

STUREN OP RENDEMENT

Naarden, 22 juni 2004

INHOUDSOPGAVE

2

Voorwoord	3
1. De corporatie als hybride organisatie	5
1.1 De corporatie als maatschappelijke onderneming	5
1.2 De corporatie als vastgoedonderneming	5
1.3 Maatschappelijk versus financieel rendement	6
1.4 Corporatie governance.....	6
2. Transparantie in maatschappelijk en financieel functioneren	8
2.1 Financiële sturing	8
2.2 Sturen op bedrijfswaarde	8
2.3 Beheersen met behulp van rendementskengetallen	9
3. Rendementskengetallen	11
3.1 Van jaarresultaat naar waardeontwikkeling.....	11
3.2 Prestatiemeting met kengetallen.....	12
3.3 Palet van rendementskengetallen.....	12
3.4 Toepassing bij sturing en toezicht	15
3.5 Benchmarking met rendementskengetallen.....	19
4. Het vastgoedrendement van de corporatiesector	22
4.1 Rendement vastgoed 2001 en 2002	22
4.2 Vastgoedrendement 2003 tot en met 2007	23
4.3 Effecten van beleidsopties	25

Het Centraal Fonds berekent elk jaar rendementskengetallen op basis van de van corporaties ontvangen Cijfermatige Kerndata. Het Fonds gebruikt deze kengetallen voor de individuele beoordeling van corporaties en voor het geven van inzicht in het financiële beeld van de sector als geheel. Deze kengetallen maken ook onderdeel uit van de benchmark die het Fonds jaarlijks aan de corporaties en overige belanghebbenden verstrekt. Daarbij kunnen de eigen cijfers van de corporatie worden vergeleken met:

- Een referentiegroep: een groep corporaties met vergelijkbare kenmerken op het gebied van stedelijkheid en restant levensduur
- De regio: de corporaties in dezelfde bestuurlijke regio (BWS-gebied)
- Het landelijke gemiddelde.

Met de rendementskengetallen wordt het bestuur van de corporatie een raamwerk geboden waarmee het financieel presteren van de corporatie inzichtelijk kan worden gemaakt. De interne toezichthouder heeft met de kengetallen een hulpmiddel waarmee zij het bestuur van de corporatie kan bevragen over de mate waarin de voorgenomen prestaties zijn gerealiseerd c.q. het gewenste financiële effect hebben gehad in relatie tot het voor de financiële continuïteit benodigde rendement op de vastgoedportefeuille. Op individueel corporatieniveau kan met meer kengetallen worden gewerkt dan in de voorliggende rapportage. De interne toezichthouder beschikt immers over meer en uitgebreidere (financiële) informatie dan het Centraal Fonds in zijn rol van externe toezichthouder. De voorliggende rapportage en de gebruikte voorbeelden zijn dan ook vooral bedoeld als stimulans voor interne toezichthouders om instrumenten voor het interne toezicht te bieden. De rapportage is daarmee een uitwerking van het in 2003 gepubliceerde rapport 'Tussen regels en rolopvatting' over de kwaliteit van het interne toezicht.

Gelet op de ontwikkeling in het denken over en het vorm geven aan het 'vastgoed-rekenen', de samenhang met het bepalen van het risicoprofiel en de discussies in de corporatiesector over de waardering van vastgoed, moet de in de rapportage gepresenteerde benadering van de wijze waarop invulling wordt gegeven aan de rendementskengetallen gezien worden als een tussenstap naar een nog nader vast te stellen model. Daarbij kan worden gedacht aan de wijze waarop het rendement inzichtelijk kan worden gemaakt, waarbij tevens aan het maatschappelijk rendement inhoud kan worden gegeven.

Het toepassen van de rendementskengetallen bij de sturing van en het interne toezicht op de corporatie blijkt in de praktijk lastig te zijn. In de rapportage wordt de werking van de kengetallen verduidelijkt aan de hand van onder meer een aantal vragen en mogelijke antwoorden daarop. Bij het opstellen van de rapportage is uitgegaan van de veronderstelling dat de lezer geen specifieke financiële achtergrond heeft. In een separaat toe te zenden achtergrondrapportage is die achtergrond wel verondersteld. Deze is meer toegespitst op de financieel verantwoordelijke functionaris(sen) van de corporatie.

In het eerste hoofdstuk van de rapportage wordt ingegaan op de corporatie als maatschappelijke en als vastgoedonderneming en in samenhang hiermee het maatschappelijk c.q. het financieel rendement. In hoofdstuk 2 wordt een algemeen beeld geschetst van het nut en de noodzaak van de financiële sturing op basis van de waarde en waardeontwikkeling (de bedrijfswaarde), die tot uitdrukking worden gebracht in rendementskengetallen. Daarnaast wordt inzicht gegeven in de samenhang tussen de verschillende kengetallen. In hoofdstuk 3 worden de kengetallen vervolgens eerst stap voor stap besproken en aan de hand van vereenvoudigde cijfervoorbeelden toegelicht. Vervolgens worden de kengetallen gepresenteerd van een voorbeeldcorporatie. Door middel van vraag en antwoord wordt inzicht gegeven in de betekenis van de getallen. Dat gebeurt op een zelfde (volgordelijke) wijze als waarop de kengetallen aan de corporaties worden verstrekt als onderdeel van de benchmark. In hoofdstuk 4 wordt tenslotte een beeld gegeven van het vastgoedrendement van de corporatiesector. Dat gebeurt voor het verslagjaar en de ontwikkeling tot en met 2007. Voor het krijgen van inzicht in de gevoeligheid van de uitkomsten wordt tevens een drietal simulaties van beleidsopties gepresenteerd: een meer marktgericht huurbeleid, een toename van de voorraadmutaties en een doorzetten van de stijging van de beheerkosten van de afgelopen drie jaren. Gelet op de aanbevelingen in het Verslag financieel toezicht woningcorporaties 2002 acht het Fonds het raadzaam dat de drie simulaties van beleidsopties ook op individueel corporatieniveau navolging krijgen. Daarmee wordt gestimuleerd dat meer in termen van waardeontwikkeling gedacht gaat worden.

De voorliggende rapportage en de achtergrondrapportage zijn ook te verkrijgen via de website van het Fonds.

1. DE CORPORATIE ALS HYBRIDE ORGANISATIE

De corporatie is een private organisatie met een maatschappelijke taak, oorspronkelijk voortgekomen uit particuliere initiatieven om maatschappelijke problemen aan te pakken. In de jaren negentig van de vorige eeuw werd in verband met de politieke druk op corporaties de sector financieel verzelfstandigd. Het Besluit beheer sociale-huursector (BBSH) werd ingevoerd. In het BBSH werden de prestatievelden vastgelegd op basis waarvan corporaties dienden te presteren en over hun maatschappelijk en financieel presteren verantwoording dienden af te leggen. Het externe toezicht op corporaties ging naar de gemeenten (en in 1997 weer terug naar de Rijksoverheid). Daarnaast werd het interne toezicht binnen de corporatie wettelijk geregeld. Iedere woningcorporatie heeft een intern toezichthoudend orgaan dat toezicht houdt op het bestuur van de corporatie.

1.1 De corporatie als maatschappelijke onderneming

Om de uitvoering van de 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 bijvoorbeeld 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. Deze faciliteiten hebben het afgelopen decennium laten zien dat Nederland gemiddeld genomen een kwalitatief goede en betaalbare voorraad huurwoningen heeft voor mensen die om uiteenlopende redenen moeilijker in hun woonbehoefte kunnen voorzien.

Terugkijkend op de geschiedenis van woningcorporaties is het voldoen aan maatschappelijke verwachtingen al sinds jaar en dag onderdeel van het bestaan. Veel corporaties geven in beleidsplannen aan dat ze 'werkzaam zijn in het belang van de volkshuisvesting' of omschrijven de belangrijkste reden van bestaan als 'het huisvesten van groepen die niet in hun eigen huisvesting kunnen voorzien'. Hiermee sluiten deze corporaties aan bij de taakomschrijving in de Woningwet. De laatste jaren wordt door beleidsmakers veel inzet van corporaties verwacht bij de herstructurering van wijken in met name de grotere steden. Een inzet die nauwelijks wordt verwacht van overige eigenaren van vastgoed in deze wijken. De verwachting van de overheid op het terrein van herstructurering is dat corporaties aanzienlijke, bedrijfseconomisch niet-rendabele investeringen doen. Van corporaties wordt ook verwacht dat zij mensen, die om financiële redenen niet zelf voor passende huisvesting kunnen zorgen, kwalitatief aanvaardbare woonruimte aanbieden. En recent worden corporaties aangesproken op te leveren inspanningen op het terrein van wonen en zorg.

De prestatievelden, de door de overheid gedefinieerde maatschappelijke functie, zijn vastgelegd in het BBSH:

- Het passend huisvesten van de doelgroep
- Kwalitatief en duurzaam in stand houden van het woningbezit
- Betrekken van bewoners bij beheer en beleid
- Waarborgen van de financiële continuïteit
- Bevorderen van de leefbaarheid in buurten en wijken
- Wonen en zorg.

Uit de omschrijving van deze prestatievelden blijkt dat corporaties dus als private organisaties een aantal maatschappelijke taken hebben te vervullen. Hybride organisaties die vanuit de overheid een aantal faciliteiten hebben om deze maatschappelijke taken ook binnen een zekere mate van ondernemerschap te kunnen invullen.

1.2 De corporatie als vastgoedonderneming

In zekere zin zijn corporaties ook ondernemer. Corporaties lopen immers economisch risico over hun activiteiten. En is het lopen van economisch risico niet een belangrijk aspect van ondernemerschap? Corporaties kennen ook een eigen vermogen. Weliswaar moet dit vermogen worden besteed in het belang van de volkshuisvesting, maar dat begrip is ruim geformuleerd. In de regelgeving is voorgeschreven dat de corporatie een zodanig financieel beheer moet voeren, dat haar voortbestaan is verzekerd.

Stel dat corporaties zelfstandige ondernemers zijn die in vastgoed beleggen en dit vastgoed zelf exploiteren. De vraag of een corporatie in enig jaar goed heeft gepresteerd is dan betrekkelijk eenduidig te beantwoorden. Goed presteren betekent immers het halen van de vooraf bepaalde doelstellingen. Bij een ondernemer zijn deze doelstellingen hoofdzakelijk financieel van aard, namelijk de vraag of de onderneming genoeg waarde voor aandeelhouders heeft geschapen om ook in de toekomst te kunnen blijven beleggen in vastgoed. 'Aandeelhouwerswaarde' is belangrijk, omdat vastgoedbeleggers maar een deel van de investering met vreemd vermogen (bijvoorbeeld een hypotheek) kunnen financieren. Een structurele druk op de omvang van de exploitatiekosten (beheer en onderhoud) houdt de ondernemer scherp. Voortdurend speelt de vraag of de exploitatie niet efficiënter kan. De opbrengsten zullen worden gemaximaliseerd. De huren zullen zoveel mogelijk de markt volgen en als het bedrijfseconomisch aantrekkelijk is, zullen delen van het vastgoed worden verkocht. Om als interne toezichthouder de vinger aan de pols te houden kan voor het financiële toezicht teruggevallen worden op een breed scala aan hulpmiddelen, variërend van periodieke taxaties van de vastgoedportefeuille tot benchmarking met andere beleggers. Het presteren van de vastgoedondernemer wordt immers vooral op financiële gronden beoordeeld.

1.3 Maatschappelijk versus financieel rendement

Bij een vastgoedondernemer gaan de gedachten al snel naar financieel rendement. Corporaties worden geassocieerd met maatschappelijk rendement. De maatschappelijke verwachtingen van corporaties zijn hoog. Maar bedacht moet worden, dat de bijdragen aan de gemeenschap voortkomen uit de revenuen van het ondernemerschap na zekerheidstelling van de continuïteit. Naast een huurbeleid dat recht doet aan het beschikbaar houden van woonruimte voor de doelgroep, worden grote inspanningen gevraagd op het terrein van stedelijke vernieuwing en herstructurering. Het economische risico is uiteraard ook niet uit te vlakken. Stijgt de rente structureel, dan kan de financiële continuïteit onder druk komen te staan. Daalt de belangstelling voor delen van de woningvoorraad, dan ontstaat er al snel een aanzienlijke inkomstenderving. De corporatie als vastgoedondernemer moet een vastgoedportefeuille gedurende decennia exploiteren die zowel maatschappelijk als bedrijfseconomisch voldoende moet renderen. De corporatie zal dus voortdurend zowel financieel als maatschappelijk afwegingen moeten maken die te maken hebben met de marktpositie, de samenstelling van de woningvoorraad, de toekomstverwachtingen en het rendement. Gedurende die decennia staat de corporatie dan ook regelmatig voor strategische keuzes, zoals de mate waarin de huurprijs moet worden aangepast, of moet worden verkocht of gerenoveerd. Deze keuzes kan en mag zij vaak niet alleen maken, maar worden deels ingegeven door de institutionele context waarbinnen de corporatie opereert.

