Rendement vreemd vermogen 2003 (in procenten)**

Direct rendement vreemd vermogen	6,8
Indirect rendement vreemd vermogen	-0,2
Totaal rendement vreemd vermogen	6,6

#### **4.3 Rendement weerstandsvermogen in 2003**

In het in tabel 4.3 gepresenteerde rendement over het weerstandsvermogen wordt zichtbaar hoe het rendement op de kapitaalactiviteiten (voornamelijk de exploitatie van vastgoed) in samenhang met het rendement op het vreemd vermogen doorwerkt in de ontwikkeling van het weerstandsvermogen.

**Tabel 4.3: Rendement weerstandsvermogen in 2003 (in procenten)**

	<b>Bedrijfswaarde</b>	<b>Beleidswaarde</b>
Rendement weerstandsvermogen	3,1	-28,1

De variant beleidswaarde geeft een veel lagere uitkomst dan het berekende rendement op het weerstandsvermogen bij toepassing van de bedrijfswaarde als waarderingsgrondslag. De reden hiervoor ligt in de financiële effecten op het weerstandsvermogen van de berekende beleidsvariant. Het additionele verbeter- en nieuwbouwprogramma, dat is ingerekend in de beleidswaarde, heeft een forse negatieve invloed op de hoogte van het rendement op het weerstandsvermogen.

Deze grote verschillen in rendementsuitkomsten laten zien dat het voor de interpretatie van de cijfers belangrijk is om te weten welke grondslagen worden gehanteerd bij de berekening van rendementscijfers. De uitkomst van de beleidswaardevariant is een goed voorbeeld van het forse effect. Voor vergelijking met andere corporaties is het van belang te weten welke benadering is gekozen voor de berekening van de rendementskengetallen.

#### 4.4 Bedrijfswaardeverloop en rendement vastgoed in prognosejaren

Het bedrijfswaardeverloop in de prognosejaren is afhankelijk van twee factoren. Ten eerste de bedrijfswaarde voorafgaand aan de prognoseperiode (in dit geval de waarde ultimo 2003). Immers op basis van de aan deze bedrijfswaarde ten grondslag liggende veronderstellingen ten aanzien van de kasstromen, de ontwikkeling van de kasstromen, de levensduur en de disconteringsfactor kan een verloop (reguliere ontwikkeling) worden bepaald van de bedrijfswaarde exclusief het effect van mutaties (investeringen en desinvesteringen) in de prognoseperiode. Ten tweede wordt het waardeverloop beïnvloed door de bovengenoemde mutaties. Toevoegingen of onttrekkingen werken door in niet alleen een waardeverandering in het betreffende jaar, maar ook in de jaren daarna omdat de hoogte van de kasstromen in de daaropvolgende jaren wordt beïnvloed.

Het waarde-effect van de mutaties is op zichzelf weer afhankelijk van de wijze waarop de bedrijfswaarde is bepaald. Twee voorbeelden:

- Als in de bedrijfswaardebepaling rekening is gehouden met onder andere een kasstroom uit verkopen van huurwoningen, dan zal de bedrijfswaarde van de te verkopen woningen relatief groter zijn. De desinvestering als gevolg van de verkoop is ook groter, omdat de bedrijfswaarde groter is.
- Als in de bedrijfswaardebepaling rekening is gehouden met toekomstige verbeteringsuitgaven, dan is er bij de uitvoering van deze werkzaamheden geen sprake meer van een onrendabele investering. Deze uitgaven waren immers al verwerkt in de bedrijfswaarde van de woning.

Op basis van de verwachtingen van de voorbeeldcorporatie is het verloop van de bedrijfswaarde en van de variant beleidswaarde in tabel 4.4 weergegeven. Bij het verloop van de bedrijfswaarde is er van uitgegaan dat de voorgenomen woningverbetering en het nieuwbouwprogramma conform de oorspronkelijke uitgangspunten worden uitgevoerd. De hiermee samenhangende inkomsten en uitgaven worden in de bedrijfswaardebepaling betrokken op het moment dat deze besluiten intern zijn geformaliseerd en extern zijn gecommuniceerd.

**Tabel 4.4: Waardeverloop vastgoedportefeuille tegen bedrijfswaarde en beleidswaarde 2004 tot en met 2008 (x € 1 miljoen)**

	2004	2005	2006	2007	2008
Waardering vastgoed tegen bedrijfswaarde	427	440	479	503	513
Waardering vastgoed bij toepassing beleidswaarde	391	406	447	478	490

Zoals uit de tabel blijkt groeien de bedrijfswaarde en de beleidswaarde in de loop van de jaren naar elkaar toe. Dit ligt ook voor de hand omdat het uitgevoerde volkshuisvestelijke programma in beide benaderingen gelijk is. Het verschil tussen de bedrijfswaarde ultimo 2008 en de beleidswaarde ultimo 2008 betreft de nog niet in de besluitvorming geformaliseerde voorraadbeslissingen. In de cijfers is zichtbaar dat in de prognoseperiode het grootste gedeelte van de voorgenomen activiteiten tot uitvoering is gekomen. Immers het verschil met de bedrijfswaarde is aan het einde van de periode sterk teruggelopen.

Uitgesplitst naar de verschillende onderdelen van het rendement vastgoed ziet het waardeverloop er voor de jaren 2004 tot en met 2008 als volgt uit.

**Tabel 4.5: Rendementskengetallen vastgoed 2004 tot en met 2008 (in procenten)**

	2004	2005	2006	2007	2008
Direct rendement verhuur	5,3	5,2	5,4	5,1	5,1
Indirect rendement verhuur	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5
<b>Totaal rendement verhuur</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>
Rendementsbijdrage verkoop	1,7	1,6	1,5	2,1	1,5
Rendementsbijdrage onrendabel	-2,2	-2,8	-2,8	-2,5	-1,4
<b>Rendement vastgoed</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>

Het in tabel 4.5 weergegeven indirect rendement verhuur betreft de autonome ontwikkeling van de bedrijfswaarde. In de prognoseperiode is geen sprake van een parameterwijziging of een niveauwijziging in de bedrijfswaardeberekening.

