

# TOEPASSEN VAN DE BEDRIJFSWAARDE

## PRAKTIJKVOORBEELDEN



**CENTRAAL FONDS**  
**VOLKSHUISVESTING**

# **TOEPASSEN VAN DE BEDRIJFSWAARDE PRAKTIJKVOORBEELDEN**



## Inhoud

Postbus 5075  
1410AB Naarden  
Huizerstraatweg 117-A  
1411 GM Naarden  
Tel.: 035 - 695 40 70  
Fax: 035 - 695 40 80  
E-mail info@cfv.nl  
website: www.cfv.nl

Voorwoord	5
1. Achtergrond en doel	7
2. Verantwoording en waardering vastgoed	9
3. Bedrijfswaardeberekening	15
4. Bedrijfswaardeverloop	29
5. Rendementskengetallen	39
Bijlage 1: Waardebegrippen	51
Bijlage 2: Waardering woningbezit woningcorporaties tegen bedrijfswaarde of marktwaarde	54
Bijlage 3: Best practice Richtlijn 645	58



In 2003 heeft het Centraal Fonds de publicatie “Waardering vastgoed woningcorporaties” uitgebracht. Het Fonds heeft al langer zich een voorstander betoond van het toepassen van de bedrijfswaarde als waarderingsgrondslag voor vastgoed in de jaarrekening. Aangegeven is dat zorgvuldig, transparant en gespecificeerde informatie van essentieel belang is om een betrouwbaar beeld te verkrijgen van de waarde van het vastgoed. Met ingang van het boekjaar 2004 is een nieuwe Richtlijn voor de Jaarverslaggeving (RJ 645) van kracht. In deze richtlijn is de actuele waarde als waarderingsgrondslag genoemd. Bij het toepassen van actuele waarde als waarderingsgrondslag bij woningen die bestemd zijn voor de verhuur, is de bedrijfswaarde de te kiezen grondslag. Verder zijn corporaties vanaf het verslagjaar 2004 gehouden om de mutatie van de bedrijfswaarde ten opzichte van het voorafgaande jaar toe te lichten. Het Fonds heeft vervolgens het initiatief genomen tot de instelling van een werkgroep die zich heeft gebogen over de toepassing van de nieuwe richtlijn. Dit is gedaan vanuit het belang bij eenduidige en vergelijkbare informatie. Dit heeft geleid tot breed gedragen ‘best practice’ aanbevelingen<sup>1</sup>. Corporaties stappen geleidelijk over van de historische waarderingsgrondslag naar een waardering op bedrijfswaarde. Deze overstap vergt de nodige expertise en voorbereiding. Uit het financiële toezicht blijkt dat de voorgeschreven toelichting op de mutatie van de bedrijfswaarde sommige corporaties ook voor problemen stelt. Deze publicatie heeft in bepaalde mate het karakter van een leerboek. Het is primair bedoeld voor de financiële functionaris van de corporatie. Stapsgewijs wordt uitwerking gegeven aan de toepassing van de bedrijfswaarde van de woningen als waarderingsgrondslag en de analyse van het verloop van de bedrijfswaarde in het verslagjaar. Aansluitend wordt ook de samenhang gepresenteerd met de rendementskengetallen die het Fonds jaarlijks in het kader van de CFV-benchmark voor elke corporatie opstelt.

Nadat in het eerste hoofdstuk wordt ingegaan op de achtergronden en doelstelling van de publicatie, komt vervolgens per onderdeel de benodigde theorie aan de orde en vindt uitwerking plaats in een aantal cases. In het tweede hoofdstuk komt het vaststellen van de meest passende waarderingsgrondslag voor de exploitatie van het vastgoed van corporaties, de bedrijfswaarde, aan de orde. Of een waarderingsgrondslag passend is, is afhankelijk van het doel dat wordt beoogd. De toegepaste grondslag bepaalt grotendeels de omvang van het door de corporatie gepresenteerde weerstandsvermogen. In het derde hoofdstuk staat de wijze waarop de bedrijfswaarde van het vastgoed wordt berekend centraal. Onder meer wordt aandacht geschonken aan het van toepassing zijnde kader, de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving, en de geformuleerde best practices. Voorts wordt ingegaan op de te hanteren uitgangspunten, parameters en discountfactor. Daarnaast wordt specifiek aandacht besteed aan het onderscheid tussen de begrippen bedrijfswaarde en beleidswaarde. Het vierde hoofdstuk behandelt het verloop van de bedrijfswaarde in het verslagjaar. Dit verloop is mede van belang voor het analyseren van de ontwikkeling van het rendement op het vastgoed en de leningenportefeuille. Daarvoor wordt gebruik gemaakt van rendementskengetallen, die in het vijfde hoofdstuk aan de orde komen. Na een algemene inkadering wordt, aan de hand van cijfervoorbeelden, uitwerking gegeven aan het kapitaal- en vermogensrendement.

Bij de publicatie is een cd-rom gevoegd. Met behulp hiervan is het mogelijk om de in de publicatie opgenomen cijfervoorbeelden na te rekenen en simulaties uit te voeren. De handleiding bij de cd-rom is op de cd-rom opgenomen.

De rapportage is te verkrijgen via de website van het Fonds ([www.cfv.nl](http://www.cfv.nl)).

---

<sup>1</sup> Op initiatief van het Fonds zijn in een sectorbrede discussie best practices geformuleerd door een projectgroep bestaande uit vertegenwoordigers van Aedes, Waarborgfonds Sociale Woningbouw, Ministerie van VROM, advies- en accountantskantoren, de universitaire wereld en het Centraal Fonds. De integrale tekst is opgenomen in bijlage 3 van de rapportage.



## 1. Achtergrond en doel

Naast het door corporaties afleggen van verantwoording over de geleverde maatschappelijke prestaties dient ook de financiële kant van de bedrijfsvoering te worden belicht. Daarbij gaat het niet alleen om de financiële verantwoording maar ook om de toekomstige inzet van het vermogen van de corporatie. Corporaties worden hier in toenemende mate op aangesproken. De groeiende belangstelling voor het waarderen tegen actuele waarde kan mede als een gevolg worden gezien van de vraag naar meer transparantie. De afgelopen jaren presenteerde een tiental corporaties het volkshuisvestelijk vermogen in de jaarrekening op basis van actuele waarde. In het verslagjaar 2004 is dit gegroeid naar ruim 50 corporaties, die gezamenlijk bijna 1/5 deel van de voorraad sociale huurwoningen in Nederland exploiteren.

Op basis van de door het Fonds opgedane ervaringen blijkt er binnen de sector behoefte te zijn aan informatie over de achtergronden van waarderen van sociale huurwoningen en aan handvatten om de waardering in de praktijk te kunnen uitvoeren. Hiermee ontstaat een kader om het financiële inzicht in samenhang met het eigen volkshuisvestelijk beleid te kunnen presenteren. Doel van deze publicatie is om de kwaliteit van de externe financiële verantwoording en de bijbehorende analyse van het verloop van de bedrijfswaarde te verbeteren en een instrument te presenteren voor interne analyse. De wens om te komen tot een mate van uniformiteit is van groot belang voor de transparantie in de financiële resultaten van de corporaties en voor de mogelijkheid om relevante kengetallen te genereren. Transparantie is nodig voor het interne toezicht en voor een goede externe verantwoording en is van belang voor de legitimatie van de corporaties en hun dienstverlening.