Het spanningsveld tussen enerzijds het waarborgen van de financiële continuïteit en anderzijds het moeten voldoen aan de maatschappelijke verwachtingen, maakt de rol van zowel de bestuurder als de interne toezichthouder niet gemakkelijk. Absolute ijkpunten voor de meetlat ontbreken. Het transparant maken van het financiële effect van beslissingen op het economisch presteren van het vastgoed van de corporatie is een voorwaarde om het bestuur en het interne toezicht adequaat in te vullen. Matcht de gerealiseerde financiële inzet met het voorgenomen beleid? En van de interne toezichthouder wordt verwacht dat deze de vinger aan de pols houdt bij het bestuur. Dit maakt het financiële interne toezicht bij de corporatie complex. Daarnaast kennen corporaties geen aandeelhouders die een rendement op het eigen vermogen eisen. Door het ontbreken van de tucht van de markt worden de financiële mogelijkheden aanzienlijk vergroot. Keerzijde is dat de beoordeling van de financiële prestaties wordt bemoeilijkt. Een externe maatstaf ontbreekt. Een voortdurende prikkel tot efficiënt beheer van het vastgoed ontbreekt.

1.4 Corporatie governance

Corporate governance betekent goed ondernemersbestuur. Goed ondernemersbestuur kan niet zonder adequaat intern toezicht. Het externe toezicht op corporaties is verschoven van gedetailleerde voorschriften vooraf naar externe toetsing achteraf op de geleverde prestaties. Het belang van interne checks en balances, waaronder de rol en taakopvatting van de interne toezichthouder, is daarmee toegenomen. Corporaties kennen als instellingen met een maatschappelijke taak een extra dimensie in de beoordeling van het functioneren. Dit wordt aangeduid met corporatie governance.

De corporatie wordt geconfronteerd met een scala aan maatschappelijke taken en soms een beperkte hoeveelheid beschikbare financiële middelen. Zij zal voortdurend een afweging moeten maken tussen de inzet van financiële middelen voor de maatschappelijke taken en de zorg voor de financiële continuïteit op termijn. De vraag is of deze maatschappelijke taak eenduidig meetbaar en te kwantificeren is. Het liefst aan een uniforme, voor alle corporaties en onder alle omstandigheden geldende meetlat die ook nog eens in geld is uitgedrukt. Als deze lat bestaat wordt het interne toezicht op het maatschappelijk presteren in combinatie met de financiële continuïteit vergemakkelijkt. Ondanks allerlei initiatieven is er echter nog geen brede overeenstemming over een dergelijke meetlat. Vaak worden de voorgestelde oplossingen als te kwantitatief of juist te algemeen gezien.

Het Fonds laat met de introductie van een samenhangende set rendementskengetallen zien dat het niet zozeer gaat over de hoogte van de geleverde (financiële) prestaties. In plaats van vergelijking met (de ontwikkeling van) marktwaarden gaat het voor corporaties nadrukkelijker over de vergelijking van de geleverde met de voorgenomen prestaties. Deze voorgenomen prestaties komen tot stand in nauw overleg met relevante stakeholders van de corporaties (zoals gemeenten en huurdersorganisaties). De effecten van deze prestaties dient de corporatie financieel zichtbaar te maken.

De interne toezichthouder heeft met rendementskengetallen een hulpmiddel waarmee zij het bestuur van de corporatie kan bevragen over de mate waarin de financiële uitkomsten van genomen beslissingen daadwerkelijk zijn gerealiseerd c.q. het gewenste financiële effect hebben gehad in relatie tot het voor de financiële continuïteit benodigde rendement op de vastgoedportefeuille. Het werken met een eenduidige set rendementskengetallen maakt het mogelijk om de geleverde en verwachte financiële prestaties te vergelijken met die van bijvoorbeeld vergelijkbare corporaties of corporaties binnen dezelfde regio.

2. TRANSPARANTIE IN MAATSCHAPPELIJK EN FINANCIËEL FUNCTIONEREN

8

In deze publicatie staat de vraag centraal op welke wijze de corporatie het financiële reilen en zeilen van de vastgoedportefeuille transparant kan maken om inzicht te krijgen in onder andere het financiële beheer en de maatschappelijke inzet in de exploitatie van de huurwoningen. Startpunt is wat de corporaties in de reguliere externe verantwoording al moeten doen. De externe financiële verantwoording door corporaties is geregeld in het BBSH en in specifieke richtlijnen voor corporaties van de Raad voor de Jaarverslaggeving. Deze richtlijnen maken onderdeel uit van de meer generieke richtlijnen voor de jaarverslaggeving. In deze richtlijnen zijn de spelregels opgenomen waarbinnen bedrijven en specifiek benoemde organisaties jaarlijks inzicht geven in het jaarresultaat en de financiële positie. Het kader dat de interne toezichthouder gebruikt om zijn toezicht op het bestuur vorm te geven is vrij. Het ligt voor de hand om dat deels te doen volgens het stramien van de externe verantwoording. Zo wordt immers zowel inhoudelijk als qua voortbrengingsproces aangesloten bij een infrastructuur die al bij de corporatie aanwezig is. Op basis van de bouwstenen voor de externe financiële verslaggeving heeft het Fonds een aanpak ontwikkeld die het financiële en bedrijfsmatige presteren voor interne verantwoordingsdoeleinden inzichtelijk maakt.

2.1 Financiële sturing

Vaak vallen corporaties voor het evalueren van de interne financiële prestaties terug op de Winst- en Verliesrekening. In het algemeen is in de jaarbegroting geraamde winst, veelal samen met een ratio die het eigen vermogen uitdrukt in een percentage van het balanstotaal (solvabiliteit), de meetlat waarlangs de commissarissen het bestuur bij het goedkeuren van de jaarstukken leggen. Knelpunt bij een dergelijke meting is dat het jaarresultaat op zich niet zoveel zegt over het onderliggende financiële presteren. De verkoop van een aantal woningen heeft bijvoorbeeld een relatief fors effect op het jaarresultaat, terwijl een structurele kostenstijging in het resultaat van een jaar niet zoveel effect heeft, maar cumulatief op de resterende levensduur van het bezit wel een forse impact heeft. Ook de solvabiliteit op zichzelf zegt niet alles. In welke mate heeft de corporatie het vermogen bijvoorbeeld nodig voor toekomstige investeringen in de vernieuwing en herstructurering? Moet een hoge solvabiliteit nu als goed worden beoordeeld of, gezien de volkshuisvestelijke taak, juist niet?

De (ontwikkeling van de) vermogenspositie van een corporatie is niet een kwestie van zwart-wit. En het is ook niet een kwestie van geld dat al dan niet ergens op de bank staat. Waar het op aankomt is dat de corporatie zijn maatschappelijke functie waarmaakt. Wat deze maatschappelijke functie precies inhoudt, is voortdurend onderwerp van gesprek tussen de Rijksoverheid, de lokale overheden en de corporaties. De invulling hiervan door de corporatie dient op lokaal niveau in onder andere prestatieafspraken te zijn geregeld. Maar ook het matchen van middelen tussen corporaties is onderdeel van de maatschappelijke functie van de individuele corporatie. Waar het in ieder geval op aankomt is dat er geïnvesteerd kan worden in bijvoorbeeld de stedelijke vernieuwing, in kwalitatief goede nieuwbouw en in wonen met zorg. Het antwoord op de vraag hoe goed/slecht wordt gepresteerd, ligt voor een groot deel in de samenstelling van de ontwikkeling van de financiële waarde van het vastgoed. Daarbij is van belang hoe de realisatie in enig jaar zich verhoudt tot de geraamde opbouw van de waardeontwikkeling. Vergelijking van de prestaties met die van andere corporaties verhoogt daarnaast het inzicht in het eigen presteren van de corporatie.

2.2 Sturen op bedrijfswaarde

Om een bruikbare financiële meetlat te krijgen voor de specifieke taak van de corporaties neemt het Fonds de kerntaak van de corporatie als uitgangspunt, de verhuur van woningen. In de Woningwet vinden we een doelomschrijving ('uitsluitend op het gebied van de volkshuisvesting werkzaam') en de omschrijving van een deel van de taak, namelijk het met voorrang huisvesten van personen die door hun inkomen of door andere omstandigheden moeilijkheden ondervinden bij het vinden van hun passende huisvesting. Het vermogen van de corporatie mag alleen worden aangewend voor zaken die betrekking hebben op de volkshuisvesting.

De inzichten over de waardering van vastgoed zijn in beweging. De alom bekende en vertrouwde waardering op basis van historische kostprijs is niet meer zaligmakend. De actuele waarde van het vastgoed is in opmars. Deze actuele waarde kent verschillende verschijningsvormen. De meest toegepaste zijn de bedrijfswaarde (wat is de toekomstige geldwaarde van de exploitatie van de woningen), vormen van marktwaarde (meestal toegespitst op de vraag wat verkoop op termijn oplevert) en vervangingswaarde (wat kost een vergelijkbare woning op dit moment).

Welke waarderingsgrondslag voor de portefeuille huurwoningen past nu het best bij woningcorporaties? 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. Inzicht in de financiële spankracht van de corporatie is beperkt door het voorzichtige karakter van deze grondslag. Toepassing van actuele waarde biedt meer aanknopingspunten. De vervangingswaarde geeft inzicht in de uitgaven die een corporatie zou hebben gedaan, uitgedrukt in euro's van nu, maar geeft geen inzicht in de toekomstig te realiseren waarde. Dit waardebegrip is bijvoorbeeld zinvol bij de bepaling van de te verzekeren waarde bij een opstalverzekering. 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 het beleid van de met de exploitatie van vastgoed samenhangende kosten, alsmede de restwaarde bij beëindiging van de beschouwde periode voor de exploitatie. Daarmee laat deze grondslag de financiële kracht of zwakte van de corporatie zien. De bedrijfswaarde is in de ogen van het Fonds de meest geëigende waarderingsgrondslag voor woningcorporaties. Niet alleen als grondslag in de jaarrekening, maar vooral ook als grondslag voor de berekening van rendementskengetallen. Daarmee wordt het voor zowel het bestuur als het interne toezichtorgaan van de corporatie beter mogelijk gemaakt te sturen en toezicht te houden op basis van de waardeontwikkeling van het vastgoed.

2.3 Beheersen met behulp van rendementskengetallen

Een woningcorporatie investeert in vastgoed om aan haar maatschappelijke taken te voldoen. Deze investering moet gefinancierd worden. Omdat woningcorporaties geen aandeelhouders hebben die risicodragend beleggen in de vastgoedprojecten, wordt een deel van de benodigde middelen geleend op de kapitaalmarkt. De exploitatie van het totale woningbezit van een corporatie moet voldoende rendement realiseren om ten minste de rentevergoeding aan de bank te kunnen betalen en een basisrendement op het ingezette eigen vermogen op te leveren, teneinde tegenvallers in de exploitatie van de woningen en ten aanzien van de kosten van de organisatie te kunnen opvangen. Zo zal de corporatie een buffer in de vorm van eigen vermogen moeten hebben om risico's te kunnen opvangen. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw stelt bijvoorbeeld eisen aan de minimale omvang van het eigen vermogen ingeval van waarborging van aangetrokken vreemd vermogen.

Optimaliseren van de financiële prestaties is geen doel op zich. Het gaat in essentie om de vraag of de leiding van de corporatie haar beschikbare financiële middelen heeft aangewend om vooraf bepaalde volkshuisvestelijke doelstellingen te realiseren, rekening houdend met de te leveren prestaties. De bedrijfswaarde van het vastgoed is voor corporaties het best passende waardebegrip om de financiële waarde van de bezittingen (en dus van de corporatie) te meten. Voor de taakuitoefening van het intern toezichthoudende orgaan op de maatschappelijke prestaties en het financiële beleid is het cruciaal om inzicht te krijgen in de voorgenomen respectievelijk gerealiseerde waardeverandering van het bezit in enig jaar. Het vastgoed van de corporatie is grotendeels gefinancierd met aangetrokken leningen. Over deze leningen moet rente betaald worden. Het verschil tussen de bezittingen en schulden van een corporatie is het eigen vermogen. Ook hierover dient een bepaald rendement te worden behaald (rekening houdend met de maatschappelijke beleidsvoornemens). Een oordeel over het financiële reilen en zeilen wordt pas mogelijk als de verwachtingen over de te lopen risico's en de te behalen rendementen vooraf duidelijk zijn vastgesteld. Het is dus van belang dat er inzicht bestaat in de samenstelling van het rendement. Daarmee kan antwoord worden gegeven op de vraag of een positief financieel rendement nu wordt veroorzaakt door het handelen van de corporatie of door bijvoorbeeld een niet te beïnvloeden grootheid als de kapitaalmarktrente. En is bijvoorbeeld een negatief financieel rendement in enig jaar nu het gevolg van een volkshuisvestelijke inzet of van een stijging van de beheerkosten van het vastgoed? Het Fonds heeft een methodiek ontwikkeld om de opbouw van het gerealiseerde rendement in enig jaar inzichtelijk te krijgen en toetsbaar te maken aan de geraamde samenstelling van het rendement.