Wat valt nu op? Het totaal rendement verhuur is aanzienlijk lager dan de disconteringsfactor van 6,5%. De oorzaak ligt in de voorgenomen verkoop van huurwoningen. In aansluiting op de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving is bij de voor verkoop bestemde huurwoningen al rekening gehouden met een verkoopopbrengst. Als de rendementsbijdrage verkoop wel wordt meegenomen, dan blijkt het rendement ongeveer gelijk te zijn aan de gehanteerde disconteringsfactor. Het indirect rendement verbetert de komende jaren licht door de toevoeging van nieuwe woningen en de sloop van relatief oude woningen.

Doordat in de bedrijfswaardeberekening ultimo 2003 geen rekening is gehouden met toekomstige onrendabele investeringen worden deze afzonderlijk zichtbaar in het bedrijfswaardeverloop in het jaar van uitvoering. Omdat de voorbeeldcorporatie jaarlijks onrendabel verwacht te investeren, is deze rendementsbijdrage jaarlijks negatief.

Het gerealiseerde rendement is mede afhankelijk van veranderingen in voornemens. Het bijvoorbeeld schrappen van toekomstige renovaties (met onrendabele toppen) in vergelijking met de prognose van een jaar geleden, leidt tot een waardeinstijging van de woning. Bij de variant beleidswaarde zijn deze effecten uiteraard veel groter, omdat ook niet intern geformaliseerd en extern gecommuniceerd beleid in de waardebepaling is betrokken. Dit beleid wijzigt makkelijker in de loop der jaren. In de praktijk treden er bij het jaarlijks actualiseren van de voornemens toch veranderingen op.

#### 4.5 Ontwikkeling (rendement op) weerstandsvermogen 2004 tot en met 2008

In tabel 4.6 is de nominale ontwikkeling van het weerstandsvermogen en het rendement op het weerstandsvermogen weergegeven voor de prognosejaren 2004 tot en met 2008.

**Tabel 4.6: Ontwikkeling (rendement op) weerstandsvermogen 2004 tot en met 2008**

	2004	2005	2006	2007	2008
Weerstandsvermogen bij bedrijfswaarde (x € 1 miljoen)	149	151	154	163	174
Rendement op weerstandsvermogen bij bedrijfswaarde (in procenten)	3,9	1,2	2,3	5,8	6,5
Weerstandsvermogen bij beleidswaarde (x € 1 miljoen)	113	117	123	139	152
Rendement op weerstandsvermogen bij beleidswaarde (in procenten)	7,9	3,2	5,0	12,3	9,0

Zoals uit de tabel blijkt verschillen de cijfers sterk voor de bedrijfswaarde en beleidswaarde. Het weerstandsvermogen bij de bedrijfswaarde ligt nominaal op een hoog niveau. Dit wordt veroorzaakt doordat een bestemmingsverandering van delen van de vastgoedportefeuille (met name verkoop, maar ook sloop) is meegenomen in de berekening van de bedrijfswaarde. Dit heeft tot gevolg dat de ontwikkeling van het vermogen minder gevoelig is voor de feitelijke verkopen en de feitelijke sloop van woningen. Een vertraging van het tempo van verkoop (door een tegenvallende mutatiegraad) of een ongunstiger leegwaardeontwikkeling dan oorspronkelijk geraamd, werken in een meer beperkte mate door.

Bij de variant beleidswaarde zijn de financiële effecten van de beleidsvoornemens in het aanvangsvermogen verwerkt. Aangezien zowel bestemmingsveranderingen als beleidsvoornemens in de waardering zijn betrokken, is de ontwikkeling van het vermogen en het rendement minder afhankelijk van de geraamde uitvoering van het programma in de prognosejaren. De waarde-effecten waren immers ultimo 2003 al ingerekend.

Tot slot wordt nogmaals benadrukt dat bij het toepassen van de variant beleidswaarde bedacht moet worden dat het beleid zelf een variabele is geworden. Het gaat hierbij om de vraag in hoeverre wijzigingen in het beleid direct gevolgen hebben voor de ontwikkeling van de bedrijfswaarde en dus voor de gepresenteerde financiële positie. De financiële effecten van beleidswijzigingen zullen dus expliciet in de analyse van de ontwikkeling van de bedrijfswaarde ten opzichte van de in het voorgaande jaar berekende bedrijfswaarde moeten worden meegenomen. De beleidsvariant is dan ook vooral zinvol om de lengte van de financiële polsstok te bepalen in relatie tot het voorgenomen beleid.

## BIJLAGE 1: WAARDEBEGRIPPEN

24

In het Besluit beheer sociale-huursector is bepaald dat woningcorporaties voldoende financiële middelen moeten aanhouden om de financiële continuïteit te waarborgen. Een maatstaf voor het kunnen beschikken over voldoende financiële middelen is de omvang van het weerstandsvermogen. De omvang van dit weerstandsvermogen wordt sterk beïnvloed door de toegepaste grondslag van waarden van de vastgoedportefeuille.

In deze bijlage is een overzicht gegeven van in de praktijk toegepaste waarderingsmethoden en waardebegrippen. Ook komt de toepassing aan de orde.

### Waardebegrippen uit de jaarverslaggeving

#### *Waardering op basis van de historische kostprijs*

De waardering van een vastgoedobject op basis van de oorspronkelijke verkrijgings- of vervaardigingsprijs. De waardering op basis van de historische kostprijs berust op de daadwerkelijk gedane uitgaven. In het Burgerlijk Wetboek wordt daarom ook gesproken van de verkrijgings- of vervaardigingsprijs. De verkrijgingsprijs omvat de aankoopprijs en de gemaakte bijkomende kosten. De vervaardigingsprijs betreft de aanschafkosten van de verbruikte grond- en hulpstoffen en de overige direct toe te rekenen kosten, alsmede een redelijk deel van de indirecte kosten en betaalde rente op schulden over de betreffende vervaardigingsperiode.

#### *Vervangingswaarde*

De vervangingswaarde is het bedrag dat, bij de huidige prijzen, nodig zou zijn om een voor de bedrijfsuitoefening bestemd actief te vervangen door een actief dat voor de bedrijfsuitoefening een in economisch opzicht gelijke betekenis heeft.