Een belangrijk vertrekpunt vormt de door de Raad voor de Jaarverslaggeving gegeven Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving. Een afzonderlijke Richtlijn is uitgewerkt voor woningcorporaties. Met ingang van het verslagjaar 2004 is de sterk gewijzigde Richtlijn voor de Jaarverslaggeving voor corporaties (RJ 645) van kracht. De oude richtlijn is sterk 'opgefrist', beter ingebed in de internationale ontwikkelingen en specifiek op de sector geschreven. Een belangrijke vernieuwing is de verplichting om naast de bedrijfswaarde van het vastgoed ook inzicht te geven in het bedrijfswaardeverloop in het verslagjaar. De corporatie vergroot daarmee de transparantie in de achterliggende, vaak beleidsmatige oorzaken van veranderingen in de bedrijfswaarde in het verslagjaar. Zowel voor het intern toezichthoudende orgaan als externe belanghebbenden is dit belangrijke informatie. De effecten op de bedrijfswaarde van bijvoorbeeld een aangepast huur- of voorraadbeleid worden met deze verantwoording afzonderlijk zichtbaar gemaakt.

De Richtlijn geeft de uitgangspunten aan voor het waarderen tegen actuele waarde, maar laat de nodige ruimte voor interpretatie bij de feitelijke toepassing. Een gewijzigde Richtlijn vraagt dan ook om nadere precisering van de interpretatie van de Richtlijn. In een Richtlijn kan immers niet alles tot in detail worden geregeld. Diverse geledingen binnen de sector hebben de afgelopen periode hieraan een bijdrage geleverd. Zo zijn er door verschillende corporaties gezamenlijk in overleg met enkele accountantskantoren best practices voor RJ 645 uitgewerkt. In een door het Fonds gestarte sectorbrede projectgroep is een nadere invulling gegeven aan RJ 645 en enkele relevante issues binnen de sector, toegespitst op de bepaling van de bedrijfswaarde van het vastgoed en het verwerken van diverse soorten van verplichtingen. Doel van beide is te komen tot een hoge mate van vergelijkbaarheid tussen corporaties als het gaat om de gepresenteerde financiële volkshuisvestelijke positie. De gewijzigde Richtlijn en de ontwikkelde best practices vormen een rode draad in deze publicatie. In deze publicatie komen stapsgewijs de gekozen uitgangspunten en de daarbij horende achtergronden aan bod.

Op basis van een waardering van zowel het vastgoed als de leningenportefeuille tegen actuele waarde kan vervolgens met behulp van financiële rendementskengetallen de ontwikkeling van het rendement van het vastgoed en de leningenportefeuille worden geanalyseerd. Met behulp van deze analyse kan de corporatie inzichtelijk maken wat de financiële invloed is van de gerealiseerde activiteiten en beleidsbeslissingen in het verslagjaar op de ontwikkeling van het financieel vermogen.

De financiële rendementskengetallen vormen een samenhangend bouwwerk, dat een belangrijk instrument is om inzicht te krijgen in de verandering van het weerstandsvermogen en aansluitend in de

factoren die hebben geleid tot die verandering. Het rendement op het weerstandsvermogen laat zien wat de procentuele verandering van het weerstandsvermogen is geweest. De feitelijk gerealiseerde verandering kan dan worden afgezet tegen de vooraf beleidsmatig gewenste verandering van het weerstandsvermogen. Vervolgens geven de andere rendementskengetallen inzicht in de factoren die de verandering van het weerstandsvermogen tot stand hebben gebracht. Op hoofdlijnen gaat het dan om het kapitaalrendement, waarmee wordt aangegeven wat het rendement is geweest op de investeringen, en om het rendement op het vreemde vermogen dat laat zien hoeveel de leningen hebben gekost. Het Fonds heeft de financiële rendementskengetallen uitgewerkt in de financiële benchmark, die jaarlijks aan de corporaties wordt verstrekt. Deze benchmark schenkt aandacht aan onder meer de ontwikkeling van de bedrijfswaarde en de ontwikkeling van de financiële rendementskengetallen van een corporatie.

## 2. Verantwoording en waardering vastgoed

### De jaarrekening in de governancecyclus

In de praktijk gebruikt een corporatie een beperkt aantal instrumenten om stuur- en verantwoordingsinformatie binnen de eigen organisatie vorm te geven. Vaak wordt om praktische redenen aangesloten bij de instrumenten die voor externe stakeholders zijn voorgeschreven: een balans, een winst- en verliesrekening en kasstroomoverzichten. Deze instrumenten zijn sinds jaar en dag in administratieve systemen verankerd en sluiten goed aan bij de externe en interne verantwoordingscyclus van de corporatie, de jaarrekening. De externe verantwoording door corporaties is gereguleerd, zowel voor de prestatievelen waarover verantwoording moet worden afgelegd, als voor de regels die gelden om het jaarresultaat te bepalen en inzicht te geven in de financiële positie. Deze laatste regels zijn vastgelegd in het Burgerlijk Wetboek en de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving. In beginsel is het mogelijk om de financiële resultaten van corporaties te vergelijken.

In de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving is aangegeven dat het doel van de jaarrekening is om informatie te verschaffen over de financiële positie en over de resultaten en wijzigingen in de financiële positie van een corporatie, die voor een grote reeks van gebruikers nuttig is voor het nemen van economische beslissingen. Bij corporaties als maatschappelijke ondernemers komt er het maatschappelijk perspectief bij: wat zijn de financiële effecten van de maatschappelijke inzet van het volkshuisvestelijk vermogen van de corporatie.

De jaarrekeningen van corporaties voldoen in grote lijn aan de gemeenschappelijke behoeften van de meeste gebruikers. Jaarrekeningen verschaffen niet alle informatie die gebruikers nodig kunnen hebben om beslissingen te nemen. Jaarrekeningen geven voornamelijk de financiële gevolgen van gebeurtenissen in het verleden weer. In het volkshuisvestingsverslag wordt in het algemeen slechts beperkt relevante aanvullende informatie gegeven. Externe gebruikers hebben dan ook behoefte aan aanvullende specifieke informatie die inzicht geeft in bijvoorbeeld voorgenomen maatregelen met betrekking tot vernieuwing en herstructurering binnen de vastgoedportefeuille en in de opbouw van de bedrijfswaarde van de vastgoedportefeuille.

Jaarrekeningen tonen eveneens de resultaten van het door het bestuur gevoerde beleid. Het bestuur legt daarmee verantwoording af voor de aan hem toevertrouwde middelen. Gebruikers die het beleid of de verantwoording door het bestuur wensen te beoordelen, doen dat om inzicht te krijgen in de maatschappelijke prestaties en om kennis te kunnen nemen van de financiële vertaling van de maatschappelijke inzet.

#### Financiële positie en wijzigingen in financiële positie

De beslissingen die door gebruikers van jaarrekeningen worden genomen vereisen een beoordeling van de vermogenspositie van de corporatie, die onder meer betrekking heeft op de mogelijkheid om op de juiste tijdstippen en met enige mate van zekerheid geldmiddelen en daarmee gelijkwaardige middelen te genereren. Dit is bepalend voor bijvoorbeeld het in staat zijn van een corporatie om rentebetalingen te verrichten, leningen terug te betalen en maatschappelijk te investeren. Gebruikers zijn beter in staat tot beoordeling van het vermogen om geldmiddelen te genereren, als zij worden voorzien van informatie die gericht is op de financiële positie en de wijzigingen in de financiële positie van de corporatie.