De opbouw van en samenhang tussen de toegepaste rendementsbegrippen is als volgt:

Kapitaalrendement		Vermogensrendement	
Vastgoedrendement	Direct rendement (feitelijke kasstroom) Verhuur Verkoop Onrendabel	Eigen vermogen	
	Indirect rendement (waardeontwikkeling verhuur)	Vreemd vermogen	Direct rendement (feitelijke kasstroom)
Rendement overige activiteiten			Indirect rendement (waardeontwikkeling, mutatie RWC)

Het Fonds maakt onderscheid tussen het kapitaalrendement (het met de bezittingen van de corporatie behaalde rendement) en het vermogensrendement, gespecificeerd naar het rendement over het vreemd vermogen (betaalde rente en ontwikkeling van de rentabiliteitswaarde van de leningen) en het rendement over het eigen vermogen. Met andere woorden: welk rendement is gerealiseerd met het beheer van de vastgoedportefeuille, welk deel van het rendement wordt opgeëist door de verschaffers van het vreemd vermogen en welk deel is met het eigen vermogen gerealiseerd. In dit kader hanteert het Fonds een breder vermogensbegrip, namelijk het weerstandsvermogen. De voorziening onderhoud en diverse egalisatierekeringen maken hiervan onder meer onderdeel uit. Dit weerstandsvermogen is gebaseerd op de opgave van de corporatie.

In beginsel worden alle bezittingen (actiefzijde van de balans) betrokken in de berekening van het kapitaalrendement. Dit betreft bijvoorbeeld de beleggingen, de projectontwikkeling, de financiële verbindingen en overige activiteiten. Het Fonds kan niet beschikken niet over voldoende gespecificeerde informatie om voor deze activiteiten afzonderlijk rendementsskengetalen te kunnen presenteren. In de uitwerking kunnen ze daarom niet (gebundeld) worden gepresenteerd. Naast het rendement uit de directe exploitatie van het vastgoed, blijft het rendement uit de (eventuele, al dan niet vastgoed-gerelateerd) overige ondernemingsactiviteiten een pm.-post.

De verbijzondering van het kapitaalrendement biedt de mogelijkheid de financiële prestaties van de vastgoedportefeuille in beeld te brengen in relatie tot de marktontwikkelingen. Enerzijds worden de effecten van investeringen en verkopen apart zichtbaar gemaakt. Anderzijds wordt inzicht gegeven in de (voorcalculatorische) reguliere ontwikkeling in het jaar, de effecten van parameterwijzigingen voor de toekomst en de effecten van overige wijzigingen voor toekomstige jaren. De vergelijking op het niveau van de samenstellende onderdelen kan een belangrijke functie vervullen in de interne verantwoording die corporaties afleggen over hun (maatschappelijk) handelen. De uitsplitsing maakt een kwantificering van de maatschappelijke inzet mogelijk en biedt een alternatief voor het ontbreken van sturing op enige vorm van aandeelhouderswaarde. Juist als de verwachte c.q. begrote rendementsopbouw afgezet wordt tegen de gerealiseerde opbouw van het rendement en wordt vergeleken met andere corporaties, is een bruikbaar instrument geboden voor de evaluatie van het financiële functioneren van de corporatie door de interne toezichthouder. Met andere woorden: in de eerste plaats zijn de gestelde doelstellingen bereikt en in de tweede plaats heeft de corporatie daarbij de haar beschikbare financiële middelen besteed overeenkomstig het voorafgesproken kader. Zowel de maatschappelijke kosten als het noodzakelijke financiële rendement worden in één kader gevat. Bij de begroting versus realisatieanalyse moet bedacht worden, dat het om de uitkomsten van de voorgenomen activiteiten gaat. Het rendementsbeeld moet dus steeds in relatie gezien worden tot het niveau van de invulling van die beleidsvoornemens.

3. RENDEMENTSKEGETALLEN

Ligt de corporatie op koers, zowel qua maatschappelijk presteren als financieel? Leggen de genomen beleidsbeslissingen het verwachte beslag op de schaarse financiële middelen of moet er worden bijgestuurd? Wordt de beschikbare financiële ruimte ook op middellange termijn effectief ingezet of neemt het weerstandsvermogen structureel te veel af? Vragen waarmee zowel bestuurders als commissarissen bij een woningcorporatie worden geconfronteerd. Vragen waarop het vaak lastig is om een antwoord te krijgen. Laat staan dat in de rapportages structureel inzicht wordt gegeven in het financieel presteren van de corporatie in vergelijking met andere corporaties. Juist het spiegelen aan de realisaties en de voornemens van vergelijkbare corporaties biedt aanknopingspunten om kritisch te kijken naar het eigen beleid en de (financiële) uitkomsten van de eigen corporatie.

3.1 Van jaarresultaat naar waardeontwikkeling

De beoordeling door de commissarissen van het (financieel) presteren in het jaar is vaak gekoppeld aan het begrote jaarresultaat en in meerjarenperspectief vaak aan de ontwikkeling van de jaarresultaten en het eigen vermogen. Daarmee wordt in feite gestuurd op het boekhoudkundige jaarresultaat. Voor het beoordelen van de activiteiten die bijgedragen hebben aan het financieel presteren van de corporatie heeft deze meer boekhoudkundige aanpak haar beperkingen. De uitkomst wordt sterk beïnvloed door de toegepaste rekenregels en kan niet goed worden afgezet tegen een schaal. De vraag of het gerealiseerde resultaat nu als goed of slecht moet worden beoordeeld, kan niet goed worden beantwoord, omdat er geen normen zijn waaraan het resultaat kan worden gerelateerd.

Voor verantwoordingsdoeleinden en voor het verkrijgen van inzicht in de financiële positie van een corporatie zijn de traditionele verslaggevingsregels goed bruikbaar. Voor financiële sturing van het vastgoed en voor de evaluatie van het financieel en maatschappelijk presteren schieten deze echter tekort. Het realiseren van de begrote winst in enig jaar door het uitstellen van onrendabele investeringen en het verkopen van extra woningen hoeft bijvoorbeeld helemaal niet gewenst te zijn. Het niet uitvoeren van noodzakelijk geachte investeringen in de woningvoorraad is op korte termijn misschien wel financieel interessant, maar is mogelijk ongewenst vanuit het gewenste maatschappelijk presteren. Ook de waarde van het vastgoed op termijn kan onder druk komen te staan, omdat de kwaliteit achterblijft bij de vraag. Het jaarresultaat is dan wel gehaald, maar maatschappelijk en financieel gezien zijn de effecten niet gewenst. Kortom, niet het resultaat staat centraal, maar de vraag of de beslissingen van het bestuur van de corporatie hebben bijgedragen aan de gewenste waardeontwikkeling, zowel in financiële als in maatschappelijke zin.

In de praktijk gebruikt een corporatie een beperkt aantal instrumenten om sturing en verantwoording binnen de eigen organisatie vorm te geven. Vaak wordt om pragmatische redenen aangesloten bij de instrumenten die voor externe stakeholders zijn voorgeschreven, namelijk de balans, de Winst- en Verliesrekening en kasstroomoverzichten. Deze instrumenten zijn al sinds jaar en dag in administratieve systemen verankerd. Bovendien voelt het 'vertrouwd' om informatie in deze uitsplitsing gepresenteerd te krijgen. Tenslotte sluit het goed aan bij het raakpunt van de externe en interne verantwoordingscyclus van de corporatie, de jaarrekening.

Het gezegde 'eenvoud is het kenmerk van het ware' typeert treffend waaraan financiële informatie moet voldoen. De beschikbare cijferbrij moet zo worden getransformeerd dat op het juiste aggregatieniveau inzicht wordt gegeven in waar het om gaat, namelijk het presteren als maatschappelijk ondernemer. Een palet dus, waarmee het bestuur stuurt en de interne toezichthouder vaststelt of de corporatie op koers ligt. Hiernavolgend wordt de invalshoek van het (financieel) presteren van het vastgoed in exploitatie gekozen, de kerntaak van de corporatie. Vervolgens wordt de relatie gelegd met de financiering van het vastgoed in exploitatie. De gerealiseerde en verwachte rendementsontwikkeling van het vastgoed, van de financiering en van het weerstandsvermogen vormen het instrumentarium.

3.2 Prestatiemeting met kengetallen

De 'belegging' in woningen is voor de corporatie het middel om de maatschappelijke doelen te bereiken. Deze 'belegging' moet zowel financieel als maatschappelijk renderen. De hoogte van het gewenste rendement bepaalt de corporatie als private onderneming grotendeels zelf. De maatschappelijke inzet van het vermogen drukt het financieel rendement en vice versa. De interne toezichthouder bewaakt de samenhang tussen beiden. Een set van rendementskengetallen kan de commissarissen in hun rol als toezichthouder ondersteunen.

Voor een bruikbaar palet is een juiste, eenduidige meetschaal onontbeerlijk. De bedrijfswaarde laat de financiële kracht of zwakte van een corporatie zien. Door de waarde in te schatten van de toekomstige exploitatiekasstromen van de woningen, wordt de waarde op enig moment bepaald. Het is dus niet relevant wat er in het verleden voor de woningen is betaald of hoe hoog bijvoorbeeld de herbouwwaarde is. Het gaat erom wat in de toekomst met de exploitatie van de woningen aan middelen kan worden gegenereerd. Voor de inrichting van het palet is er behoefte aan meetinstrumenten. De meetinstrumenten moeten helpen vast te stellen of de corporatie op koers ligt en de effecten van bijsturen zichtbaar te maken. Het aantal meetinstrumenten moet overzichtelijk blijven. De interne toezichthouder staat op afstand van het operationeel functioneren van de corporatie. Dit houdt in dat de metingen op een hoog aggregatieniveau plaatsvinden en zich richten op de uitkomsten van het presteren, niet op de processen die leiden tot deze uitkomsten. Dit laatste is de verantwoordelijkheid van het management.

De omvang van de traditionele financiële informatie is omvangrijk en uitgebreid. Dit maakt het lastig om deze informatie te interpreteren. Om hieraan tegemoet te komen zijn kengetallen ontwikkeld. Kengetallen geven in één oogopslag de uitkomst weer van een specifieke berekening, bijvoorbeeld de omvang van de verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen (de solvabiliteit). In de jaarstukken van corporaties worden dergelijke kengetallen veelal opgenomen onder de Cijfermatige Kerngegevens. Deze kengetallen zijn in de regel weinig specifiek, ze worden in vrijwel elke sector gebruikt. Nuttig zijn ze wel, maar inzicht in het presteren geven ze eigenlijk niet. Om de specifieke financiële prestaties van een corporatie inzichtelijk te maken is een overzichtelijke en beperkte set aan kengetallen noodzakelijk die in samenhang aangeeft wat gemeten moet worden. Voor een gedegen analyse is een analysemethodiek nodig die de gebruiker in staat stelt verbanden te leggen en conclusies te trekken. Analyse van de ontwikkelingen van kengetallen maakt het mogelijk om trends te herkennen, kansen en bedreigingen die van invloed zijn op de continuïteit van de corporatie al vroeg te onderkennen en vast te stellen in welke mate de verwachtingen zijn gerealiseerd.

Rendementskengetallen kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het verkrijgen van inzicht in de geleverde en de te leveren prestaties. Ook als de individuele rendementskengetallen worden vergeleken met de prestaties van andere corporaties. Kengetallen geven een gerichte focus ten opzichte van de meer algemene financiële informatie in de balans en de Winst- en Verliesrekening. Naast de meting (het kengetal) is een kader nodig om de meting te interpreteren. De constatering dat het buiten 20 graden is, krijgt betekenis als aangegeven is in welk jaargetijde de meting plaatsvindt. Zo is het ook met kengetallen. Ze moeten ergens aan kunnen worden gerelateerd.

Om een relevant en vergelijkbaar kader voor woningcorporaties te gebruiken moet antwoord worden gevonden op de vraag wat de aard is van de 'belegging' in woningen door de corporatie en hoe het rendementskengetal het rendement meet.