De vervangingswaarde van woningen kan op veel manieren worden bepaald. Er kan bijvoorbeeld uitgegaan worden van de herbouwkosten van een identieke woning, maar ook van de prijs van een soortgelijke woning bij aankoop. In de praktijk is het moeilijk om voor woningen een reële vervangingswaarde vast te stellen, aangezien woningen (en de daarmee samenhangende woondiensten) in de loop van de tijd van kwaliteit veranderen. Vervanging in de meest zuivere vorm, dus met een gelijk economisch nut, zal in de praktijk niet plaatsvinden.

Als wordt uitgegaan van de te maken bouwkosten voor een woning, gebouwd op basis van de functionele en technische inzichten van nu, dan spreekt men van nieuwbouw vervangingswaarde.

Het begrip kan ook betrekking hebben op de waarde voor de verzekering. In dat geval gaat het om de hoogte van het benodigde bedrag voor het verkrijgen van een gelijkwaardig object naar soort, kwaliteit, staat en ouderdom. De actuele bouwkosten volgens de gangbare bouwmethoden zijn het uitgangspunt.

#### *Bedrijfswaarde*

De bedrijfswaarde is de waarde van het aan een woning of complex woningen toe te rekenen deel van de netto-omzet die kan worden verkregen met de uitoefening van het bedrijf waartoe het dient of is bestemd. Bij huurwoningen wordt de bedrijfswaarde bepaald door toekomstige ontvangsten (huren en bijdragen) en uitgaven (onderhoud, beheer en zakelijke lasten) die voortkomen uit de exploitatie van de huurwoning, contant te maken naar het moment van waardebepaling. De bedrijfswaarde vertegenwoordigt de huidige economische waarde van hetgeen in de toekomst met de woning naar verwachting kan worden verkregen.

#### *Opbrengstwaarde*

De opbrengstwaarde is gelijk aan het bedrag waarvoor het object het beste kan worden verkocht, onder aftrek van de nog te maken kosten. Voor woningen wordt hier doorgaans de onderhandse verkoopwaarde uit de taxatieleer gebruikt.

#### *Reële waarde*

De reële waarde (fair value) is het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld tussen ter zake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen, die onafhankelijk zijn.

*Marktwaaarde*

Het bedrag dat het betreffende actief bij onderhandse verkoop naar schatting zal kunnen opbrengen, waarbij de koper het object aanvaardt onder gestanddoening van de lopende huurverplichtingen, met alle daaraan verbonden rechten en plichten.

Waardebegrippen uit de taxatieleer onroerende zaken*Executiewaarde*

In de taxatieleer wordt een drietal executiewaarden gebruikt:

- de waarde vrij van huur en gebruik
- de waarde bij eigen gebruik
- de waarde in verhuurde staat.

De executiewaarde vrij van huur en gebruik is de prijs die bij gedwongen openbare verkoop volgens plaatselijk gebruik, bij aanbidding vrij van huur en gebruik, door de meest biedende gegadigde zou zijn besteed. Deze waarde wordt gebruikt bij gedwongen openbare verkoop (op een veiling) en is van toepassing als sprake is van een aanbidding van een ontruimde woning.

De executiewaarde bij eigen gebruik is de prijs die bij gedwongen openbare verkoop volgens plaatselijk gebruik door de meest biedende gegadigde zou zijn besteed en waarbij de koper, met het proces-verbaal van veiling, ontruiming van de onroerende zaak kan bewerkstelligen. Deze waarde wordt gebruikt bij een taxatie ten behoeve van een te verstrekken geldlening. Er wordt van uitgegaan dat de koper zal moeten zorgen voor ontruiming op basis van wettelijke gronden.

De executiewaarde in verhuurde staat is de prijs die bij gedwongen openbare verkoop volgens plaatselijk gebruik, bij aanbidding in verhuurde staat (met door de geldgever gegeven toestemming), door de meest biedende gegadigde zou zijn besteed. Deze waarde wordt gebruikt indien de financier op de hoogte is van de verhuur en/of hiervoor toestemming heeft gegeven.

*Onderhandse verkoopwaarde*

De onderhandse verkoopwaarde is de prijs die, bij aanbidding vrij van huur en gebruik, van de meest biedende gegadigde kan worden verkregen buiten de veiling om, na de beste voorbereiding en de meest geschikte wijze van marketing.

*Beleggingswaarde*

De beleggingswaarde is gebaseerd op de contante waarde van alle, op basis van een scenario geraamde, toekomstige netto kasstromen gedurende de (veronderstelde) resterende exploitatieperiode, daaronder begrepen de restwaarde per afsluitingsdatum van deze beschouwde periode, daarbij contant gemaakt tegen de op het moment van berekening aan te houden rendementseis, gelet op het aangenomen rendement-risicoprofiel van het betreffende object.

*Bestemmingswaarde*

Een waardebegrip dat rekening houdt met bijvoorbeeld juridische, planologische, functionele of culturele aspecten.

*Alternatieve gebruikswaarde*

De waarde van een vastgoedobject waarmee het verschil tot uitdrukking wordt gebracht ten opzichte van het (mogelijke) toekomstige en huidige gebruik. Voor huurwoningen kan dit het verschil zijn tussen de bedrijfswaarde (huurmarkt) en de verkoopwaarde vrij van huur en gebruik in de koopmarkt.

*Bruto markthuurwaarde (bruto open marktwaaarde)*

De huurwaarde, waarbij voor alle percelen van het betreffende vastgoedobject de markthuur op jaarbasis is aangehouden per taxatiedatum, uitgaande van een optimale marketing, een willige markt en verhuur aan de meest biedende gegadigde.

*Herbouwwaarde*

Het bedrag dat nodig is om het vastgoedobject op dezelfde plaats, met dezelfde bestemming en op technisch gelijkwaardige wijze te herbouwen, doch exclusief de grondkosten en de bouwkosten van fundering.

*Uitpondwaarde*

Het bedrag, na aftrek van de te maken transactiekosten, waarvoor een vastgoedobject bestens kan worden verkocht. Dat wil zeggen verkoop aan de meest biedende gegadigde, na de beste voorbereiding en marketing, waarbij het de intentie van de kopende partij is om vervolgens aansluitend, dan wel binnen betrekkelijk korte termijn, het object geheel of gedeeltelijk per perceel op de markt te koop aan te bieden.