#### *Financiële positie*

De financiële positie van een corporatie wordt beïnvloed door de economische middelen die zij beheert, de financiële structuur, de liquiditeits- en solvabiliteitspositie en het vermogen om zich aan te passen aan wijzigingen in de omgeving waarin zij opereert. Informatie over de economische middelen die door de corporatie worden beheerd en haar in het verleden gebleken geschiktheid om in die middelen veranderingen aan te brengen c.q. het vermogen maatschappelijk verantwoord in te zetten, is nuttig bij het voorspellen van het vermogen van de corporatie om in de toekomst geldmiddelen te genereren. Informatie over de financiële structuur is nuttig bij het voorspellen van toekomstige behoeften aan leningen en de inzet van toekomstige winsten en kasstromen voor degenen die een (financieel of maatschappelijk) belang bij de corporatie hebben. Zij is ook zinvol bij het voorspellen hoe succesvol de corporatie waarschijnlijk zal zijn bij het aantrekken van verdere financieringsmiddelen.

Informatie over de liquiditeits- en solvabiliteitspositie is nuttig bij het voorspellen van het vermogen van de corporatie om haar financiële verplichtingen op de vervaldatum na te komen. De liquiditeit heeft betrekking op de beschikbaarheid van geldmiddelen in de nabije toekomst, na rekening te hebben gehouden met de financiële verplichtingen gedurende deze (korte) periode. Het begrip solvabiliteit heeft betrekking op de beschikbaarheid van geldmiddelen gedurende langere periode om financiële verplichtingen op de vervaldatum te voldoen. De maatschappij verwacht dat een corporatie over een lange periode financieel kan blijven bestaan. Dat wil zeggen dat een corporatie ook, gegeven het huidige beleidskader van de corporatie, over een langere periode het woningbezit kan vernieuwen, onderhouden en investeren in de leefbaarheid.

#### *Wijzigingen in de financiële positie*

Informatie over wijzigingen in de financiële positie is van belang om investerings-, financierings- en bedrijfsactiviteiten gedurende de verslagperiode te kunnen beoordelen. Ook voor de interne toezichthouder is deze informatie van belang. De commissie Tabaksblat schrijft in haar corporate governance code dat de Raad van Commissarissen tot taak heeft toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Informatie met betrekking tot wijzigingen in de financiële positie van een corporatie is dan ook wezenlijk voor commissarissen. Het gaat hierbij zowel om toezicht op de besteding van de geldmiddelen als op de effecten van het beleid op de geldmiddelen. Vragen die hierbij aan de orde komen zijn bijvoorbeeld of het bestuur doet wat zij moet doen als maatschappelijk ondernemer of mag doen binnen de toegestane beleidskaders en begroting.

#### *Samenhang*

Informatie over de financiële positie wordt in de eerste plaats in de balans verschaft. Informatie over resultaten wordt in de eerste plaats in de winst- en verliesrekening verschaft. Informatie over wijzigingen in de financiële positie wordt in de jaarrekening verschaft door middel van een afzonderlijk overzicht, voor corporaties in het kasstroomoverzicht en het overzicht bedrijfswaardeverloop.

De samenstellende delen van de jaarrekening hangen samen omdat zij verschillende aspecten van dezelfde transacties of gebeurtenissen weergeven. Hoewel elk overzicht informatie verschaft die onderling verschilt, zal in het algemeen geen van de overzichten één enkel doel dienen of alle informatie bevatten die noodzakelijk is voor verschillende behoeften van gebruikers. Zo verschaft bijvoorbeeld de winst- en verliesrekening een onvolledig beeld van de resultaten, tenzij ze gezamenlijk met de balans en het overzicht van wijzigingen in de financiële positie wordt gebruikt.

### **Bedrijfswaarde als grondslag voor corporatiewoningen**

Om inzicht te geven in de financiële positie en de wijzigingen in de financiële positie van een corporatie is een grondslag nodig om de bezittingen en schulden te waarderen. De inzichten over de waarde en dus over de waardering van vastgoed zijn in beweging. De bekende en sinds jaar en dag vertrouwde waardering op basis van historische kostprijs verliest zowel nationaal als internationaal terrein. In toenemende mate groeit de opvatting bij zowel de opstellers als de gebruikers van jaarrekeningen dat het de voorkeur heeft het vastgoed tegen een vorm van actuele waarde te waarderen.

#### *Waardebegrippen*

Het begrip waarde is alleen in algemene zin te definiëren. De Van Dale (13<sup>e</sup> 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 wordt gebruikt. Bij corporaties gaat het om de waarde van sociale huurwoningen, waarbij de waarde wordt uitgedrukt in een geldbedrag. Doordat de waarde in geld wordt uitgedrukt, kunnen veel betrokkenen bij of binnen de corporatie zich een goed beeld vormen van de waarde en de ontwikkeling daarvan. De vraag bij het waarderen van sociale huurwoningen is welke waarde in geld wordt uitgedrukt. Gaat het om de waarde op de markt voor vastgoed of staat de bedrijfswaarde van het door de corporatie geëxploiteerd vastgoed centraal (de geldswaarde

van aan de ene kant de huurinkomsten en aan de andere kant de uitgaven om de woningen volgens de regels van het Besluit beheer sociale-huursector (BBSH) verhuurbaar te houden). Beide vormen van waarden, marktwaarde en bedrijfswaarde, zijn voor specifieke doeleinden geschikt.

De accenten in het perspectief zijn echter verschillend: een externe focus bij marktwaarde en een interne focus bij bedrijfswaarde. Ook het perspectief waarvoor de waarde van het vastgoed wordt bepaald is relevant. Het kiezen van een waarderingsgrondslag wordt sterk bepaald door het beoogde doel. Vindt de waardebepaling plaats voor bijvoorbeeld verantwoordingsdoeleinden, investeringsbeslissingen of voor verzekeringsdoeleinden.

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 vroegere gulden was in 1950 anders dan in 2000) en bijvoorbeeld de wijze van afschrijven. Inzicht in de financiële spankracht is beperkt door het voorzichtige karakter. Deze waarderingsgrondslag geeft een zeer voorzichtige inschatting van het beschikbare vermogen en dus van het voor volkshuisvestelijke opgaven in te zetten vermogen. Betaalde bedragen in het verleden hebben namelijk geen verband met omvang van de in te zetten middelen voor volkshuisvestelijke doelen en de geleverde prestaties in enig jaar. De grootte van de betekenis (de waarde) die het vastgoed heeft vanuit het perspectief 'bezit' of 'middel tot het realiseren van volkshuisvestelijke doelen' wordt niet gegeven. De boekwaarde komt namelijk tot stand door een betaling in het verleden en wordt via een vaste rekenregel verminderd in de tijd.

Toepassing van de actuele waarde biedt meer aanknopingspunten. 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). 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. Vormen van vervangingswaarde spelen vaak een rol bij het bepalen van de te verzekeren herbouwwaarde van een object. Marktwaarden houden meestal rekening met verkopen na een bepaalde periode. Nuttig om inzicht te krijgen in mogelijk stille reserves bij verkoop, maar gezien de primaire taken van corporaties minder relevant voor de weergave van de financiële positie in de balans. De bedrijfswaarde laat de economische waarde van het vastgoed zien, rekening houdend met de lopende huurcontracten, het huurbeleid en de met de exploitatie van het vastgoed samenhangende kosten. Deze grondslag laat de financiële kracht of zwakte van de corporatie zien, uitgaande van de op balansdatum geëxploiteerde woningen en de voortgezette verhuur daarvan.