3.3 Palet van rendementskengetallen

In deze paragraaf komen de onderdelen van het palet van rendementskengetallen aan de orde. Het gaat daarbij om:

- het kapitaalrendement: het met de bezittingen van de corporatie behaalde rendement (welk rendement is gerealiseerd met het beheer van de vastgoedportefeuille)
- het vermogensrendement over het vreemd vermogen: betaalde rente en ontwikkeling van de bedrijfseconomische waarde van de leningen (welk deel van het rendement wordt opgeëist door de verschaffers van het vreemd vermogen)
- het vermogensrendement over het weerstandsvermogen: het vermogensrendement dat resteert voor de corporatie.

Kapitaalrendement

Met het kapitaalrendement wordt het behaalde resultaat in relatie tot de aan het vastgoed toegekende waarde c.q. geïnvesteerde middelen tot uitdrukking gebracht. In principe kan dit worden berekend voor alle bezittingen van een corporatie (de actiefzijde van de balans). De rendementcijfers kunnen een belangrijke rol vervullen bij de beoordeling van de verwachte, toekomstige waardeontwikkeling van de vastgoedportefeuille, maar ook bij de beoordeling van de waardeontwikkeling in enig jaar. Daarbij gaat het om de vraag of de activiteiten hebben geleid tot de voorgenomen inzet van middelen. Ten behoeve van de interne sturing en het toezicht hierop maakt het Fonds onderscheid tussen het vastgoedrendement en het rendement op de overige activiteiten. Omdat in de gegevens die de corporaties het Fonds ter beschikking stellen niet specifiek wordt ingegaan op het rendement op de overige activiteiten, wordt hieraan geen nadere aandacht besteed. De systematiek om dit rendement te bepalen komt overeen met die voor het vastgoedrendement.

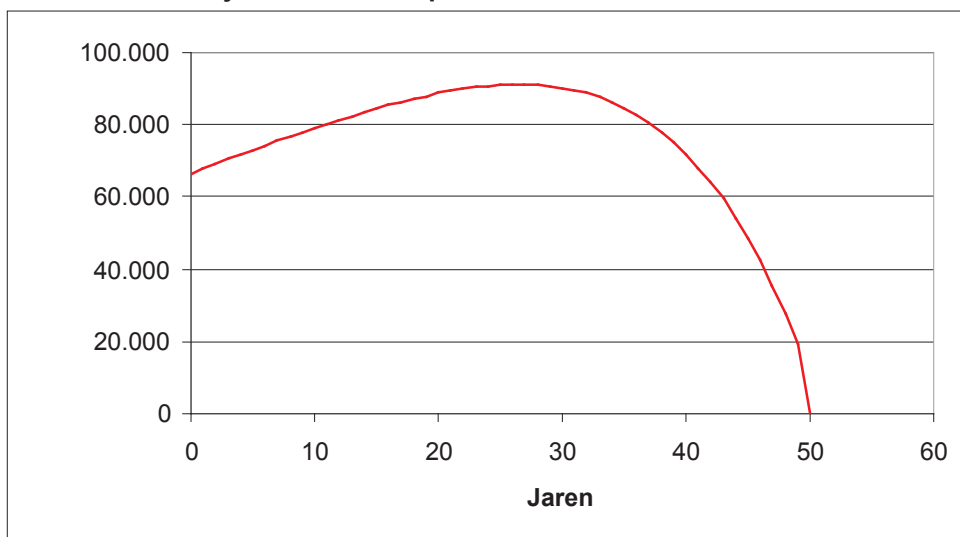
Als een woning is gewaardeerd op basis van bedrijfswaarde hangen de bedrijfswaarde en het totale rendement van deze woning met elkaar samen. Deze samenhang is als volgt. De bedrijfswaarde van een woning is gelijk aan de waarde die de corporatie nu toekent aan de toekomstige kasstroom van de woning (de contante waarde van de kasstroom). Deze kasstroom bestaat onder andere uit huurinkomsten en uitgaven voor het beheer en het onderhoud. De waarde van de toekomstige kasstromen wordt berekend met behulp van een 'disconteringspercentage'. De hoogte van het disconteringspercentage wordt in principe bepaald door de corporatie zelf. Omdat corporaties slechts een beperkte risico-opslag op de te betalen rentevoet van staatsleningen krijgen (door de borging door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw), is in de praktijk het disconteringspercentage gelijk aan de in het verleden opgetreden lange termijn rente op de kapitaalmarkt, verhoogd met een beperkte risico-opslag. Een hoger disconteringspercentage leidt bij gegeven kasstromen tot een lagere bedrijfswaarde en omgekeerd.

Ter illustratie het volgende voorbeeld:

Als over precies één jaar een opbrengst wordt verwacht van € 107,- en het disconteringspercentage bedraagt 7%, dan is de contante waarde van deze opbrengst gelijk aan € 100,-. Ofwel: als nu € 100,- belegd wordt tegen een rendement van 7%, dan is de waarde van de belegging over precies één jaar € 107,-. Als alle toekomstige kasstromen van de portefeuille huurwoningen contant worden gemaakt, is het resultaat van de berekening de bedrijfswaarde.

De bedrijfswaarde van een woning verandert jaarlijks. In de eerste plaats omdat bij het verstrijken van het jaar de dan geïnde kasstroom in dat jaar vervolgens niet meer 'meetelt'. Deze voortdurende verkorting van de tijdreeks, de beschouwde periode voor de exploitatie, heeft aanvankelijk een stijgend waarde-effect, omdat de betreffende nominale bedragen per jaar geïndexeerd zijn. Dit gaat echter niet in een continu stijgende lijn door. Immers bij aanvang van het laatste jaar betreft de waarde nog uitsluitend één jaar netto-exploitatieresultaat en de toegekende restwaarde van het object. Het saldo zal bij een woning met een nog lange resterende levensduur veelal positief zijn. Het saldo van beide effecten zal bij een woning met een nog lange resterende levensduur veelal positief zijn. De bedrijfswaarde stijgt dus in de beginperiode als een woning ouder wordt en zo ontstaat rond het dertigste exploitatiejaar een omslagpunt, waarna de bedrijfswaarde daalt.

In grafiek 3.1 is een voorbeeld van het bedrijfswaardeverloop weergegeven.

Grafiek 3.1: Bedrijfswaardeverloop*Direct rendement*

Om de opbouw en de ontwikkeling van het vastgoedrendement inzichtelijk te maken, is een onderscheid gemaakt tussen het direct rendement en het indirect rendement. Het direct rendement gaat uit van de feitelijk opgetreden kasstromen in een jaar die samenhangen met de verhuur van woningen, de verkoop van huurwoningen en het onrendabel deel van de investeringen in het boekjaar. Deze laatste twee elementen zouden 'verstoringen' kunnen worden genoemd van de min of meer autonome rendementsontwikkeling van de reeds in exploitatie zijnde woningen. De effecten op het rendement in een jaar kunnen echter groot zijn. Daarom worden beide elementen apart weergegeven. Dit leidt tot een beter inzicht in de opbouw van het rendement en is van belang voor benchmarking met andere corporaties.

Een voorbeeld:

De bedrijfswaarde van de woningen van een corporatie is aan het begin van het jaar € 42,7 miljoen. In het jaar zijn geen investeringen of desinvesteringen gedaan die de bedrijfswaarde van het vastgoed beïnvloeden. De gemiddelde resterende levensduur van de woningen is aan het begin van het boekjaar 20 jaar.

De huuropbrengsten in dat jaar zijn € 9,0 miljoen en de uitgaven aan onderhoud, eigenaarslasten, personele lasten en overige uitgaven zijn € 6,0 miljoen. De exploitatiekasstroom bedraagt € 3,0 miljoen, zijnde de huuropbrengsten (€ 9,0 miljoen) minus de exploitatie-uitgaven (€ 6,0 miljoen).

Voorbeeld direct rendement:

Het direct rendement uit verhuur in het jaar is 7,0% (de exploitatiekasstroom van € 3,0 miljoen gedeeld door de bedrijfswaarde van € 42,7 miljoen).

Indirect rendement

De verandering van de bedrijfswaarde zelf in enig jaar vormt het indirect rendement van de woning. Het indirect rendement kan worden uitgesplitst naar aspecten die de bedrijfswaarde beïnvloeden. De drie aspecten die het Fonds onderscheidt zijn de rekenkundige waardeontwikkeling, het effect van parameterwijzigingen in het verslagjaar op de berekende bedrijfswaarde en het effect van wijzigingen in het niveau van de uitgangspunten in enig jaar op de berekende bedrijfswaarde (niveauwijzigingen).

Voorbeeld indirect rendement:

De kasstroom is overgenomen uit het voorgaande voorbeeld. De gehanteerde parameters in de bedrijfs-waardeberekening en de exploitatiekasstromen in enig jaar zijn ongewijzigd ten opzichte van de berekende bedrijfswaarde in het voorafgaande verslagjaar. Dit betekent dat het indirect rendement alleen wordt bepaald door de rekenkundige waardeontwikkeling. De effecten van wijzigingen in de gehanteerde parameters en de kasstromen zijn nihil.

Omdat de gerealiseerde kasstroom gelijk is gebleven aan de in het voorafgaande jaar geprognosticeerde kasstroom, geldt dat de som van het directe en het indirecte rendement in het verslagjaar gelijk is aan de disconteringsfactor. Deze factor drukt uit welk rendement minimaal behaald had moeten worden, wat in dit geval 6,5% is. Bij een berekend direct rendement van 7,0% en een disconteringsfactor van 6,5% is de rekenkundige waardeontwikkeling dus -0,5% voor het indirecte rendement.

Vastgoedrendement

Het vastgoedrendement is de optelsom van het directe en het indirecte rendement. Het vastgoedrendement op basis van beide voorbeelden is dus 6,5%, omdat daar rekenkundig via gelijkstelling aan de disconteringsvoet vanuit gegaan wordt. Dit rendement is in het rekenvoorbeeld opgebouwd uit een direct rendement van 7,0% en een indirect rendement van -0,5%. Het vastgoedrendement is, zoals gezegd, precies gelijk aan de disconteringsvoet waarmee de bedrijfswaarde is berekend maar deze samenhang geldt alleen als het werkelijk verloop van de bedrijfswaarde gelijk is aan het verwachte verloop van de bedrijfswaarde. Dat aannemende gaat rekenkundig gezien dus steeds een hoog direct rendement gepaard met een laag indirect rendement en omgekeerd. Deze rendementen zijn berekende (aangenomen) communicerende vaten.

Vermogensrendement

Het vermogensrendement legt een relatie tussen de kosten van het aangetrokken vreemd vermogen (de leningen) en het rendement dat behaald wordt op het ingezette eigen vermogen. Het begrip eigen vermogen wordt door het Fonds ruim opgevat en aangeduid met weerstandsvermogen. Onder meer worden ook de egalisatiereningen van subsidieregelingen uit het verleden en de afgekochte rijksbijdragen in de bruteringsoperatie aan de ene kant en getroffen voorzieningen aan de andere kant in de vermogensberekening en derhalve in de rendementsberekening meegenomen.

Net als de woningen worden ook de leningen tegen een soort bedrijfswaarde gewaardeerd, de rentabiliteitswaarde. De schuldrest van de leningen aan het einde van het jaar wordt gecorrigeerd voor de in de bedrijfswaardeberekening gehanteerde disconteringsfactor. Het verschil tussen de gecorrigeerde waarde van de leningen en de feitelijke gemiddelde rentevoet die aan de banken moet worden betaald, wordt als correctiefactor (rentabiliteitswaardecorrectie) opgeteld of afgetrokken van de in de balans van de corporatie gepresenteerde schuldrest. De zo berekende leningswaarde geeft in feite de waarde van de lening voor de corporatie weer. Evenals bij het vastgoed wordt een onderverdeling gemaakt in direct en indirect rendement. Het directe rendement is de betaalde rente. Het indirect rendement geeft de waardeontwikkeling van de leningenportefeuille weer.