Waardebegrippen uit het fiscale recht*WOZ-waarde*

Deze waarde is omschreven als de waarde in het economisch verkeer en is gedefinieerd als de waarde die aan de woning dient te worden toegekend, indien de volle en onbezwaarde eigendom daarvan zou kunnen worden overgedragen en de verkrijger het goed, in de staat waarin het zich bevindt, onmiddellijk en in volle omvang in gebruik zou kunnen nemen.

Met name voor huurwoningen leidt de toepassing van de wetsficties ('vol en onbezwaard' en 'onmiddellijk en in volle omvang') tot een waardering die niet overeenstemt met de waarde die de woningen zouden hebben als rekening wordt gehouden met het feit dat de woningen reeds verhuurd zijn.

*Waarde voor de vennootschapsbelasting*

Deze waarde is omschreven als de waarde in het economisch verkeer. De invulling van deze waarde is veel minder stringent ingevuld dan voor de onroerende zaakbelasting (WOZ-waarde).

Woningcorporaties zijn voor de verhuur van woningen vrijgesteld van vennootschapsbelasting.

## BIJLAGE 2: BEGRIPPENKADER EN ALGEMENE TOELICHTING RENDEMENT

In de uitwerking van het rendement onderscheidt het Fonds twee kernbegrippen: het kapitaalrendement en het vermogensrendement.

27

### Kapitaalrendement

Het kapitaalrendement wordt omschreven als 'het geheel van baten en lasten, c.q. winsten of verliezen over de beschouwde periode, in verhouding tot het daarvoor geïnvesteerde kapitaal'. Het rendement kan zowel vooraf voor een bepaalde periode, als achteraf over een verstreken periode worden bepaald. In principe kan het kapitaalrendement worden berekend voor alle balansposten aan de actiefzijde.

De rendementscijfers kunnen een belangrijke rol vervullen bij de beoordeling van de waardeontwikkeling van de verhuurportefeuille. Het is daarom belangrijk dat 'verstorende' elementen afzonderlijk in beeld worden gebracht. De financiële effecten van verkoop en onrendabele investeringen worden daarom apart weergegeven. Daarmee wordt tevens een verdieping van het inzicht in het rendement bevorderd. Het Fonds onderscheidt met betrekking tot het vastgoedbeheer derhalve de volgende activiteiten waarvoor een kapitaalrendement wordt berekend: de verhuur als hoofdactiviteit, de verkoop en het onrendabel deel van investeringen.

De wijze waarop een aantal punten is toegerekend is als volgt:

#### *Verhuur*

De levering van goederen en diensten aan huurders kan als een aparte activiteit worden gezien. De opbrengst wordt afzonderlijk verantwoord onder de post Vergoedingen. De lasten zijn echter begrepen in de post Bedrijfslasten en niet afzonderlijk weergegeven. Om deze reden is deze activiteit toegevoegd aan de activiteit verhuur. Het resultaat is, op grond van de wet- en regelgeving, echter van beperkte betekenis. Aan huurders mag immers niet meer in rekening worden gebracht dan de werkelijke c.q. geschatte kosten. De overige bedrijfsopbrengsten zijn toegerekend aan het resultaatgebied beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten. De cijfers voor afschrijving en waardeverandering in de Winst- en Verliesrekening zijn bij de bepaling van het resultaat buiten beschouwing gelaten omdat voor de berekening van het rendement de bedrijfswaarde als grondslag wordt gehanteerd.

#### *Verkoop*

De opbrengsten uit verkoop zijn afgeleid van de Winst- en Verliesrekening, waarbij het deel dat betrekking heeft op de verkoop van nieuwbouw koopwoningen niet is meegenomen in de activiteit verhuur.

#### *Onrendabel*

De onrendabele investeringen zijn eveneens afgeleid van de Winst- en Verliesrekening, maar zijn gecorrigeerd voor de geactiveerde investeringen. Dit betreft het verschil tussen de voorraadmutaties op basis van bedrijfswaarde en op basis van historische kostprijs. Gebleken is dat corporaties meer van de investeringen hebben geactiveerd dan op grond van de bedrijfswaarde kan worden verondersteld.

#### *Beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten*

Naast de genoemde overige bedrijfsopbrengsten zijn respectievelijk de rentebaten, de overige financiële baten, de buitengewone baten uit verkoop (van koopwoningen) en de overige buitengewone baten en lasten toegerekend aan de activiteiten beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten. De post overige buitengewone baten en lasten is hierbij voor 40% meegenomen uit de Winst- en Verliesrekening. De inschatting is dat het restant van deze post betrekking heeft op een vrijval van voorzieningen die niet als een opbrengst uit kapitaal kan worden gezien.

In vergelijking met de Winst- en Verliesrekening wordt voor de berekening van het kapitaalrendement geen rekening gehouden met de rentelasten. De rentelasten moeten immers buiten beschouwing worden gelaten als het rendement op kapitaal wordt berekend.

Om het direct kapitaalrendement te kunnen bepalen, dat wat betreft het vastgoedbeheer is gebaseerd op de bedrijfswaarde, zijn samenvattend ten opzichte van de Winst- en Verliesrekening de volgende correcties toegepast:

Buiten beschouwing zijn gelaten:	afschrijving, waardeverandering en rentelasten
Gedeeltelijk zijn meegenomen:	overige buitengewone baten en lasten
Toegevoegd is:	correctie geactiveerde investeringen.

Het berekende resultaat uit verhuur wordt vervolgens gerelateerd aan de ongecorrigeerde bedrijfswaarde aan het begin van het verslagjaar, vermeerderd met de helft van de voorraadmutaties gedurende het verslagjaar (de noemerwaarde).

Voor de overige activiteiten waarvoor een kapitaalrendement kan worden berekend, worden de activiteiten beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten onderscheiden. Het Fonds beschikt niet over voldoende gespecificeerde informatie om voor deze activiteiten afzonderlijk rendementskengetallen te kunnen presenteren, zodat hieraan geen uitwerking is gegeven.

#### Bedrijfswaarde en (in)direct rendement

Bij het kapitaalrendement kan het direct en het indirect rendement worden onderscheiden. Bij vastgoedbeheer heeft het directe rendement betrekking op de feitelijke kasstromen in de beschouwde periode. Het indirecte rendement betreft de waardeontwikkeling van het betreffende vastgoed ten gevolge van algemene marktontwikkelingen en/of veranderde inzichten over de toekomstige kasstromen van het vastgoed.