In de uitgangspunten voor financiële verslaggeving wordt onderscheid gemaakt tussen een vastgoedbelegging en vastgoed voor eigen gebruik. Een vastgoedbelegging is vastgoed dat wordt aangehouden om huuropbrengsten, waardestijging of beide te realiseren. Het vastgoed is hierbij een middel, het geld het doel. Om de financiële prestaties van de belegging in vastgoed te beoordelen, heeft een belegger behoefte aan inzicht in de ontwikkeling van de marktwaarde van het vastgoed. Alle veranderingen in de marktwaarde vloeien de belegger toe. Bij een tegen actuele waarde opgestelde jaarrekening van een vastgoedbelegger is de marktwaarde in beginsel de toe te passen waarderingsgrondslag.

Woningcorporaties vallen onder het BBSH. Een rode draad in het BBSH is de focus op het huisvesten van de doelgroep van corporaties. Het vastgoed van de corporatie wordt aangewend om deze woondienst te leveren. En om deze woondienst te kunnen leveren, moet op de kapitaalmarkt geld kunnen worden aangetrokken om het bedrijfsmiddel woningen te financieren. Voor corporaties is geld dus een middel, de geleverde woondienst het doel. De woningen van een corporatie worden dan ook gewaardeerd tegen bedrijfswaarde en niet tegen een vorm van marktwaarde. Bij deze invulling van actuele waarde wordt uitgegaan van de toekomstige exploitatiekasstromen die met het vastgoed naar verwachting worden gerealiseerd.

De bedrijfswaarde van het geëxploiteerde vastgoed kan dus als de meest geschikte waarderingsgrondslag worden beschouwd voor een woningcorporatie om verantwoording af te leggen over het gevoerde financieel beheer, omdat de effecten op de waarde door wijzigingen in zowel de huuropbrengsten als uitgaven aan bijvoorbeeld onderhoud zichtbaar zijn in een verandering van de bedrijfswaarde. Daarnaast geeft de bedrijfswaarde inzicht in de financierbaarheid van het vastgoed. De bedrijfswaarde is namelijk de vertaling van toekomstige inkomsten en uitgaven, uitgedrukt in euro's van het heden.

In tabel 2.1 is een overzicht gegeven van de verschillende waarderingsgrondslagen die een rol kunnen spelen bij het afleggen van financiële verantwoording in bijvoorbeeld de jaarrekening.

**Tabel 2.1 Overzicht waarderingsgrondslagen jaarrekening**

	Omschrijving	Gebruik
<b>Historische kostprijs</b>	Vindt de basis in de bestede kosten voor de vervaardiging van een productiemiddel en schrijft daar stelselmatig op af.	Voorkomt dat aandeelhouders ten koste van verschaffers van vreemd vermogen, schuldeisers en de bank, winstuitkeringen doen.
<b>Vervangingswaarde</b>	Het bedrag dat nodig is om in de plaats van het te waarderen object een ander object te verkrijgen of vervaardigen dat in economisch opzicht een gelijke betekenis heeft.	Veel gebruikt bij opstalverzekeringen.
<b>Bedrijfswaarde (value in use)</b>	De berekende waarde van de toekomstige kasstromen van het object over de ingeschatte exploitatieperiode op basis van een (aangenomen) disconteringsvoet.	Grondslag bij toepassing van waardering tegen actuele waarde door corporaties.
<b>Marktwaarde (fair value)</b>	De meest waarschijnlijke prijs die redelijkerwijs op de markt te verkrijgen is op balansdatum rekening houdend met de lopende huurcontracten.	Grondslag bij toepassing van waardering tegen actuele waarde door vastgoedbeleggers.
<b>Opbrengstwaarde</b>	Het bedrag waartegen het object maximaal kan worden verkocht, onder aftrek van de nog te maken kosten en uitgaande van een oplevering in onverhuurde staat.	Vaak gebruikt als organisaties in financiële problemen verkeren.

In bijlage 1 zijn de definiëringen aangegeven van in de praktijk veel gehanteerde waardebegrippen voor vastgoed. Deze waardebegrippen zijn geclusterd naar drie invalshoeken: de jaarverslaggeving, de taxatieleer en het fiscaal recht. Omdat de jaarverslaggeving in toenemende mate uitgaat van bedrijfs-economische principes en minder van traditionele, zuiver boekhoudkundige uitgangspunten, is het waardebegrip bedrijfswaarde onder het kopje jaarverslaggeving opgenomen.

### Voorbeeld cijfermatige uitwerking

Ter illustratie is een aantal verschillende waardetoepassingen in het volgende cijfervoorbeeld vereenvoudigd weergegeven.

Een corporatie exploiteert één woning. Deze woning is begin 1981 opgeleverd en heeft € 40.000,- gekost. De corporatie waardeert de woning op basis van de historische kostprijs. In de aanschafwaarde is € 6.880,- aan grondkosten begrepen. De opstellen vertegenwoordigen dus een waarde van € 33.120,-. Tot op heden hebben geen na-investeringen plaatsgevonden. De corporatie schrijft annuïtair af op de woning. Op grond schrijft de corporatie niet af. De gehanteerde rekenrente voor de afschrijvingsannuïteit is 6,25%. De jaarannuïteit bedraagt € 2.175,-. Ultimo 2005 is de berekende boekwaarde van de woning € 27.155,- plus de grondwaarde (€ 6.880,-), zijnde € 34.035,-.

De verzekeraar van de corporatie hanteert voor de herbouwwaarde (een vorm van vervangingswaarde) van de woning een eigen herbowindex. De verzekeraar indexeert de stichtingskosten, na aftrek van de funderingskosten en de grondkosten. De funderingskosten hebben € 5.000,- bedragen. De stijging van de herbouwwaarde is jaarlijks 5,0% geweest. Ultimo 2005 staat de index op 340 (basisjaar 1981 = 100)<sup>2</sup>. De herbouwwaarde bedraagt ultimo 2005 3,4 maal € 28.120,-<sup>3</sup> is € 95.608,-. De funderingskosten zijn jaarlijks met 3,25% gestegen. In 2005 bedragen deze € 5.000,- maal 2,22<sup>4</sup> is € 11.100,-. De vervangingswaarde van de woning is € 95.608,- plus € 11.100,- is € 106.708,-. De vervangingswaarde van de grond bedraagt in 2005 € 12.000,-. De vervangingswaarde van opstal en grond is ultimo 2005 € 118.708,-.

De huur van de woning in 2005 bedraagt € 4.500,-, de aan de woning toe te rekenen uitgaven aan onderhoud, zakelijke lasten en overige bedrijfslasten zijn € 2.500,-. Bij een disconteringsfactor van 6,25% en een huurstijging en inflatie van 2,25% is de contante waarde van de huurinkomsten minus de uitgaven ultimo 2005 € 31.537,-. Deze contante waarde is gebaseerd op 25 toekomstige exploitatiejaren. De grondwaarde van de woning ultimo 2005 is € 12.000,-, de geschatte sloopkosten bedragen ultimo 2005 € 7.000,-. Voor de grondkosten en de sloopkosten wordt een jaarlijkse stijging van 2,25% verondersteld. In 2030 bedraagt de geïndexeerde grondwaarde minus de geïndexeerde sloopkosten € 8.721,-<sup>5</sup>. De contante waarde van het saldo van de grondwaarde en de sloopkosten aan het eind van de woningexploitatie in 2030 is ultimo 2005 € 1.916,-<sup>6</sup>. Deze waarde wordt opgeteld bij de contante waarde van de kasstromen. De bedrijfswaarde is dus € 31.537,- plus € 1.916,- is € 33.453,-.