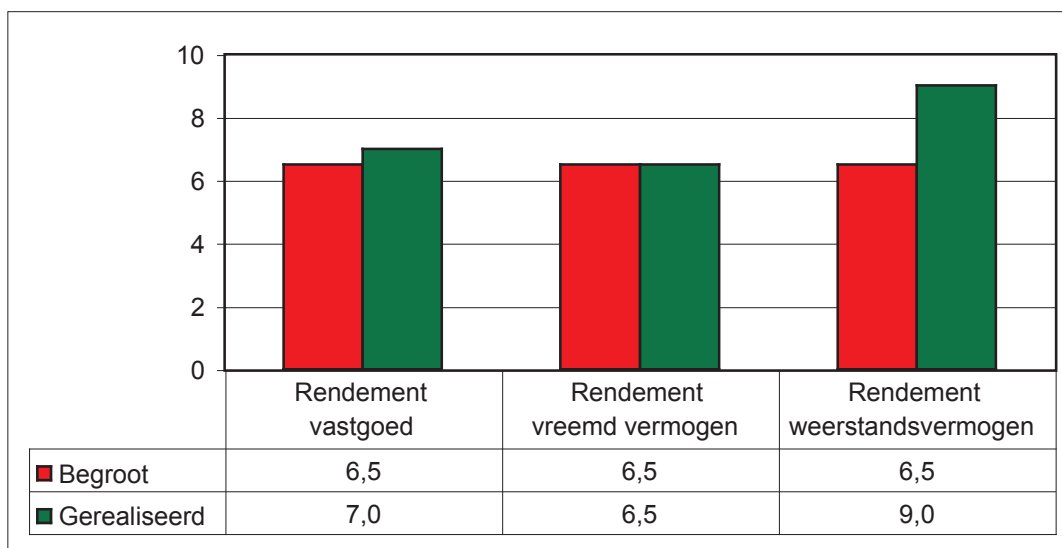
Voorbeeld:

Een lening wordt over één jaar afgelost. De rentevoet is 7,0%. De corporatie berekent de rentabiliteitswaarde met een disconteringsfactor van 6,5%.

Het direct vermogensrendement is 7,0%, het indirect vermogensrendement -0,5%.

De set rendementskengetallen bestaat uit meerdere lagen. De eerste laag geeft in één oogopslag inzicht in het gerealiseerde rendement op vastgoed, het rendement op vreemd vermogen en het rendement op het weerstandsvermogen. In grafiek 3.2 zijn deze rendementen weergegeven.

Grafiek 3.2: Rendement vastgoed, vreemd vermogen en weerstandsvermogen (in procenten)



Het gerealiseerde rendement op het vastgoed ligt met 7,0% iets boven de begroting. Het gerealiseerde rendement op het vreemd vermogen is conform de begroting. Het rendement op het weerstandsvermogen wijkt in sterk positieve zin af van de begroting. Dit komt omdat de corporatie voor 80% met leningen is gefinancierd en voor 20% met eigen middelen. In het jaar is geen lening aangetrokken of afgelost, de rente lag vast in de leningcontracten en is niet gewijzigd. Omdat het behaalde rendement uit de exploitatie van huurwoningen beter is dan begroot, komt dit extra rendement geheel ten goede aan het eigen vermogen. Het extra rendement uit vastgoed levert een additionele bijdrage van 0,5% (het extra rendement) gedeeld door 20% (het aandeel van de eigen middelen in het totale vermogen), is 2,5% aan het rendement op het weerstandsvermogen. Bedrijfseconomen noemen dit het hefboomeffect.

Zou de verhouding eigen en vreemd vermogen andersom liggen (80% eigen vermogen), dan is de bijdrage aan het rendement op het weerstandsvermogen 0,5% gedeeld door 80% (het aandeel eigen vermogen in het totale vermogen) slechts 0,6%.

Kan deze financiële prestatie nu als goed worden beoordeeld, ook vanuit de maatschappelijke voornemens van de corporatie? Hiernavolgend wordt op deze vraag ingegaan voor de verschillende rendementskengetallen.

Opbouw rendement vastgoed

Het rendement op het vastgoed bij de voorbeeldcorporatie bestaat uit het verhuurrendement, de rendementsbijdrage door verkoop en de (meestal negatieve) rendementsbijdrage door onrendabele investeringen. Deze samenstelling geeft de tweede laag van de kengetallen weer. Het verhuurrendement is opgebouwd uit het in het jaar behaalde rendement uit exploitatie (direct rendement) en de verandering in de toekomstige waardeontwikkeling (indirect rendement). In tabel 3.1 is de samenstelling weergegeven, waarbij het voorgaande rekenvoorbeeld is gehanteerd, aangevuld met nieuwe informatie.

Tabel 3.1: Samenstelling rendement vastgoed (in procenten)

	Begroot	Gerealiseerd	Afwijking
Direct rendement	7,0	7,5	+0,5
Indirect rendement	-2,0	-2,5	-0,5
Rendement verhuur	5,0	5,0	0,0
Rendementsbijdrage verkoop	2,5	2,0	-0,5
Rendementsbijdrage onrendabele investeringen	-1,0	0	+1,0
Rendement vastgoed	6,5	7,0	+0,5

Uit deze specificatie van het rendement op het vastgoed blijkt per saldo een beter dan begroot resultaat te zijn behaald, maar dit is ten koste gegaan van de uitgaven aan onrendabele investeringen (de raming is niet gerealiseerd) en een verslechtering van de toekomstige ontwikkeling van de bedrijfswaarde (het indirect rendement). Het eerste is onderdeel van de beoordeling van de maatschappelijke prestaties door de interne toezichthouder, het tweede is onderdeel van de financiële beoordeling. Juist in het indirect rendement zijn de lange termijneffecten van bijvoorbeeld het onderhoudsbeleid en de overige exploitatiekosten zichtbaar. Maar ook van de omzetting van huurwoningen naar koopwoningen, of omgekeerd.

Het rendementskengetal voor de ontwikkeling van het indirect rendement over de jaren op zich heeft een beperkte informatieve waarde. Om de waardeontwikkeling te kunnen beoordelen is een diepgaander inzicht nodig. De volgende factoren, die van invloed zijn op de ontwikkeling, zijn daarbij van belang:

- De rekenkundige ontwikkeling van de bedrijfswaarde. Eigenlijk de autonome ontwikkeling van de bedrijfswaarde. Deze is de eerste jaren van de exploitatie positief en slaat veelal na zo'n 30 jaar om. Vanaf dat moment daalt de bedrijfswaarde jaarlijks.
- Wijzigingen in de parameters. Dit betreft bijvoorbeeld wijzigingen in inflatie en verwachte huurstijging.
- Niveauwijzigingen. De huurinkomsten en exploitatielasten kunnen op termijn afwijken van de oorspronkelijke verwachtingen. De effecten hiervan op het indirect rendement worden afzonderlijk inzichtelijk gemaakt.

In tabel 3.2 zijn de cijfers van deze elementen (de derde laag aan kengetallen) weergegeven voor de voorbeeldcorporatie.

Tabel 3.2: Samenstelling indirect rendement vastgoed (in procenten)

	Begroot	Gerealiseerd	Afwijking
Rekenkundige ontwikkeling	-2,0	-2,0	0,0
Parameterwijzigingen	0,0	0,5	0,5
Niveauwijzigingen	0,0	-1,0	-1,0
Indirect rendement	-2,0	-2,5	-0,5

Het indirect rendement van de voorbeeldcorporatie is 0,5% negatiever dan begroot. Is dit nu goed of slecht? Deze vraag kan alleen beantwoord worden door de samenstellende delen van het indirect rendement te analyseren.

Rekenkundige ontwikkeling

De rekenkundige ontwikkeling is negatief. Dit betekent dat de bedrijfswaarde in het jaar gedaald is door het 'ouder' worden van de woningvoorraad. Er zijn namelijk minder jaren te gaan die nog aan de bedrijfswaarde bijdragen. Dit is niet goed of slecht, maar is de uitkomst van het jaarlijks berekende bedrijfswaardeverloop. Het verloop is als het ware in de methodiek ingebakken. De omvang van de rekenkundige ontwikkeling wordt vooral bepaald door de nog resterende gemiddelde levensduur van de woningen. De resterende levensduur van de voorbeeldcorporatie is 19 jaar. Dit ligt voorbij het omslagpunt van de ontwikkeling van de bedrijfswaarde (zie ook grafiek 3.1). De verwachte rekenkundige ontwikkeling is dus negatief.

Deze verwachting is in de begroting opgenomen. Wijzigingen in de gemiddelde levensduur kunnen optreden door bijvoorbeeld een verandering van de toekomstige exploitatieverwachtingen, maar ook door sloop, verkoop of nieuwbouw. Bij de voorbeeldcorporatie is dit niet opgetreden. De begroting en de realisatie wijken dan ook niet van elkaar af.

Parameterwijzigingen

De corporatie geeft aan dat de toekomstig te realiseren huurstijging hoger wordt ingeschat dan bij het opstellen van de begroting was verondersteld. De parameter voor de jaarlijkse huurstijging is in de bedrijfswaardeberekening aangepast. De verwachte hogere toekomstige huurstijging levert een positieve bijdrage van 0,5% aan het totale rendement over het jaar. Dit betekent dat door deze parameterwijziging de bedrijfswaarde in het jaar met 0,5% is gestegen.

Andere parameters in de bedrijfswaardeberekening zijn bijvoorbeeld de inflatieverwachting en de disconteringsfactor. Door de relatief lange toekomstige periode waarover wijzigingen in deze parameters doorwerken, hebben wijzigingen vaak een grote positieve of negatieve invloed op het indirect rendement in een jaar.

Niveauijzigingen

De hogere beheerkosten drukken het indirect rendement over het jaar met 1,0%. Als gevolg hiervan is de hoogte van de bedrijfswaarde ultimo het jaar 1,0% lager. De corporatie heeft deze structurele verhoging niet begroot, maar verwacht dat de exploitatiekosten wel structureel stijgen (een niveauijziging). In de bedrijfswaardeberekening ultimo het jaar is rekening gehouden met deze structurele stijging. Omdat de uitgaven toenemen, daalt de exploitatiekasstroom en dus de bedrijfswaarde. Kostenstijgingen en inkomstendalingen hebben een negatief effect op het indirect rendement in een jaar, kostendalingen en inkomstentijgingen een positief effect. Ook hier geldt weer dat wijzigingen vaak een behoorlijk effect hebben op het indirect rendement in een jaar omdat zij over een lange periode doorwerken.

Opbouw vermogensrendement

De samenstelling van het vermogensrendement is weergegeven in tabel 3.3.

Tabel 3.3: Samenstelling rendement vreemd vermogen (in procenten)

	Begroot	Gerealiseerd	Afwijking
Direct rendement vreemd vermogen	6,0	5,5	-0,5
Indirect rendement vreemd vermogen	0,5	1,0	0,5
Rendement vreemd vermogen	6,5	6,5	0

Het rendement van het vreemd vermogen komt niet ten goede aan de corporatie. Een laag rendement is in principe gunstig voor de corporatie.

In de uitsplitsing van het rendement over het vreemd vermogen zijn de effecten van treasurybeslissingen zichtbaar. Het direct rendement van het vreemd vermogen wordt bepaald door de te betalen rente op de bestaande leningenportefeuille, de effecten van renteconversies in het jaar en de nieuw aangetrokken leningen. De voorbeeldcorporatie heeft een renteconversie gehad voor een aanzienlijk deel van de leningenportefeuille. Omdat de marktrente laag was, is de gemiddelde rentevoet over de gehele portefeuille gedaald. In de begroting hield de corporatie rekening met een hogere marktrente dan is gerealiseerd (6% versus 5,5%). Niet echt een kwestie van goed of fout, maar enerzijds de volgens de oorspronkelijke visie van de corporatie ten aanzien van renteniveau en looptijd van de lening en anderzijds het gevolg van wijzigingen in de monetaire omstandigheden per expiratedatum looptijd oude leningsvoorwaarden, waar de corporatie geen invloed op heeft. De gerealiseerde uitkomst is voor de corporatie wel prettig. De verschuldigde rente van de leningen daalt.

Het indirect rendement van het vreemd vermogen wordt beïnvloed door de autonome ontwikkeling van de waarde van de schuldrest (de waarde stijgt als het aflosmoment dichterbij komt) en het verschil tussen de contractrentes en de disconteringsfactor van de leningenportefeuille (lagere te betalen rentes leiden tot een negatieve bijdrage aan het indirect rendement).

De gemiddelde rentevoet van de leningenportefeuille in het jaar is gedaald. De verwachting is dat het indirect rendement negatief is. Dit zou gunstig zijn voor de corporatie. Toch is dit niet gebeurd, omdat de corporatie de resterende gemiddelde looptijd van de leningen aanmerkelijk heeft verkort. De treasurer verwacht zo de komende jaren beter te kunnen inspelen op de door de corporatie verwachte renteontwikkeling. Het effect op het rendement van deze beslissing is voor het boekjaar negatief: de bijdrage is 1,0%. De rendementskengetallen laten de effecten van dergelijke beslissingen in de opbouw van het rendement zien. De beslissing zelf moet worden beoordeeld aan de hand van onder andere het voor de corporatie geldende treasurybeleid.