Als een woning gewaardeerd is op basis van de bedrijfswaarde, hangen de bedrijfswaarde en het totale rendement van een woning met elkaar samen. Deze samenhang kan als volgt worden toegelicht. De bedrijfswaarde van een woning is gelijk aan de contant gemaakte, toekomstige kasstromen van de woning. Deze kasstromen bestaan onder meer uit huurinkomsten en beheer- en onderhoudskosten. 'Contant maken' houdt in dat de huidige waarde van de toekomstige kasstromen wordt berekend met een 'discontovoet'. De hoogte van de discontovoet wordt in principe bepaald door degene die de bedrijfswaarde berekent. In de praktijk is de discontovoet veelal gelijk aan de verwachte lange termijn rente op de kapitaalmarkt. Een hogere discontovoet leidt bij gegeven kasstromen tot een lagere bedrijfswaarde en omgekeerd.

De bedrijfswaarde van een woning verandert jaarlijks. In de eerste plaats is er een stijgend c.q. dalend effect op de bedrijfswaarde omdat de kasstroom over het verstreken jaar niet meer meetelt bij de berekening van de bedrijfswaarde. Daarnaast is er een stijgend effect op de bedrijfswaarde omdat alle andere toekomstige kasstromen een jaar eerder ontvangen zullen worden. Het saldo van beide effecten zal bij een woning met een nog lange levensduur veelal positief zijn. De bedrijfswaarde stijgt in dat geval. Als een woning ouder wordt, kan zo rond het 30e exploitatiejaar een omslagpunt ontstaan, waarna de bedrijfswaarde daalt.

De procentuele verandering van de bedrijfswaarde vormt het indirecte rendement van de woning. Dit indirecte rendement kan dus zowel positief als negatief zijn. Daarnaast ontvangt de corporatie elk jaar een netto kasstroom. Deze kasstroom uitgedrukt als een percentage van de bedrijfswaarde aan het begin van het betreffende jaar is het directe rendement van de woning. Het indirecte plus het directe rendement vormen samen het totale rendement dat de woning oplevert. De samenhang tussen de ontwikkeling van de bedrijfswaarde en het rendement bestaat nu hieruit dat het totale rendement precies gelijk is aan de discontovoet waarmee de bedrijfswaarde is berekend. Deze samenhang geldt overigens alleen als het verwachte verloop van de kasstromen in de praktijk wordt gerealiseerd. Zo gaat een hoog indirect rendement gepaard met een laag direct rendement. Anderzijds, als het indirecte rendement negatief is, wordt dit gecompenseerd door een hoog direct rendement.

Ter illustratie het volgende voorbeeld:

De bedrijfswaarde is berekend met een discontovoet van 7%. Verder neemt de bedrijfswaarde in het betreffende jaar toe van € 100.000,- tot € 104.000,-. Het indirecte rendement is dan 4%. De verwachte netto kasstroom is in dat geval derhalve gelijk aan € 3.000,-. Hiermee wordt een direct rendement van 3% gerealiseerd. Indirect plus direct rendement is daarmee gelijk aan 7%, hetgeen overeenkomt met de hoogte van de discontovoet.

Als daarentegen de bedrijfswaarde volgens de berekeningen daalt naar € 97.000,- is het indirecte rendement 3% negatief. De verwachte netto kasstroom is nu gelijk aan € 10.000,-. Het eindresultaat is wederom een totaal rendement van 7%.

### Vermogensrendement

Het vermogensrendement wordt omschreven als 'het geheel van baten en lasten, c.q. winsten of verliezen over de beschouwde periode, in verhouding tot het totale vermogen'. Het vermogensrendement kan worden onderscheiden in het rendement op het eigen en op het vreemd vermogen. Voor de bepaling van het rendement op het eigen vermogen brengt het Fonds de betalingen aan de verstrekkers van het vreemd vermogen (de rentelasten) en de waardeverandering van de leningenportefeuille, in mindering op het totale resultaat. Voor de bepaling van de omvang van het eigen vermogen hanteert het Fonds bij de rendementsanalyse het ongecorrigeerd weerstandsvermogen.

### Samenhang rendementen

Het kapitaalrendement heeft een belangrijke relatie met de waardingsgrondslag en de discontovoet. Als de bedrijfswaarde (gebaseerd op de verwachte kasstromen, die op hun beurt gebaseerd zijn op het voorgenomen beleid van de corporatie) de waardingsgrondslag is en de verwachtingen over de kasstromen gerealiseerd worden, geldt dat het totaalrendement gelijk is aan de discontovoet. De verdeling van het totaalrendement tussen direct en indirect rendement is vooral afhankelijk van de resterende levensduur van de woningen. Bij een lange levensduur is het indirect rendement relatief hoog, bij een korte levensduur is het direct rendement relatief hoog.

Niet uitgekomen verwachtingen kunnen invloed hebben op:

- De hoogte van het direct rendement (de kasstromen in het betreffende jaar blijken anders te zijn dan verwacht)
- De hoogte van het indirect rendement (er zijn redenen om de verwachtingen voor de toekomstige kasstromen aan te passen).

De verkoopwinst aan de ene kant en de onrendabele top van de investeringen aan de andere kant genereren extra kasstromen (aangenomen dat ze niet zijn meegenomen in de berekening van de bedrijfswaarde). Deze extra kasstromen, wanneer ze niet in de bedrijfswaarde zijn meegenomen, hebben een afzonderlijk effect op het kapitaalrendement.

Bij het vermogensrendement speelt de waardingsgrondslag een centrale rol. Als aan de volgende voorwaarden is voldaan, is het verwachte rendement op het eigen vermogen (ongecorrigeerd weerstandsvermogen) gelijk aan de discontovoet:

- Aan de actiefzijde van de balans is het vastgoed op bedrijfswaarde gewaardeerd
- Aan de passiefzijde van de balans zijn de schulden op rentabiliteitswaarde gewaardeerd
- Het effect van de overige activa en overige passiva op de hoogte van het rendement kan buiten beschouwing blijven.

De discontovoet bij de bedrijfswaarde en de rentabiliteitswaarde zijn gelijk.

Bij een waardering van de leningen op basis van de rentabiliteitswaarde treden er geen hefboomeffecten meer op omdat een relatief lage of hoge rentevoet verwerkt is in de waarde van de schulden en daarmee al is verwerkt in de hoogte van het weerstandsvermogen.