De marktwaarde van de woning wordt op basis van een taxatie bepaald, rekening houdend met het huidige huurcontract en de staat waarin de woning zich op het moment van taxeren bevindt. De taxateur taxeert de woning ultimo 2005 op € 120.000,- (kosten koper).

De opbrengstwaarde in onverhuurde staat wordt door de taxateur op € 135.000,- bepaald.

Uit het voorbeeld blijkt dat dezelfde woning, afhankelijk van de doelstelling, op verschillende wijzen gewaardeerd kan worden. Toepassing van de verschillende waarderingsgrondslagen leidt tot aanzienlijke verschillen in waarden. In tabel 2.2 zijn de uitkomsten weergegeven.

<sup>2</sup> De herbowindex bedraagt in 2005  $(1+5,0\%)^{25} \times 100$  is 340.

<sup>3</sup> Grondslag herbouwwaarde is aanschafwaarde (€ 40.000,-) minus funderingskosten (€ 5.000,-) minus grondkosten (€ 6.880,-) is € 28.120,-.

<sup>4</sup> De stijging tussen 1981 en 2005 is  $(1+3,25\%)^{25} \times 100 = 222$ .

<sup>5</sup> De grondwaarde (€ 12.000,-) minus de sloopkosten (€ 7.000,-) is ultimo 2005 € 5.000,-. Geïndexeerd naar 2030 bedraagt deze waarde € 5.000,- maal  $(1+2,25\%)^{25}$  is € 8.721,-.

<sup>6</sup> € 8.721,- maal  $(1 + 6,25\%)^{-25}$  is € 1.916,-.

**Tabel 2.2 Overzicht waarden (x € 1)**

Waarderingsgrondslag	Waarde
Historische kostprijs	34.035
Vervangingswaarde	118.708
Bedrijfswaarde (value in use)	33.453
Marktwaarde (fair value)	120.000
Opbrengstwaarde	135.000

In het voorbeeld is de berekende boekwaarde bij waardering tegen historische kostprijs hoger dan de bedrijfswaarde. Het verschil wordt voor een deel bepaald door de gekozen rentevoet in de afschrijvingsannuïteit en is ook afhankelijk van het exploitatiejaar waarin het verschil wordt berekend. Zo groeit in het algemeen de bedrijfswaarde de eerste exploitatiejaren, terwijl de boekwaarde (volgens historische kostprijs) vanaf het eerste jaar daalt. In de jaarrekening waarden de meeste corporaties nog tegen (berekende) boekwaarde of lagere bedrijfswaarde. In dit geval in 2005 dus tegen de lagere bedrijfswaarde.

In het voorbeeld liggen de marktwaarde en de opbrengstwaarde van de huurwoning aanmerkelijk hoger dan de bedrijfswaarde. Het lijkt dus aantrekkelijk om de woning te verkopen. Deze corporatie zal, gezien haar doelstelling, een woning terug moeten kopen of nieuw moeten bouwen. Zij bezit immers maar één woning. Als zij tegen de getaxeerde marktwaarde een vergelijkbare woning terugkoopt, wordt zij er niet armer of rijker van (exclusief de kosten van overdrachtsbelasting en transporteren van de woning). Als de corporatie een nieuwe woning bouwt, moet zij grond aankopen. In het voorbeeld zijn de grondkosten in 2005 € 12.000,-. Uitgaande van de geschatte vervangingswaarde van de woning, de funderingskosten en de grondwaarde is zij dan € 118.708,- kwijt. Deze nieuwe woning kan volgens de corporatie 50 jaar geëxploiteerd worden. De bedrijfswaarde van deze woning is € 43.378,-. Er wordt dus € 9.925,- bedrijfswaarde toegevoegd ten opzichte van de oude situatie (de oorspronkelijke bedrijfswaarde was € 33.453,-, de nieuwe bedrijfswaarde op basis van 50 jaar exploitatie is € 43.378,-. Het verschil tussen de oude en de nieuwe bedrijfswaarde is € 9.925,-). Het saldo van verkoop in verhuurde staat en de nieuwbouw bedraagt € 1.292,- positief (het verschil tussen de marktwaarde van € 120.000,- en de kosten van nieuwbouw van € 118.708,-). De transactie levert de corporatie in geld dus € 1.292,- op en in vermogen per saldo € 11.217,-. De boekwinst op de transactie (de marktwaarde minus de bedrijfswaarde, zijnde € 120.000,- minus € 33.453,-) is € 86.547,-. De onrendabele investering op de nieuwbouw (de aanschafwaarde minus de bedrijfswaarde, zijnde € 118.708,- minus € 43.378,-) is € 75.330,-. Per saldo resteert dus een toename van het vermogen van € 86.547,- minus € 75.330,-, zijnde € 11.217,-.

### 3. Bedrijfswaardeberekening

#### Bedrijfswaarde en jaarverslaggeving

Met ingang van het boekjaar 2004 is een nieuwe Richtlijn voor de Jaarverslaggeving van corporaties van kracht (RJ 645). In deze richtlijn is aangesloten bij de internationale ontwikkelingen in de externe verslaggeving, rekening houdend met specifiek Nederlandse omstandigheden. Bij het toepassen van actuele waarde als waarderingsgrondslag is de bedrijfswaarde de grondslag voor de woningen die bestemd zijn voor verhuur.

Het bedrijfswaardebegrip is in Richtlijn 121 (bijzondere waardeverminderingen van vaste activa) sterk ingeperkt ten opzichte van wat tot voor kort in brede kring binnen de corporatiesector gebruikelijk was: toekomstige kasstromen moeten worden geschat voor het vastgoed in de staat waarin het zich bevindt<sup>7</sup>. Dit biedt houvast voor de externe verantwoording van de corporatie en vergroot de vergelijkbaarheid van de financiële positie tussen corporaties.

Ter illustratie een voorbeeld:

Een corporatie exploiteert een complex met 100 huurwoningen dat aan het eind van de geschatte levensduur gesloopt gaat worden. Na de sloop worden er 60 koopwoningen en 50 huurwoningen gebouwd. In het voorbeeld is geen rekening gehouden met omzetbelasting.

De corporatie heeft in haar berekening van de bedrijfswaarde rekening gehouden met een grondwaarde per woning en met sloop- en uitplaatsingskosten en kosten voor het bouwrijp maken van de grond. De gemeente maakt een onderscheid tussen kavels voor een sociale huurwoning en overige kavels. De kavel voor een sociale huurwoning kost € 150,-, per vierkante meter, de overige kavels € 250,- per vierkante meter. De kavels voor het complex sociale huurwoningen hebben een oppervlakte van 80 vierkante meter. De waarde van de bouwrijpe grond voor dit complex is dus € 12.000,- per woning. De kosten van sloop, uitplaatsen en bouwrijp maken bedragen € 7.000,-. De in de bedrijfswaarde opgenomen waarde van de grond is in het laatste exploitatiejaar € 12.000,- minus € 7.000,- is € 5.000,- per woning. Bij het slopen en bouwrijp maken komen de verwachtingen uit. De eindwaarde van het complex is dus € 5.000,- per gesloopte huurwoning. Deze sloop van het complex heeft geen effect op het resultaat in dat jaar. De verwachtingen zijn immers uitgekomen.