3.5 Benchmarking met rendementskengetallen

Het ontwikkelde palet rendementskengetallen is niet alleen bruikbaar voor het interne toezicht op de geleverde financiële en volkshuisvestelijke prestaties. De mogelijkheden om buiten de organisatie te kijken hoe andere corporaties presteren geeft bestuur en commissarissen mogelijkheden om het inzicht in de geleverde vastgoedprestaties te verdiepen. Het Fonds biedt corporaties jaarlijks een bedrijfsvergelijking op basis van de hiervoor beschreven rendementskengetallen. Deze bedrijfsvergelijking op basis van rendementskengetallen is onderdeel van een uitgebreidere benchmark die het Fonds jaarlijks aan corporaties verstrekt. In deze benchmark wordt de individuele corporatie vergeleken met:

- Een referentiegroep: een groep corporaties met vergelijkbare kenmerken op het gebied van stedelijkheid en restant levensduur
- De regio: de corporaties in dezelfde bestuurlijke regio (BWS-gebied)
- Het landelijke gemiddelde.

Hoe ziet deze benchmark op rendementskengetallen er nu uit? In tabel 3.4 zijn de cijfers van de voorbeeldcorporatie uit de vorige paragraaf weergegeven. Deze corporatie is werkzaam in Noord-Friesland en heeft relatief oud bezit. De corporatie exploiteert voornamelijk eengezinswoningen die vrijwel allemaal na de tweede wereld oorlog zijn gebouwd. De woningen zijn gemiddeld ouder dan dertig jaar. Op basis van de gegevens die de corporaties jaarlijks aan het Fonds verstrekken, zijn de volgende rendementskengetallen gegenereerd. De relatieve positie van de corporatie ten opzichte van de referentiegroep is aangegeven. Afzonderlijk zijn de regionale uitkomsten en het landelijke beeld opgenomen.

Naast de cijfermatige vergelijking op basis van de rekenkundige gemiddelden met een aantal groepen, is in de tabel een relatieve score van de corporatie weergegeven. Deze relatieve score hangt samen met het aantal waarnemingen binnen de referentiegroep. De relatieve score is weergegeven in vijf posities, die elk 20% van het aantal waarnemingen in de betreffende referentiegroep vertegenwoordigen. De uiterst linker kolom van de vijf posities heeft dus betrekking op 20% van de waarnemingen van corporaties met de laagste score, onafhankelijk van de omvang van het woningbezit. In de uiterst rechter kolom zijn 20% van de waarnemingen van corporaties, onafhankelijk van de omvang van het woningbezit, met de hoogste score opgenomen. Door de weergave op basis van het aantal waarnemingen ontstaat beter en snel inzicht in de (financiële) plaats van de corporatie ten opzichte van die nadere verdeling in vijf groepen (aantallen waarnemingen). Het vergelijken met één van deze vijf clusters binnen deze relatieve positie kan worden beschouwd als een vergelijking met 'the best in class'. Het kan dus voorkomen dat een corporatie lager scoort dan het (rekenkundig) gemiddelde ten opzichte van de totale referentiegroep, terwijl in de kolom van de relatieve positie een niveau hoger dan de middenkolom is aangegeven.

Een voorbeeld ter verduidelijking:

Stel dat in een referentiegroep van tien corporaties de volgende waarden voorkomen 0, 0, 1, 1, 2, 2, 3, 4, 17 en 18. Het rekenkundig gemiddelde van de waarnemingen is 4,8 (de som van de waarden gedeeld door het aantal waarnemingen). De corporaties met een waarneming van 3 en 4 scoren ten opzichte van het rekenkundig gemiddelde lager. In dit voorbeeld scoren dezelfde corporaties (met de waarde van 3 en 4) bij een verdeling in vijf klassen, in de categorie 60 tot 80% van het aantal waarnemingen. Ze komen als relatieve positie dus rechts van het midden tot uitdrukking.

Tabel 3.4: Vergelijking rendementskengetallen voorbeeldcorporatie (in procenten)

Rendementskengetallen	Corporatie	Relatieve positie ten opzichte van referentiegroep				Referentie-groep	Regio	Landelijk
		lager	hoger					
Direct rendement verhuur	7,5					6,0	6,3	6,0
Indirect rendement verhuur	-2,5					4,1	3,1	2,0
<i>(Subtotaal) rendement verhuur</i>	5,0					10,1	9,4	7,9
Rendementsbijdrage verkoop	2,0					1,6	1,6	1,4
Rendementsbijdrage onrendabele investeringen	0,0					-2,8	-1,2	-1,4
<i>(Totaal) rendement vastgoed</i>	7,0					8,9	9,8	8,0
<u>Specificatie indirect rendement verhuur</u>								
Rekenkundige ontwikkeling	-2,0					-0,7	-0,5	-0,2
Parameterwijzigingen	0,5					1,9	0,0	4,7
Niveauijzigingen	-1,0					2,9	3,6	-2,5
Direct rendement vreemd vermogen	5,5					6,8	6,7	6,9
Indirect rendement vreemd vermogen	1,0					-1,8	-1,2	-1,7
<i>(Totaal) rendement vreemd vermogen</i>	6,5					5,1	5,5	5,3
Rendement weerstandsvermogen	9,0					11,2	18,2	10,8

Uit de cijfers blijkt dat de voorbeeldcorporatie aanzienlijk afwijkt van zowel de referentiegroep als het gemiddelde van de andere corporaties in de regio. De vergelijking van de corporatie met de referentiegroep en de regio levert een interessante doorkijk van de corporatie. Welke vragen roepen deze cijfers op en welke antwoorden zijn daarop mogelijk?

Rendement vastgoed

Het rendement op vastgoed wordt vaak sterk beïnvloed door onrendabele investeringen in het boekjaar (negatief effect) en door verkoopopbrengsten (positief effect). De voorbeeldcorporatie heeft geen onrendabele investeringen gedaan, maar wel woningen verkocht. Dit komt tot uitdrukking in de opbouw van het rendement vastgoed. De rendementsbijdrage door de verkoop is 2,0% aan een totaal rendement vastgoed van 7,0%. De corporatie loopt met de verkoop overigens redelijk in de pas met de referentiegroep, de regio en het landelijke beeld (1,6%, 1,6% respectievelijk 1,4%). Met name de referentiegroep heeft in rendementstermen fors onrendabel geïnvesteerd (-2,8%), regionaal en landelijk liggen deze cijfers wat lager.

Het rendement uit verhuur is bij de corporatie laag, slechts 5,0%. Dit is slechts de helft van de referentiegroep (10,1%) en ook lager dan het regionale gemiddelde (9,4%) en het landelijke beeld (7,9%). Presteert de corporatie nu onder de maat? Hiervoor moet gekeken worden naar de opbouw van het rendement verhuur. Het direct rendement van 7,5% is aanzienlijk hoger dan de referentiegroep en het regionale en landelijke beeld. Dit kan wijzen op een gunstige exploitatiekasstroom (het verschil tussen de inkomsten en uitgaven ligt gunstiger dan de corporaties waarmee vergeleken wordt). Een gunstige kasstroom betekent relatief hoge huurniveaus (bijvoorbeeld het percentage van de gevraagde huren ligt dicht bij wat als maximaal redelijk wordt gezien) of lage exploitatiekosten. De belangrijkste kostencategorieën zijn de onderhoudskosten en de kosten van het werkapparaat. Een andere verklaring kan zijn dat de resterende exploitatieduur bij de corporatie korter is dan de corporaties in de benchmark. In een eerder hoofdstuk is beschreven dat, als de kasstromen zich conform de prognose ontwikkelen, de som van het direct rendement verhuur en het indirect rendement verhuur (de reguliere rekenkundige ontwikkeling van de bedrijfswaarde) gelijk is aan de disconteringsfactor. In dat geval betekent een

hoog direct rendement een vrij hoog negatief indirect rendement (rekenkundige ontwikkeling). De bijdrage aan het indirect rendement verhuur door de rekenkundige ontwikkeling van de bedrijfswaarde is bij de voorbeeldcorporatie aanzienlijk negatiever dan drie categorieën in de benchmark. Dit kan wijzen op een gemiddeld oudere woningportefeuille.

De som van het direct rendement verhuur en de reguliere rekenkundige ontwikkeling van de bedrijfswaarde (onderdeel van het indirect rendement) is bij de corporatie 5,5% (de som van het direct rendement verhuur (7,5%) en de rekenkundige ontwikkeling (-2,0%)). Voor de referentiecorporatie is dit 5,3%, voor de regio 5,8% en landelijk 5,8%. Het rendement van de voorbeeldcorporatie wijkt dus niet veel af in vergelijking met de benchmarkgroepen. Deze rendementen zijn overigens aan de lage kant. In de berekening van de bedrijfswaarde is uitgegaan van een disconteringsfactor van 6,5%. Dit vooraf gecalculerde rendement is in het jaar niet gehaald. Dit wijst op een bedrijfswaarde die aan de hoge kant is of incidentele tegenvallers in de kasstromen in het vergelijkingsjaar.

Het indirect rendement wordt ook beïnvloed door wijzigingen in de gehanteerde parameters in de berekening van de bedrijfswaarde en de in de berekening betrokken niveau's van inkomsten en uitgaven. De effecten hiervan zijn in de set kengetallen afzonderlijk zichtbaar gemaakt. Het wijzigen van parameters in de bedrijfswaardeberekening heeft zowel de referentiecorporatie (1,9%), het landelijke gemiddelde (4,7%) als de voorbeeldcorporatie (0,5%) in het boekjaar wat lucht gegeven. Regionaal hebben wijzigingen per saldo geen effect op het rendement gehad. Dit effect is meestal niet jaarlijks positief, omdat het een aanpassing van parameters als toekomstige huurstijging of inflatie betreft.

De voorbeeldcorporatie heeft een negatieve rendementsbijdrage door wijzigingen in het niveau van de inkomsten of uitgaven gerealiseerd. Dit wordt, zoals reeds in de vorige paragraaf is aangegeven, veroorzaakt door een stijging van de beheerkosten. Dit heeft een negatief effect gehad op de bedrijfswaarde aan het einde van het jaar. De netto kasstroom op termijn is derhalve structureel verslechterd. Het toekomstige effect van deze kostenstijging op het rendement wordt in één keer zichtbaar gemaakt in de rendementsbijdrage door niveauwijzigingen. Ook landelijk is deze rendementsbijdrage negatief geweest. Opvallend is een positieve rendementsbijdrage bij de referentiecorporatie (2,9%) en de regio (3,6%). Hier zijn de in de bedrijfswaardeberekening opgenomen toekomstige inkomsten hoger of de uitgaven lager dan voorgaand jaar.

Rendement vreemd vermogen

Het rendement van het vreemd vermogen van de voorbeeldcorporatie wijkt sterk af van de referentiecorporatie, de regio en het landelijke cijfer. Het direct rendement is weliswaar ruim een procent lager, maar de rentabiliteitswaardecorrectie is positief. Het totaal rendement van het vreemd vermogen ligt bij de voorbeeldcorporatie met 6,5% ruim boven de referentiecorporatie (5,1%), de regio (5,5%) en landelijk (5,3). De te betalen rente ontwikkelt zich voor de corporatie gunstig. Deze ligt voor de leningenportefeuille met 5,5% gunstiger dan de referentiecorporatie (6,8%), de regio (6,7%) en landelijk (6,9%).

De ontwikkeling van het indirect rendement hangt samen met het verschil tussen de te betalen rentes en de disconteringsfactor waarmee de leningenportefeuille contant gemaakt wordt (6,5%) en de ontwikkeling van de resterende looptijd van de leningenportefeuille. Afhankelijk van het rentepercentage geeft een verkorting van de looptijd een stijging of daling van de rentabiliteitswaarde. De referentiecorporatie, de regio en landelijk laten negatieve indirecte rendementen zien. Bij dalende rentevoeten is dit te verwachten. Dit effect wordt bij de voorbeeldcorporatie tenietgedaan door het naar voren halen van de aflossingsmomenten van de leningen. Eerder aflossen heeft een positief effect op de rentabiliteitswaarde van de leningen. Voor de corporatie is dit effect op het rendement dus negatief. De verschaffers van vreemd vermogen krijgen een groter deel van het rendement.

Rendement weerstandsvermogen

Het rendement op het weerstandsvermogen is de sluitpost in de rendementskengetallen. Het geeft aan hoe een corporatie feitelijk heeft gepresteerd op basis van een bedrijfseconomische waardering van de woningportefeuille (bedrijfswaarde) en de leningenportefeuille (rentabiliteitswaarde).

4. HET VASTGOEDRENDEMENT VAN DE CORPORATIESECTOR

22

Hoe is het gerealiseerde rendement van de corporatiesector als geheel samengesteld? En wat verwacht de sector de komende jaren? In dit hoofdstuk worden de rendementskengetallen 2001 en 2002 en de prognose van de ontwikkeling van deze kengetallen voor de periode 2003 tot en met 2007 weergegeven. Deze kengetallen zijn gebaseerd op de informatie die de corporaties over het boekjaar 2002 aan het Fonds hebben verstrekt.