De hoogte van het verschil tussen het kapitaalrendement en het vermogensrendement is van een aantal factoren afhankelijk. In het algemeen worden de verwachte kasstromen bij de bestaande schulden in de praktijk gerealiseerd. Er ontstaat geen discrepantie tussen het verwachte en gerealiseerde rendement over het vreemd vermogen (gewaardeerd op rentabiliteitswaarde). Dit onderdeel wordt daarom buiten beschouwing gelaten. Het verschil tussen het kapitaalrendement en het vermogensrendement wordt door twee factoren bepaald:

- Het verschil tussen het verwachte en het gerealiseerde kapitaalrendement en
- De hoogte van de solvabiliteit (eigen vermogen/totaal vermogen).

Hier treedt wel een hefboomeffect op dat een forse omvang kan aannemen. Als het eigen vermogen relatief klein is, heeft een klein verschil tussen het verwachte en het gerealiseerde kapitaalrendement een groot effect op het vermogensrendement over het eigen vermogen, en omgekeerd.

In formulevorm ziet de samenhang er als volgt uit:

Kapitaalrendement = (vermogensrendement eigen vermogen) x solvabiliteit + (vermogensrendement vreemd vermogen) x (1 - solvabiliteit)

## BIJLAGE 3: NADERE UITWERKING EN BEREKENING VAN RENDEMENTSKEGETALLEN

In deze bijlage worden de verschillende rendementsskengetallen van de voorbeeldcorporatie opgebouwd vanuit de balans en Winst- en Verliesrekening.

31

### Balans, Winst- en Verliesrekening en mutatie bedrijfswaarde

De balans in de jaarrekening is opgesteld met als waarderingsgrondslag voor de woningen de historische kostprijs of duurzaam lagere bedrijfswaarde.

#### Balans per 31 december 2002 en 2003

Traditionele balans (x € 1.000,-)					
	2003	2002		2003	2002
Materiële vaste activa			Weerstandsvermogen		
in exploitatie	277.132	273.797	Eigen vermogen	49.990	45.836
in ontwikkeling	18.918	16.726	Overige posten	12.564	16.648
ten dienste van exploitatie	4.039	3.717	<i>Totaal weerstandsvermogen</i>	<i>62.554</i>	<i>62.484</i>
	<i>300.089</i>	<i>294.240</i>			
Financiële vaste activa	20.656	27.564	Schulden lange termijn	237.298	240.688
Vlottende activa	18.102	18.263	Waarborgsommen	2.040	1.983
			Schulden korte termijn	36.956	34.911
<b>Totaal</b>	<b>338.847</b>	<b>340.067</b>		<b>338.847</b>	<b>340.067</b>

Het Fonds hanteert de bedrijfswaarde voor woningen en de rentabiliteitswaarde voor leningen als grondslag voor de berekening van de rendementsskengetallen. Dit betekent dat de balans omgewerkt moet worden naar deze waarderingsgrondslagen. Er wordt een gelijke disconteringsvoet gehanteerd om de geprognosticeerde kasstromen contant te maken voor zowel de woningen als de leningen. De overige activa en passiva worden tegen de nominale waarde gewaardeerd.

Aangepaste balans (x € 1.000,-)					
	2003	2002		2003	2002
Materiële vaste activa			Weerstandsvermogen		
in exploitatie	345.027	331.310	Eigen vermogen	131.599	113.537
in ontwikkeling	18.918	16.726	Overige posten <sup>1</sup>	4.992	8.510
ten dienste van exploitatie	4.039	3.717	<i>Totaal weerstandsvermogen</i>	<i>136.591</i>	<i>122.047</i>
	<i>367.984</i>	<i>351.753</i>			
Financiële vaste activa	20.656	27.564	Schulden lange termijn	231.156	238.639
Vlottende activa	18.102	18.263	Waarborgsommen	2.040	1.983
			Schulden korte termijn	36.956	34.911
<b>Totaal</b>	<b>406.742</b>	<b>397.581</b>		<b>406.742</b>	<b>397.581</b>

#### Winst- en Verliesrekening over het jaar 2003

Een aanpassing van de waarderingsgrondslagen in de balans leidt ook tot een aanpassing van de Winst- en Verliesrekening.

<sup>1</sup> De overige posten van het weerstandsvermogen bestaan uit egalisatierekeningen en voorzieningen.

<b>Winst- en Verliesrekening over 2003 (x € 1.000,-)</b>		
	<b>Historische kostprijs</b>	<b>Actuele waarde</b>
<b>Bedrijfsopbrengsten</b>		
Huren	40.051	40.051
Vergoedingen	2.389	2.389
Overige bedrijfsopbrengsten	2.475	2.475
Autonome mutatie bedrijfswaarde	0	-428
	<b>44.914</b>	<b>44.486</b>
<b>Bedrijfslasten</b>		
Afschrijvingen	5.262	0
Waardeveranderingen vaste activa	-567	0
Erfpacht	160	160
Personele lasten	5.024	5.024
Onderhoudslasten	10.759	10.759
Overige bedrijfslasten	8.975	8.975
	<b>29.612</b>	<b>24.918</b>
<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>15.302</b>	<b>19.568</b>
Rentebaten	1.825	1.825
Rentelasten	17.156	17.156
Overige	288	288
<b>Resultaat gewone bedrijfsuitoefening</b>	<b>259</b>	<b>4.526</b>
Effecten parameter- en niveauwijzing actuele waarde	0	6.420
Rentabiliteitswaardecorrectie leningen	0	4.095
Opbrengst verkopen	5.498	5.057
Onrendabele investeringen	-1.702	-2.134
Overige buitengewone lasten	-625	-625
Overige buitengewone baten	724	724
<b>Jaarresultaat</b>	<b>4.154</b>	<b>18.063</b>

#### Ontwikkeling bedrijfswaarde

<b>Ontwikkeling van de bedrijfswaarde in 2003 (x € 1.000,-)</b>	
Bedrijfswaarde ultimo 2003	345.027
Bedrijfswaarde ultimo 2002	331.310
Toename van de bedrijfswaarde in 2003	13.717

De verandering in de bedrijfswaarde gedurende 2003 wordt opgesplitst naar veranderingen die voortvloeien uit de reguliere ontwikkeling van de bedrijfswaarde, het effect van gewijzigde parameters om de bedrijfswaarde te berekenen, het niveau van de toekomstige exploitatiekasstromen in de bedrijfswaardeberekening en de voorraadmutaties in 2003.