Voor 60 kavels is sprake van een bestemmingswijziging: van sociale huurwoning naar koopwoning. De bestemmingswijziging is dan ook geen onderdeel van de bedrijfswaardeberekening van de oorspronkelijke huurwoning. Het wijzigen van de bestemming leidt tot een boekwinst over de ingebrachte grond. In het jaar van inbreng wordt deze door de corporatie verantwoord. In dit geval betreft het 60 kavels met een oppervlakte van 80 vierkante meter. Per kavel wordt een positief resultaat van 80 maal € 100,- is € 8.000,- verantwoord. De nieuwe kavels voor de huurwoningen zijn 64 vierkante meter groot. De grondkosten van de nieuwe huurwoningen bedragen € 9.600,- per woning. In de bedrijfswaardeberekening wordt rekening gehouden met toekomstige sloop- en uitplaatsingskosten en de kosten van bouwrijp maken. Stel dat deze € 7.000,- bedragen. Uitgaande van een exploitatieduur van 50 jaar bedraagt de contante waarde van de grond (bedrijfswaarde grond) bij een jaarlijkse stijgingsfactor van 2,25% en een disconteringsfactor van 6,25% € 406,- per kavel in het eerste exploitatiejaar.

Corporaties gaan in de praktijk vaak verplichtingen aan die redelijkerwijze moeten worden nagekomen, maar veelal niet zijn toe te rekenen aan een specifiek complex of betrekking hebben op toekomstig vastgoed. Voorbeelden zijn convenanten met gemeenten over de herstructurering van een bepaalde wijk. Deze afspraken zijn intern binnen de corporatie geformaliseerd door het tekenen van het convenant en extern gecommuniceerd. De vraag of de corporatie juridisch gehouden kan worden aan het naleven van het gesloten convenant doet er in de financiële verantwoording niet toe.

<sup>7</sup> RJ 121.313. Toekomstige kasstromen dienen te worden geschat voor het actief in de staat waarin het zich bevindt. Deze dienen geen toekomstige kasontvangsten of kasuitgaven te omvatten die naar verwachting voortvloeien uit:  
a. een toekomstige reorganisatie waaraan de rechtspersoon nog niet is gebonden; of  
b. toekomstige investeringen die de oorspronkelijke capaciteit verbeteren of vergroten.

Van belang is dat de corporatie er op aangesproken kan worden. Dit wordt een feitelijke verplichting genoemd. Dergelijke verplichtingen worden op balansdatum voorzien, maar maken geen onderdeel uit van de bedrijfswaardeberekening van een specifiek complex.

Een voorbeeld:

Een corporatie sluit met een gemeente een convenant om een bijdrage van € 15 miljoen te geven aan de herstructurering van een wijk. Deze bijdrage betreft het saldo van onrendabele investeringen in bestaande woningen, onrendabele investeringen in nieuwbouw, verwachte verkoopresultaten van te verkopen huurwoningen en nieuw te bouwen koopwoningen. Het convenant heeft het karakter van een feitelijke verplichting.

Hoewel de corporatie verwacht woningen te moeten slopen, zijn deze nog niet aan complexen toegerekend. Hetzelfde geldt voor de te verkopen huurwoningen en de onrendabele investeringen in bestaande woningen. De verplichtingen zijn niet juridisch afdwingbaar en zeggen ook nog niets over de staat waarin de huurwoningen zich op balansdatum bevinden. De kosten kunnen dus nog geen onderdeel zijn van de bedrijfswaarde op balansdatum. Omdat het een feitelijke verplichting betreft, vormt de corporatie ten laste van het resultaat een voorziening van € 15 miljoen.

### **Bepaling van de bedrijfswaarde**

Voor het bepalen van de bedrijfswaarde worden de volgende stappen doorlopen:

- Clusteren van verhuureenheden in complexen.
- Kiezen van de uitgangspunten voor en te hanteren parameters in de bedrijfswaardeberekening.
- Schatten van de toekomstige in- en uitgaande kasstromen bij voortgezet gebruik van het vastgoed.
- Toepassen van een passende disconteringsvoet op deze toekomstige kasstromen.

De kasstroomprognoses worden gebaseerd op redelijke en onderbouwde veronderstellingen die de beste schatting weergeven van de economische omstandigheden die van toepassing zullen zijn gedurende de resterende levensduur van het vastgoed. De Richtlijnen schrijven voor dat hierbij een relatief groot gewicht moet worden toegekend aan externe informatie. Voorbeelden hiervan zijn studies van het Centraal Planbureau en demografische ontwikkelingen. De kasstroomprognoses zijn 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. Hierbij kan worden gedacht aan bijvoorbeeld meerjarenonderhoudsprognoses.

De verslaggevingregels schrijven voor dat kasstroomprognoses na de periode die is begrepen in de meest recente budgetten, worden geschat door extrapolatie van de prognose gebaseerd op die budgetten. In de praktijk betekent dit dat corporaties uit zullen gaan van de door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) voorgeschreven indexaties van kasstromen voor de periode na vijf jaar.

Nieuw is de waardering van woningen die bestemd zijn voor verkoop. Deze woningen worden gewaardeerd tegen de reële waarde op balansdatum. Voor deze woningen is 'marktwaaarde' de grondslag. De waarde van deze woningen zal een mix zijn van de bedrijfswaarde van de lopende huurexploitatie en de verwachte toekomstige marktwaaarde in lege staat. Gegeven het karakter van de sector is in de ontwikkelde best practices de tijdschhorizon van te verkopen huurwoningen (in het algemeen via uitpanding) op vijf jaar gesteld. Deze termijn sluit aan bij het voorschrift vanuit de Richtlijnen om de budgetten voor maximaal vijf jaar in de kasstroomprognose op te nemen.

## Clustering in complexen

Een corporatie bepaalt de bedrijfswaarde per complex, dat wil zeggen een clustering van vergelijkbare verhuureenheden. De indeling is gebaseerd op een indeling die aansluit bij het interne beleid en de bedrijfsvoering van de corporatie. Dit is een belangrijke afwijking ten opzichte van de wijze waarop commerciële verhuurders de waarde van het vastgoed bepalen. Voor deze verhuurders is de waarde op de markt bepalend en niet het eigen beleid of de bedrijfsvoering. Woningen worden door beleggers veelal geclusterd in voor de taxatie gelijkwaardige objecten.

Corporaties vormen complexen die soms uit zowel winkels als eengezinswoningen en appartementen kunnen bestaan. Voor taxatie zijn deze verhuureenheden niet gelijkwaardig, maar de clustering sluit aan bij de gebiedsgerichte aanpak van het beheer door de corporatie.

Voorbeelden van het interne beleid zijn de differentiatie in huur- en onderhoudsbeleid en levensduurschattingen en beleid gericht op bepaalde product-marktcombinaties. Als product-marktcombinaties wordt beschouwd een samenstel van onroerende zaken waarop een gelijklopend beleid wordt bepaald, zoals woningen voor grote samenlevingsverbanden en starterswoningen.

Bij het bepalen van de kasstroomgenererende eenheden moet een consistente gedragslijn worden gevolgd. Het is niet toegestaan om het gehele woningbezit van de corporatie te kwalificeren als één kasstroomgenererende eenheid, maar voor de uitwerking van de clustering heeft de corporatie een grote mate van vrijheid. De volgende vuistregels kunnen daarvoor worden toegepast:

- Keuze voor een toekomstvaste clustering. Een clustering die gebaseerd is op een relatief groot aantal product-marktcombinaties is relatief vatbaar voor periodieke aanpassingen. Product-marktcombinaties kunnen tijdgebonden zijn.
- Keuze voor een clustering die aansluit bij de wijze van vastgoedsturing door de corporatie. Op deze wijze wordt er een logisch verband gelegd tussen sturing en verantwoording. Bij een sturing op het niveau van fysieke bouwblokken ligt een complexindeling naar bouwblokken voor de hand, bij een gebiedsgerichte sturing een complexindeling die aansluit bij het gebied.