4.1 Rendement vastgoed 2001 en 2002

In tabel 4.1 is de samenstelling van het rendement op het vastgoed van de sector woningcorporaties weergegeven. De in 2002 gerealiseerde rendementen zijn vergeleken met die van het jaar 2001 en de in het boekjaar 2001 door corporaties opgegeven prognose voor het boekjaar 2002.

Tabel 4.1: Rendement vastgoed corporatiesector (in procenten)

	Realisatie 2001	Prognose 2002	Realisatie 2002
Direct rendement verhuur	6,3	6,2	5,9
Indirect rendement verhuur	-0,4	-0,1	1,5
Totaal rendement verhuur	5,9	6,1	7,4
Rendementsbijdrage onrendabele investeringen	-0,9	-1,2	-1,4
Rendementsbijdrage verkoop	1,1	1,2	1,4
Rendement totaal vastgoed	6,1	6,1	7,4

Zoals blijkt uit de tabel is het in 2002 gerealiseerde totaal rendement op het vastgoed aanmerkelijk hoger dan in 2001 is gerealiseerd c.q. in 2001 voor 2002 is geprognosticeerd, namelijk 7,4%. Deze stijging is nagenoeg geheel toe te schrijven aan het totaal rendement op de verhuur. De rendementsbijdrage van de onrendabele investeringen wordt gecompenseerd door de rendementsbijdrage uit verkoop. De verschillen in de rendementsbijdrage van de onrendabele investeringen en verkoop ten opzichte van de begroting zijn niet zo groot en kunnen worden verklaard uit de verschillen tussen de veronderstelde en de gerealiseerde programma's voor verkoop en nieuwbouw van woningen.

Het gerealiseerde direct rendement op de verhuur in 2002 blijft achter bij het gerealiseerde resultaat in het boekjaar 2001 en de prognose in dat jaar voor 2002. Dit is vooral een gevolg van de hoge lastenstijging die zich in 2002 heeft voorgedaan. Deze stijging deed zich voor bij zowel de beheerkosten als de onderhoudslasten. De stijging van het totaal rendement uit verhuur wordt vooral veroorzaakt door de stijging van het indirecte rendement. De opbouw van het in 2002 gerealiseerde indirect rendement is weergegeven in tabel 4.2.

Tabel 4.2: Opbouw indirect rendement (in procenten)

	Realisatie 2002
Reguliere ontwikkeling	-0,1
Parameterwijzigingen	4,2
Niveauijzigingen	-2,6
Totaal indirect rendement	1,5

De verwachting is dat de optelsom van het directe rendement en de reguliere ontwikkeling van het indirecte rendement 6,5% is. Het vooraf verwachte rendement is namelijk gelijk aan de disconteringsfactor. De realisatie blijkt in 2002 af te wijken. Gerealiseerd is een direct rendement van 5,9% (zie tabel 4.1). De reguliere ontwikkeling van het indirecte rendement is -0,1% (zie tabel 4.2). De optelsom is met 5,8% (5,9% minus 0,1%) aanzienlijk lager dan het vooraf verwachte rendement van 6,5%.

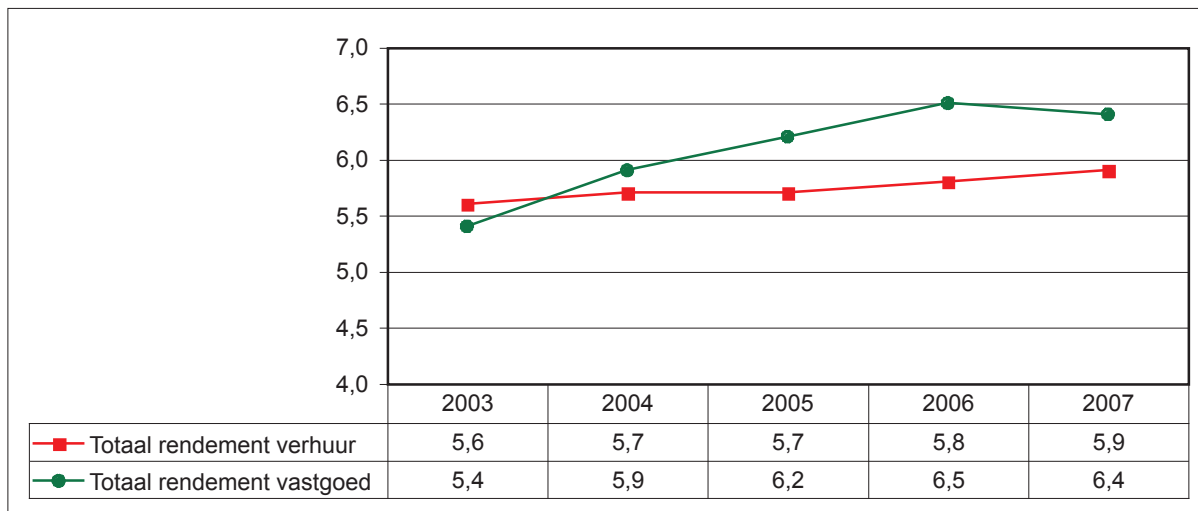
Hoe verhoudt het gerealiseerde directe rendement zich tot de verwachting en de prognose? Het verwachte directe rendement is 6,6% (de som van de disconteringsfactor van 6,5% en de prognose van de reguliere ontwikkeling van het indirect rendement, zijnde -0,1% dat een positief gevolg heeft van 0,1% voor het directe rendement). De door de corporaties gemaakte prognose van het directe rendement voor 2002 was 6,2%, terwijl 5,9% is gerealiseerd. Sectorbreed blijkt het 0,7% lagere dan verwachte rendement (6,6% - 5,9%) veroorzaakt te zijn door een lagere kasstroom van circa € 500 miljoen. Er is dus sprake van een verschil tussen de verwachte exploitatiekasstroom 2002 op basis van de door de corporaties opgegeven bedrijfswaarde ultimo 2001 en de feitelijk gerealiseerde (lagere) kasstroom. Naast de hogere gerealiseerde exploitatiekosten dan voor 2002 geprognosticeerd, wordt het verschil veroorzaakt door een afwijking tussen de uit de Winst- en Verliesrekening afgeleide kasstromen en de kasstromen die de basis vormen voor de bedrijfswaardeberekening. De werkelijke exploitatiekasstroom in 2002 is dus lager dan de kasstromen die in de bedrijfswaardeberekening zijn betrokken. Het geprognosticeerde directe rendement (6,2%) is immers lager dan het verwachte directe rendement (6,6%). Deze afwijking kan zijn veroorzaakt door bijvoorbeeld een incidentele piek in de onderhoudsuitgaven, het beperkt toerekenen van organisatiekosten aan de exploitatie van het vastgoed en bijvoorbeeld operationele verliezen bij andere activiteiten zoals VVE-beheer. Maar het is ook mogelijk dat de bedrijfswaarde eigenlijk wat te hoog is berekend.

De wijzigingen in de gehanteerde parameters voor de bedrijfswaardeberekening beïnvloeden het indirect rendement gunstig. De corporaties hebben landelijk gezien de verwachte huurstijging verhoogd (voor de komende vijf jaar van 2,7% naar 2,9%) en de kostenstijging structureel 0,1% lager ingeschat dan in 2001. De gemiddelde resterende levensduur is met een half jaar verlengd ten opzichte van 2001 en de gemiddelde disconteringsfactor is fractioneel lager (6,45% tegen 6,48% in 2001). Deze ogenschijnlijk bescheiden aanpassingen hebben over de toekomstige exploitatiejaren echter een fors effect op de bedrijfswaarde van 4,2%. Dat komt voor de gehele sector neer op ruim € 3,3 miljard.

De effecten van de niveauwijzigingen in de bedrijfswaardeberekening zijn in 2002 negatief (-2,6%). Dit hangt voor een deel samen met de effecten van de structureel stijgende exploitatielasten bij corporaties. Op basis van de beschikbare cijfers bij het Fonds heeft deze stijging alleen al geleid tot een daling van de bedrijfswaarde van de sector met € 4,7 miljard. Het belangrijkste aandeel hierin hebben de onderhoudslasten en de sterk gestegen beheerkosten. De omvang van het rendementseffect van niveauwijzigingen is positief beïnvloed door een aantal corporaties die in 2002 zijn gaan rekenen met een restwaarde voor de grond. Dit effect is echter eenmalig voor deze corporaties.

4.2 Vastgoedrendement 2003 tot en met 2007

De corporaties verstrekken naast de cijfers over het verslagjaar 2002 tevens cijfers voor de prognosejaren 2003 tot en met 2007. Het Fonds gebruikt deze cijfers om een beeld te krijgen van de financiële positie van de corporaties in het licht van een opgesteld risicoprofiel per corporatie. Deze cijfers bieden ook de mogelijkheid corporaties een spiegel en een vergelijkingsbasis te bieden in de vorm van een benchmark. In grafiek 4.1 zijn de rendementen weergegeven van de verhuur en het totaalvastgoed.

Grafiek 4.1: Ontwikkeling verhuurrendement en rendement vastgoed 2003 tot en met 2007 (in procenten)

Zoals uit de grafiek blijkt, is het rendement van de verhuur in de komende vijf jaar aanmerkelijk lager dan 6,5%, het percentage waarmee de bedrijfswaarde is bepaald. Oorzaken kunnen liggen in het toerekenen van verliesgevende activiteiten (bijvoorbeeld aanvullende diensten en projectontwikkeling) aan het vastgoed of het berekenen van een relatief hoge bedrijfswaarde. Deze bedrijfswaarde kan hoog zijn omdat corporaties bijvoorbeeld het huidige kostenniveau in de toekomst verwachten terug te dringen en op voorhand hiermee reeds rekening hebben gehouden in de berekening van de bedrijfswaarde. Maar het kan ook zijn dat de berekende bedrijfswaarde ultimo 2002 aan de hoge kant is.

Tabel 4.3: Rendementsbijdrage verkoop en onrendabel 2003 tot en met 2007 (in procenten)

	2003	2004	2005	2006	2007
Rendementsbijdrage verkoop	1,3	1,7	1,6	1,5	1,4
Rendementsbijdrage onrendabel	-1,5	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8
Netto effect	-0,2	0,2	0,5	0,6	0,6

Uit tabel 4.3 blijkt dat de corporaties voor de komende jaren een positieve rendementsbijdrage uit de mutaties in de woningvoorraad verwachten. Niet alle verkoopbijdragen worden de komende vijf jaar als onrendabele investering in nieuw te bouwen woningen 'teruggespoeld'.

In tabel 4.4 is de productieprognose weergegeven (exclusief woningverbetering). Door het relatief grote verschil tussen bedrijfswaarde en verkoopwaarde van een bestaande huurwoning, is de positieve bijdrage aan het rendement van een verkochte huurwoning veel groter dan de negatieve rendementsbijdrage door nieuwbouw (onrendabele top) of sloop (afboeking bedrijfswaarde).

Tabel 4.4: Prognose voorraadmutaties 2003 tot en met 2007

	2003	2004	2005	2006	2007
Verkoop	18.209	16.549	16.225	14.441	13.017
Nieuwbouw	18.528	34.984	39.595	31.586	28.305
Aankoop	1.675	666	454	496	548
Sloop	16.257	20.261	24.383	19.054	18.258

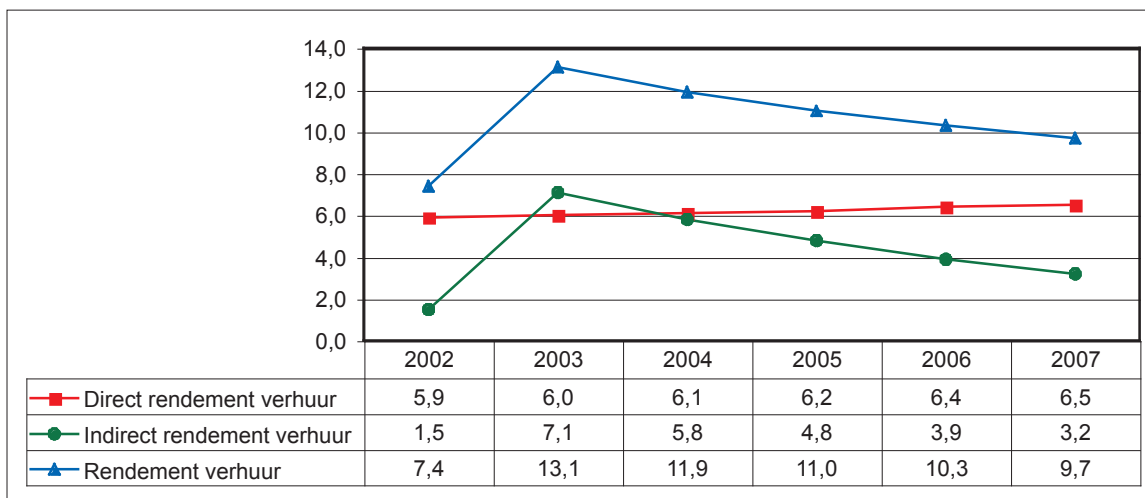
In de voorgaande paragraaf is de ontwikkeling van het vastgoedrendement volgens opgave van de individuele corporaties over 2002 weergegeven. In deze paragraaf wordt hypothetisch inzicht gegeven in de effecten op het rendement in meerjarenperspectief door enkele beleidsvarianten financieel te vertalen. Het gaat hier om toepassing van een meer marktgericht huurbeleid, een aanzienlijke toename van de voorraadmutaties (zowel nieuwbouw als sloop en verkoop) en een doorzetten van de stijging van de beheerkosten in de afgelopen drie jaren. De startpositie ultimo 2002 is ontleend aan de landelijke cijfers. De uitkomsten per beleidsvariant geven een indicatie van de omvang en richting van de effecten op het rendement.