*Rekenkundige ontwikkeling*

De rekenkundige ontwikkeling wordt berekend op basis van de woningvoorraad ultimo 2003 die ook ultimo 2002 al in exploitatie was. Verkochte woningen in 2003 worden dus niet meer meegeteld in de waarde ultimo 2002. De parameters en de exploitatiekasstromen zijn bij deze herrekening gelijk gehouden aan die van 2002. Het aldus berekende effect is € 428.000,- negatief. Voor de autonome ontwikkeling is de bedrijfswaarde in 2003 dus gedaald.

*Effect parameterwijzigingen*

Als gevolg van een herijking van het huurbeleid is de gemiddelde huurstijging verhoogd van 2,5% naar 3,0%. Het doorrekenen van deze stijging in de bedrijfswaarde ultimo 2003 heeft tot een groei van de bedrijfswaarde met € 15.099.000,- geleid.

*Niveauijzigingen*

Aan de hand van de meest recente meerjarenprognoses heeft de corporatie vastgesteld dat de beheerkosten structureel stijgen ten opzichte van het niveau dat in 2002 is meegenomen in de bedrijfswaardeberekening. Deze structurele stijging van de uitgaven heeft een negatief effect op de bedrijfswaarde ultimo 2003 van € 8.678.000,-.

De voorraadmutaties zijn als volgt:

<b>Voorraadmutaties materiële vaste activa in exploitatie (x € 1.000,-)</b>	<b>Aantal eenheden</b>	<b>Actuele waarde</b>	<b>Historische kostprijs</b>
Nieuwbouw	56	5.308	5.308
Aankoop	78	2.716	2.716
Verbetering	0	3.368	3.800
Verkoop	-108	-3.541	-3.100
Sloop	-40	-389	-389
Overig	-9	263	263
<b>Totaal voorraadmutaties</b>		<b>7.725</b>	<b>8.598</b>

De mutatie in de bedrijfswaarde is samengevat als volgt:

<b>Mutatie bedrijfswaarde (x € 1.000,-)</b>		
Rekenkundige ontwikkeling	-428	
Effect parameterwijzigingen	15.099	
Niveau van opbrengsten en lasten	-8.678	
Subtotaal		5.992
Voorraadmutaties		7.725
<b>Totaal mutatie bedrijfswaarde 2003</b>		<b>13.717</b>

**Rendementskengetallen vastgoed**

Rendementskengetallen relateren een kasstroom of waardeverandering (de teller) aan een specifieke beginwaarde (de noemer). Het kengetal direct rendement vastgoed drukt bijvoorbeeld een exploitatiekasstroom uit in een percentage van de bedrijfswaarde.

In het voorbeeld is de beginwaarde gelijk aan de bedrijfswaarde aan het begin van het jaar (€ 331.310.000,-) plus de helft van de bedrijfswaarde van de voorraadmutaties (0,5 maal € 7.725.000,- is € 3.862.500,-). Dit levert een waarde op van (afgerond) € 335.173.000,-. In het vervolg wordt dit aangeduid met de bedrijfswaarde op jaarbasis.

### Direct rendement verhuur

De netto opbrengsten betreffen de netto exploitatiekasstroom van het vastgoed. Afgeleid uit de Winst- en Verliesrekening (tegen historische kostprijs) zijn dit de totale opbrengsten (€ 44.914,-) verminderd met de bedrijfslasten exclusief afschrijvingen en waardeveranderingen van de vaste activa (€ 24.918,-). Per saldo dus € 19.996,-. Afgeleid uit de Winst- en Verliesrekening (tegen actuele waarde) zijn dit de totale opbrengsten exclusief de autonome mutatie van de bedrijfswaarde (€ 44.914,-) verminderd met de bedrijfslasten exclusief afschrijvingen en waardeveranderingen van de vaste activa (€ 24.918,-). Per saldo dus eveneens € 19.996,-. De kasstroom uit nevenactiviteiten (bijvoorbeeld VVE-beheer, projectontwikkeling etc.) wordt nihil verondersteld.

	Bedrijfsopbrengsten minus bedrijfslasten (exclusief afschrijvingen)		€ 19.996,- € 335.173,-		= 6,0%
Direct rendement verhuur =	$\frac{\text{Bedrijfsopbrengsten minus bedrijfslasten (exclusief afschrijvingen)}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=		=	

De directe inkomsten minus de directe lasten in een bepaalde periode (boekjaar) worden gerelateerd aan de gemiddelde waarde van het bezit, waarmee deze inkomsten worden gegenereerd.

### Indirect rendement verhuur

Voor de berekening van het indirecte rendement wordt de waardeontwikkeling gerelateerd aan de bedrijfswaarde, rekening houdend met voorraadmutaties.

Het indirect rendement wordt uitgesplitst naar de volgende onderdelen:

- *Indirect rendement verhuur: rekenkundige ontwikkeling*  
De rekenkundige of autonome ontwikkeling van de bedrijfswaarde wordt berekend door de vastgoedportefeuille aan het eind van het jaar, geschoond van mutaties in de voorraad, met dezelfde parameters en dezelfde niveaus van inkomsten en uitgaven door te rekenen als aan het begin van het jaar. Hierdoor kan het effect van de vooraf berekende waardeontwikkeling benaderd worden. Dit is voor de voorbeeldcorporatie berekend op negatief € 428,-. Dit bedrag gedeeld door de bedrijfswaarde op jaarbasis levert een rendementsbijdrage op van -0,1%.
- *Indirect rendement verhuur: aanpassing van de parameters*  
Als de corporatie voor de berekening van de bedrijfswaarde aan het eind van de verslagperiode andere parameters hanteert, is dat van invloed op de hoogte van het indirecte rendement. Een voorbeeld hiervan is een wijziging van de parameter huurverhoging. Voor het voorbeeld is het bedrag € 15.099,-. Dit bedrag gedeeld door de bedrijfswaarde op jaarbasis levert een rendementsbijdrage op van 4,5%.
- *Indirect rendement verhuur: aanpassing van de opbrengsten- en uitgavenniveaus*  
Hier wordt het indirecte rendement berekend als gevolg van de wijziging van de niveaus van de gehanteerde kasstromen. Voor het voorbeeld is het bedrag als bijdrage aan het indirecte rendement negatief € 8.678,-. Dit bedrag gedeeld door de bedrijfswaarde op jaarbasis levert een rendementsbijdrage op van -2,6%.