De corporatie moet haar keuze voor het bepalen van de complexen in de toelichting op de balans beschrijven en motiveren. Voor de stakeholders die kennis nemen van de jaarrekening en het volkshuisvestingsverslag is het van belang van de keuzes van de corporatie kennis te kunnen nemen. De invloed op de financiële positie van de keuzes kan immers zeer fors zijn.

### Keuze van uitgangspunten en parameters

Om een bedrijfswaarde van een complex te berekenen, moet de corporatie een aantal uitgangspunten formuleren. Deze uitgangspunten hebben betrekking op de specifieke voorwaarden en condities die in de bedrijfswaardeberekening moeten worden betrokken en zijn gebaseerd op het vigerende beleidskader van de corporatie. Deze uitgangspunten hebben zowel betrekking op de opbrengstenkant (huurbeleid) als op de kostenkant (zoals onderhoudsbeleid en meerjarenbegroting van het werkapparaat). Ook het strategisch voorraadbeleid geeft belangrijke informatie. Daarin komen onderwerpen als marktpositie, te plegen investeringsingrepen in het complex, verkoopplannen en schattingen van de resterende economische levensduur aan de orde.

Een voorbeeld:

Een corporatie berekent de bedrijfswaarde van het vastgoed met behulp van corporatiebrede, gemiddelde normbedragen en gaat uit van een generieke levensduur van een complex van 50 jaar. Het afgelopen jaar heeft de corporatie een strategisch voorraadbeleid per complex geformuleerd. Voor een specifiek complex is de resterende economische levensduur verkort omdat de corporatie het complex wil ombouwen tot een modern ouderencomplex.

Aansluitend op dit strategisch voorraadbeleid is een meerjarenonderhoudsbegroting per complex opgesteld. Voor het betreffende complex betekent dit een onderhoudsinspanning die vooral gericht is op instandhouding van de woningen, waarbij rekening wordt gehouden met de voorgenomen toekomstige ingreep.

Op basis van de toekomstige positionering van het complex, past de corporatie haar huurbeleid voor het complex voor zowel de zittende huurders als de nieuw af te sluiten huurcontracten aan. Bij het berekenen van de bedrijfswaarde van het complex past de corporatie de uitgangspunten van het strategisch voorraadbeleid toe.

#### Levensduur

De levensduur van vastgoed wordt bij aankoop c.q. ontwikkelen bij aanvang van de huurexploitatie gesteld op een door de corporatie geschatte economische levensduur. De economische levensduur kan afwijken van de technische levensduur. Bij de economische levensduur gaat het om de verwachte periode dat de woning verhuurd kan worden, rekening houdend met de vraag of de geleverde woondienst nog aansluit bij de marktvraag en de kwaliteitseisen van vergelijkbare corporatiewoningen.

Een voorbeeld:

Een corporatiewoning is gebouwd in 1960. De geschatte economische levensduur was 50 jaar. Gedurende de exploitatieperiode zijn de keuken en de badkamer in 1985 opgeknapt en is de woning voorzien van dubbel glas. In 2005 heeft de corporatie in haar strategisch voorraadbeleid vastgelegd dat de woning in 2010 ingrijpend gemoderniseerd wordt en als een gewijzigde produkt-marktcombinatie wordt beschouwd. De woning wordt aangepast aan de eisen van gehandicapten en senioren. De corporatie spreekt van een herprofilering van het complex.

De herprofilering van het complex wordt door het specifieke karakter van de ingreep beschouwd als een levensduur verlengende ingreep. Op basis van ervaringen met vergelijkbare complexen schat de corporatie dat de levensduur van de woning met 25 jaar verlengd wordt.

Het verdient aanbeveling daarbij voor door het WSW borgbaar vastgoed aansluiting te zoeken bij de door het WSW geaccepteerde economische levensduur. Voor nieuwbouwwoningen is dit in de praktijk 50 jaar. Jaarlijks stelt de corporatie vast of een aanpassing van de levensduurinschatting noodzakelijk is. Voor complexen in de sociale verhuur, waarvoor nog geen wijzigingen in de exploitatie of bestemming zijn aangegeven, is het aanvaardbaar een minimale resterende levensduur van tien jaar aan te houden. Deze minimale resterende levensduur is mede gebaseerd op ervaringen met lange doorlooptijden om complexen daadwerkelijk te slopen. Op het moment dat voor een dergelijk complex een levensduurverlengende ingreep wordt uitgevoerd of tot bijvoorbeeld sloop wordt besloten, wordt de levensduur aangepast.

De bedrijfswaarde van het vastgoed wordt bepaald naar de staat ultimo het boekjaar. Totdat de corporatie zich juridisch verplicht tot de investeringen die de toekomstige verdien capaciteit vergroten, omvatten de schattingen van toekomstige kasstromen niet de verwachte ontvangsten die met deze investeringen verband houden. Dit betekent dat levensduurverlenging in principe gekoppeld is aan daadwerkelijke investeringen in het vastgoed. In de praktijk beoordeelt de corporatie veelal na circa 30 tot 40 jaar de technische en economische vooruitzichten en mogelijkheden van een complex. Op basis daarvan wordt beleid geformuleerd voor onder meer de restant levensduur in samenhang met eventuele renovatie van het complex.

De volgende parameters zijn in het kader van de waardering van het vastgoed van belang.

- jaarlijkse huurstijging;
- mutatiegraad huurcontracten (mede in verband met huurharmonisatie);
- toekomstige lastenstijging (onderhoud, beheerkosten en zakelijke lasten);
- ontwikkeling van de sloopkosten van het opstal;
- verkooppercentages aan huidige huurders bij voorgenomen uitponding, rekening houdend met eventuele korting;
- ontwikkeling van de leegwaarde van te verkopen huurwoningen.

De parameters die van belang zijn voor de berekening van de bedrijfswaarde zijn niet altijd door de corporatie zelf te beïnvloeden (exogene parameters), bijvoorbeeld voor de verwachte toekomstige lastenontwikkeling, de huurontwikkeling op langere termijn en de ontwikkeling van de leegwaarde van te verkopen huurwoningen. De door de corporatie wel te beïnvloeden parameters worden endogene parameters genoemd. Dit onderscheid is van belang voor de keuze door de corporatie van de hoogte van de parameter op korte en lange termijn.

In de regelgeving voor externe verslaggeving wordt een onderscheid gemaakt tussen de min of meer beïnvloedbare kortere termijn (vijf jaar) en de lange termijn (na vijf jaar). Bij het meten van de bedrijfswaarde moeten de kasstroomprognoses gebaseerd worden op redelijke en onderbouwde veronderstellingen van de economische omstandigheden voor de resterende levensduur van het vastgoed. Aan externe informatie wordt een groot gewicht toegekend. De externe informatie heeft bijvoorbeeld betrekking op de verwachtingen over de ontwikkeling van de exogene parameters. Verplichtingen en/of rechten die verder reiken dan vijf jaar en die samenhangen met de huidige exploitatie zoals cyclisch planmatig onderhoud en erfpacht worden gedurende de resterende levensduur in de waardering betrokken.