Marktgericht huurbeleid

In deze variant worden met ingang van 2003 de huren van woningen die beschikbaar komen, opgetrokken naar het maximaal redelijke huurniveau. Aanpassingen van het huurbeleid raken de ontwikkeling van het direct rendement (de kasstroom in het jaar verandert) en het indirect rendement (het toekomstige niveau aan inkomsten in de bedrijfswaardeberekening verandert).

In 2002 was de mutatiegraad van een huurwoning gemiddeld 8,9%. De huur in procenten van de maximaal redelijke huurprijs was 68% en de jaarhuur € 4.005,-. Bij elke mutatie vanaf 2003 wordt de huur opgetrokken naar de maximaal redelijke huurprijs van gemiddeld € 5.890,-. Het waarde-effect als gevolg van het harmonisatiebeleid is jaarlijks in beeld gebracht op basis van de extra geraamde huurinkomsten in een jaar en de doorwerking hiervan naar de volgende jaren. Het effect op het rendement van deze beleidsvariant is in grafiek 4.2 in beeld gebracht.

Grafiek 4.2: Rendement vastgoed 2002 tot en met 2007 bij marktgericht huurbeleid (in procenten)



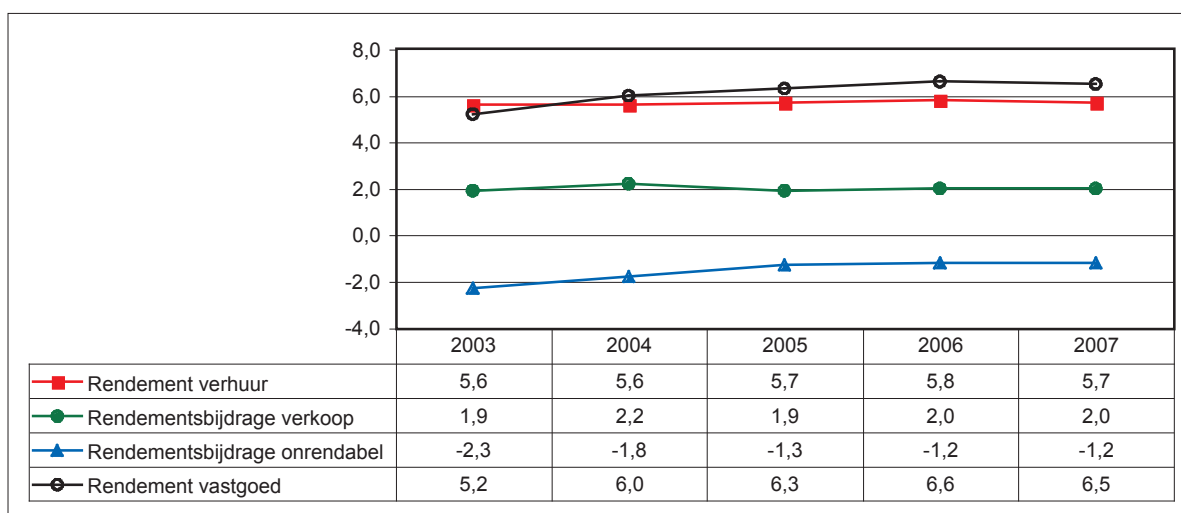
Zoals uit de grafiek blijkt, zijn de effecten op het verhuurrendement bij het toepassen van deze beleidsvariant groot. De hogere huurinkomsten in het jaar vertalen zich naar een jaarlijks geleidelijk stijgend direct rendement. De effecten op de ontwikkeling van de bedrijfswaarde zijn aanzienlijk en zijn zichtbaar in de ontwikkeling van het indirect rendement in 2003 in vergelijking met het basisjaar 2002. Dit komt omdat de huursprong door het marktgerichte huurbeleid in het jaar doorwerkt in de toekomstige kasstromen gedurende de restant levensduur en dus in de bedrijfswaarde ultimo het jaar. Als de huurprijs van de woning in een jaar wordt opgetrokken, stijgt de bedrijfswaarde van deze woning in dat jaar aanzienlijk. Omdat het aantal woningen dat jaarlijks wordt opgetrokken naar de markthuur daalt, wordt het financiële effect op het indirect rendement elk jaar iets kleiner.

Vervangende nieuwbouw, verkoop en sloop

In deze variant wordt, uitgaande van een 'revolving fund' en een economische levensduur van 50 jaar, jaarlijks 2% van de woningvoorraad door nieuwbouw vervangen. De raming van de in de toekomst te slopen woningen blijft ongewijzigd ten opzichte van 2002. De omvang van de jaarlijkse verkoopaantallen is het verschil tussen nieuwbouw en sloop. Als er in enig jaar 500 woningen zijn gebouwd en 300 zijn gesloopt, worden 200 woningen uit de bestaande voorraad verkocht. Per saldo blijft de omvang van de corporatie gelijk.

Grafiek 4.3 laat het effect zien op het rendement vastgoed als de corporatie jaarlijks 2% van de voorraad als nieuwbouw toevoegt en datzelfde percentage aanhoudt voor de som van sloop en verkoop.

Grafiek 4.3: Rendement vastgoed 2003 tot en met 2007 bij toepassing revolving fund (in procenten)



Het verhuurrendement blijft in deze beleidsvariant ongeveer gelijk. Dit is logisch, omdat het onrendabel deel van de nieuwbouwwoningen als negatieve rendementsbijdrage afzonderlijk tot uitdrukking wordt gebracht, maar er is wel sprake van kwaliteitsverbetering.

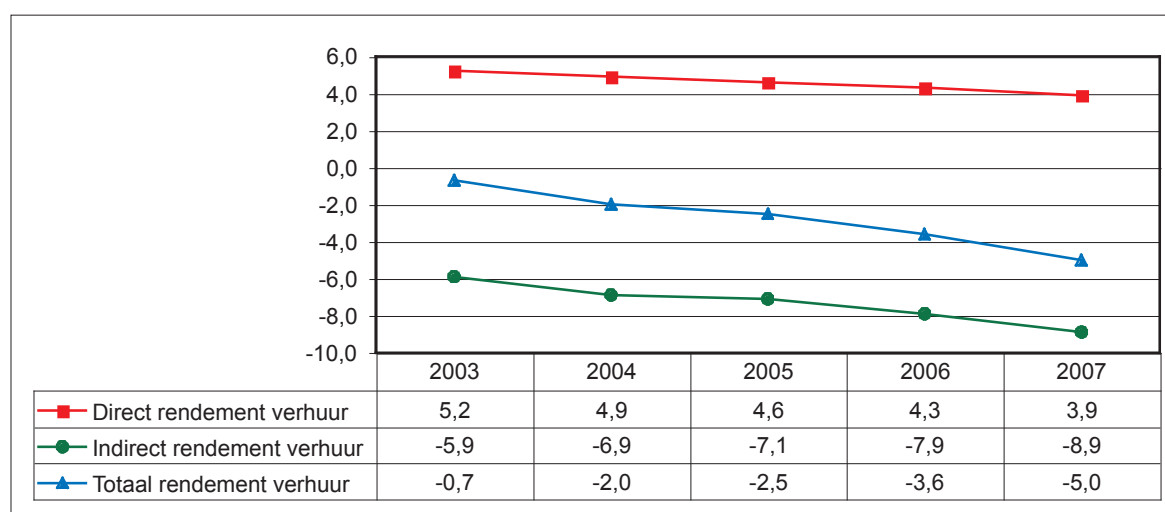
Het verkoopprogramma levert bij de huidige verkoopprijzen een zodanige bijdrage aan het rendement dat de negatieve rendementsbijdrage door de onrendabele investeringen in nieuwbouwwoningen ruimschoots wordt gecompenseerd. Ondanks de omvangrijke vernieuwing van de woningvoorraad blijft het rendement op het vastgoed op peil. Dit betekent dat een dergelijk programma nauwelijks een wissel trekt op het vermogen. Het rendement komt dus niet onder druk te staan als de nieuwbouw- en verkoopprogramma's zorgvuldig op elkaar worden afgestemd.

Structureel hoge stijging beheerkosten

In deze beleidsvariant ontwikkelen de beheerkosten zich conform de feitelijk opgetreden lastenstijging van de corporatie in de afgelopen drie jaren, een stijging van gemiddeld 9,5% per jaar. In deze variant doet deze stijging zich op drie fronten voor. De onderhoudslasten stijgen structureel door veroudering van de woningen, gewenste kwaliteitsverbeteringen in het planmatig onderhoud en hogere onderhoudskosten door bijvoorbeeld milieumaatregelen en arbo-regelgeving. De kosten van de werkorganisatie stijgen door een gewenste kwaliteitsverbetering in de dienstverlening aan de huurders, professionalisering van het vastgoedmanagement en uitgaven aan automatisering. Ook de zakelijke lasten en de verzekeringspremies blijken voor de corporatie jaar op jaar aanzienlijk te stijgen. In deze beleidsvariant worden de kostenstijgingen niet vertaald in hogere huren c.q. extra huurstijgingen.

Deze structurele lastenstijging beïnvloedt het rendement op twee manieren. Hogere jaarlijkse uitgaven zetten de exploitatiekasstroom onder druk. Dit vertaalt zich in een dalend direct rendement. De hogere uitgaven worden immers in deze beleidsvariant niet gecompenseerd door hogere huurinkomsten. De structurele stijging van de beheerkosten heeft ook invloed op de ontwikkeling van de bedrijfswaarde en dus op het indirect rendement. Structureel hogere uitgaven betekenen een lagere exploitatiekasstroom voor de resterende exploitatieduur en dus een lagere ontwikkeling van de bedrijfswaarde dan het voorafgaande jaar was berekend. De bedrijfswaarde slinkt in een snel tempo, waardoor ook de financiële positie onder druk komt te staan. De ontwikkeling van de rendementen zijn weergegeven in grafiek 4.4.

Grafiek 4.4: Rendement verhuur op basis van hoge stijging beheerkosten 2003 tot en met 2007 (in procenten)



De drie beleidsopties zijn uitgewerkt voor de ontwikkeling van de vastgoedrendementskengetallen. Wat is nu de impact van deze opties op (de ontwikkeling van) de bedrijfswaarde? Bij de variant marktgericht huurbeleid is de rendementsprong in het eerste jaar groot. Dit komt vooral door de groei van de bedrijfswaarde (indirect rendement) als gevolg van de aanzienlijk hogere huurprijzen. In de vijf prognosejaren stijgt de bedrijfswaarde van € 839 miljoen in 2002 naar € 1.255 miljoen in 2007 (was € 995 miljoen). In de variant vervangende nieuwbouw, verkoop en sloop ontwikkelt het verhuurrendement zich vrijwel conform de uitgangssituatie. Per saldo geldt dit ook voor het vastgoedrendement omdat het netto-effect op het rendement van nieuwbouw, sloop en verkoop ongeveer gelijk blijft. De omvang van de bedrijfswaarde van de vastgoedportefeuille is echter gestegen. Dit komt tot uitdrukking in een stijgende bedrijfswaarde van € 839 miljoen in 2002 naar € 1.065 miljoen in 2007 (was € 995 miljoen). Het effect is relatief beperkt omdat de nieuw gebouwde woningen zelf al een hogere bedrijfswaarde hebben dan de verkochte woningen. Een structureel hoge stijging van de beheerkosten zet het indirect rendement sterk onder druk. Dit uit zich in een sterk dalende bedrijfswaarde. Was deze ultimo 2002 nog € 839 miljoen, in 2007 is deze tot € 711 miljoen gedaald.

Uit de varianten waarbij de opbrengsten respectievelijk de kosten worden vergroot, blijkt de grote gevoeligheid voor de omvang van de bedrijfswaarde. Uit de productievariant blijkt dat het effect van een goede matching van verkoopopbrengsten en onrendabele investeringen op de bedrijfswaarde gering is.