Per saldo resteert een bedrag aan indirect rendement uit de hiervoor onderscheiden factoren van € 5.992,-. Uitgedrukt als percentage van de bedrijfswaarde op jaarbasis is dat 1,8%.

	Mutatie bedrijfswaarde in het jaar Bedrijfswaarde op jaarbasis		€ 5.992,- € 335.173,-		= 1,8%
Indirect rendement verhuur =	$\frac{\text{Mutatie bedrijfswaarde in het jaar}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=		=	

### Totaal rendement verhuur

Het totaal van indirect en direct rendement wordt ook gerelateerd aan de bedrijfswaarde op jaarbasis.

Totaal rendement verhuur	=	$\frac{\text{Som van direct en indirect rendement}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{€ 25.988,-}{€ 335.173,-}$	=	7,8%
--------------------------	---	--	---	----------------------------------	---	------

### Rendementsbijdrage verkoop

De bijdrage aan het vastgoedrendement door de verkoop van huurwoningen in het verslagjaar wordt berekend door de verkoopopbrengsten te relateren aan de bedrijfswaarde op jaarbasis.

Rendementsbijdrage verkopen	=	$\frac{\text{Opbrengsten verkopen}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{€ 5.057,-}{€ 335.173,-}$	=	1,6%
-----------------------------	---	--	---	---------------------------------	---	------

### Rendementsbijdrage (onrendabele) investeringen

De rendementsbijdrage van de investeringen en desinvesteringen (exclusief sloop) is gelijk aan de bedrijfswaarde van deze investeringen en desinvesteringen minus de verwervingsprijs van deze investeringen. In dit voorbeeld wordt deze rendementsbijdrage opgebouwd uit de post onrendabele investeringen uit de Winst- en Verliesrekening (tegen actuele waarde).

Rendementsbijdrage onrendabele investeringen	=	$\frac{\text{Onrendabele investeringen}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{€ 2.134,-}{€ 335.173,-}$	=	-0,6%
--	---	---	---	---------------------------------	---	-------

### Totaal rendement vastgoed

Het totaal rendement is dan de som van de hiervoor onderscheiden deelrendementen:

Direct rendement verhuur	6,0%
Indirect rendement verhuur	1,8%
Rendementsbijdrage verkoop	1,6%
Rendementsbijdrage onrendabele investeringen	-0,6%
<b>Totaal rendement vastgoed</b>	<b>8,8%</b>

### **Rendementskengetallen vreemd vermogen**

#### Direct rendement vreemd vermogen

Bij de bepaling van de rendementskengetallen voor het vreemd vermogen staat de rentabiliteitswaarde van de leningenportefeuille centraal. Deze wordt bepaald door gebruik te maken van dezelfde disconteringsvoet als bij de bepaling van de bedrijfswaarde van de materiële vaste activa in exploitatie. De gemiddelde rentabiliteitswaarde van de leningen wordt berekend door de som van de waarde per ultimo 2002 en de waarde per ultimo 2003 te delen door twee. Voorts wordt de rentelast gerelateerd aan de gemiddelde rentabiliteitswaarde. De gemiddelde rentabiliteitswaarde is de waarde van de leningen aan het begin van het verslagjaar plus de waarde aan het eind van het verslagjaar gedeeld door twee, dus € 231.156,- plus € 238.639,- gedeeld door twee is € 234.897,-.

Direct rendement vreemd vermogen	=	$\frac{\text{Rentelasten}}{\text{Gemiddelde rentabiliteitswaarde van de leningen}}$	=	$\frac{€ 17.156,-}{€ 234.897,-}$	=	7,3%
----------------------------------	---	---	---	----------------------------------	---	------

### Indirect rendement vreemd vermogen

Om de berekening van het indirecte rendement vreemd vermogen te kunnen maken is er informatie nodig over de volgende posten:

- Autonome mutatie rentabiliteitswaarde van de leningenportefeuille ultimo 2002
- Rentabiliteitswaarde van nieuwe leningen c.q. leningen waarvoor een renteconversie heeft plaatsgevonden.

Het indirecte rendement op het vreemd vermogen is gelijk aan de mutatie van de rentabiliteitswaardecorrectie in 2003 ten opzichte van 2002 (afzonderlijke post in de aangepaste Winst- en Verliesrekening) gedeeld door de gemiddelde rentabiliteitswaarde van de leningenportefeuille over het jaar 2003.

Indirect rendement vreemd vermogen	=	$\frac{\text{Mutatie rentabiliteitswaardecorrectie}}{\text{Gemiddelde rentabiliteitswaarden van de leningen}}$	=	$\frac{-€ 4.095,-}{€ 234.897,-}$	=	-1,7%
------------------------------------	---	--	---	----------------------------------	---	-------

### Totaal rendement vreemd vermogen

Het totale rendement op het vreemd vermogen is de som van het direct en indirect rendement vreemd vermogen.

Direct rendement vreemd vermogen	7,3%
Indirect rendement vreemd vermogen	-1,7%
<b>Totaal rendement vreemd vermogen</b>	<b>5,6%</b>

### **Rendement weerstandsvermogen**

Bij de bepaling van het rendement op het weerstandsvermogen wordt de mutatie in het eigen vermogen (bepaald tegen actuele waarde) en de mutatie in de overige posten zoals voorzieningen gerelateerd aan het gemiddelde weerstandsvermogen gedurende het jaar. Het gemiddelde weerstandsvermogen wordt berekend door de helft te nemen van de som van de waarde aan het begin en het eind van het jaar.

Rendement weerstandsvermogen	=	$\frac{\text{Weerstandsvermogen ultimo 2003 minus weerstandsvermogen ultimo 2002}}{\text{Gemiddeld weerstandsvermogen}}$	=	$\frac{€ 14.544,-}{€ 129.319,-}$	=	11,2%
------------------------------	---	--	---	----------------------------------	---	-------