#### Jaarlijkse huurontwikkeling

Op basis van het vigerend huurbeleid van de corporatie en de marktpositie van het bezit schat de corporatie voor een complex de huurontwikkeling in de resterende exploitatieperiode. Voor de eerste vijf jaar past de corporatie de voorgenomen stijgingspercentages per complex toe. Voor de periode daarna verdient het aanbeveling aan te sluiten bij de generieke parameter die het WSW hanteert. Dit wordt gezien als een zinvolle invulling van de Richtlijn voor de Jaarverslaggeving. In de percentages voor de eerste vijf jaar kan rekening worden gehouden met de voornemens ten aanzien van de jaarlijkse huurverhoging per 1 juli. De corporatie kan voor intern gebruik in principe natuurlijk ook voor de periode na het vijfde jaar specifieke stijgingsfactoren blijven hanteren. Voor de financiële verantwoording in de jaarrekening wordt echter aangesloten bij de algemene uitgangspunten voor externe verslaggeving, zoals vastgelegd in RJ 121.310<sup>8</sup>. De uitgangspunten in deze Richtlijn geven een onderscheid aan van een periode tot vijf jaar en de (lange) termijn daarna.

#### Mutatiegraad

De mutatiegraad is een exogene parameter, veelal verschillend per complex. Met name de ervaringen uit het verleden spelen een grote rol in de schatting van deze parameter. Voor de periode na vijf jaar is het in het algemeen gebruikelijk om uit te gaan van een meer door de corporatie bepaalde generieke, genormeerde mutatiegraad.

<sup>8</sup> RJ 121.310: Kasstroomprognoses na de periode die is begrepen in de meest recente budgetten (en die maximaal vijf jaar bestrijken, tenzij een langere periode kan worden gerechtvaardigd zoals bij cyclisch onderhoud) worden geschat door extrapolatie van de prognose gebaseerd op deze budgetten, gebruikmakend van een vast groeicijfer voor latere jaren.

### Toekomstige lastenontwikkeling

De verwachte lastenontwikkeling is een exogene parameter. Bij deze categorie parameters is externe informatie belangrijk. De geraamde lastenstijging wordt vaak afzonderlijk in beeld gebracht voor onderhoudslasten, de beheerkosten en de zakelijke lasten. Voor maximaal de eerste vijf jaar kunnen deze percentages specifiek worden bepaald op basis van verwachtingen van bijvoorbeeld het Centraal Bureau voor de Statistiek en de van kracht zijnde CAO. Voor de periode daarna verdient het aanbeveling aan te sluiten bij de parameters van het WSW.

### Sloopkosten

Voor de schatting van de jaarlijkse stijging van de sloopkosten van het opstal wordt veelal aangesloten bij de inflatieparameter van het WSW.

### Verkooppercentages aan huidige huurders bij voorgenomen uitponding

In een bedrijfswaardeberekening voor complexen waarvan de corporatie huurwoningen verkoopt of het voornemen heeft te gaan uitponden, is een belangrijk onderdeel de inschatting welk deel van de zittende huurders de eigen huurwoning wil (en kan) kopen. Dit speelt met name bij complexen waar de start van de verkoop wordt voorzien in het eerstvolgende jaar en in een bepaalde mate kan doorwerken in daaropvolgende jaren. Corporaties zullen op basis van gericht onderzoek bij de bestaande huurders inschattingen per complex kunnen maken. Ervaringen uit het verleden kunnen hierbij behulpzaam zijn. De inkomenssituatie van de huurders, de huidige huurprijs in relatie tot de woonlasten op basis van de leegwaarde en het beleid van corporaties ten aanzien van kortingen zijn hierop van invloed.

### Ontwikkeling leegwaarde te verkopen huurwoningen

Als een corporatie huurwoningen verkoopt, zal een inschatting moeten worden gemaakt van de verwachte ontwikkeling van de leegwaarde. Dit is een exogene parameter. De corporatie zal veel gewicht moeten toekennen aan externe informatie over de (verwachte) ontwikkeling van de markt voor koopwoningen. Voor de korte termijn kan voor bepaling van dit percentage gebruik worden gemaakt van bijvoorbeeld indices van het Centraal Bureau voor de Statistiek en het Nederlands Verbond van Makelaars. Voor de periode daarna verdient het aanbeveling aan te sluiten bij de inflatieparameter van het WSW.

## **Raming toekomstige kasstromen**

Na vaststelling van de uitgangspunten en parameters wordt vervolgens per complex een schatting gemaakt van de kasstromen bij voortgezet gebruik van het vastgoed. De belangrijkste kasstromen betreffen:

- huur;
- opbrengsten uit verkoop van huurwoningen;
- onderhoudsuitgaven;
- overige uitgaven, waaronder die van de werkorganisatie en belastingen en verzekeringen, voorzover toe te rekenen aan het beheer van de woningen.

### Huur

De lopende huurcontracten zijn uitgangspunt voor de schatting van de huuropbrengsten. Op basis van een inschatting van de huurstijgingen voor de komende vijf jaar per complex worden de huuropbrengsten voor de eerste vijf jaar geschat. Na vijf jaar is het gebruikelijk om uit te gaan van een meer generieke inschatting van de huurstijging. De parameter van het WSW kan hierbij behulpzaam zijn. De huurderiving (het niet geïnde deel van de huur) wordt eveneens per complex geschat. De realisatie van de afgelopen jaren, eventueel rekening houdend met geplande ingrepen die tot tijdelijke huurderiving kunnen leiden, is uitgangspunt.

Een voorbeeld:

De corporatie verhuurt één woning voor een huurprijs van € 350,- per maand. De jaarlijkse huurverhoging is per 1 juli. Het WSW hanteert een huurstijgingparameter na vijf jaar die gelijk is aan de verwachte inflatie, te weten 2,25%. De corporatie heeft in haar huurbeleid geformuleerd dat de huurstijging voor deze woning gelijk is aan de inflatie. Voor de inflatieverwachtingen voor de komende vijf jaar maakt de corporatie gebruik van de verwachtingen van het Centraal Planbureau. Dit instituut verwacht in dit voorbeeld een inflatie van 1,5% in het eerste jaar, 1,75% in het tweede jaar en 2,0% in de drie jaren erna. Op basis van ervaringen uit het verleden is de huurderiving 1% van de jaarhuur.

De kasstroom uit huur is als volgt:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Contracthuur	4.232	4.300	4.381	4.469	4.558	4.655
Af: Derving	42	43	44	45	46	47
Kasstroom	4.190	4.257	4.337	4.424	4.512	4.608

#### Opbrengsten uit verkoop van huurwoningen

In de specifieke voor corporaties geldende Richtlijn voor de Jaarverslaggeving is met ingang van 2004 aandacht besteed aan een afzonderlijke waardering van te verkopen huurwoningen. De Richtlijn spreekt van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor verkoop. Het betreft woningen die door de corporatie in een verkoopplan zijn geclassificeerd voor verkoop. Voor de waardering tegen actuele waarde van deze woningen verwijst de Richtlijn naar de uitgangspunten voor vastgoed van beleggers: de reële waarde. Voor deze woningen wordt dit ingevuld als de marktwaarde. Een specifieke tijdshorizon voor verkoop wordt niet nader ingevuld. In de corporatiepraktijk betekent dit de contante waarde van een mix van de bedrijfswaarde van de lopende huurexploitatie en de verwachte toekomstige opbrengstwaarde van de woning. Gegeven het karakter van de sector is in de ontwikkelde best practices de tijdshorizon van te verkopen huurwoningen op vijf jaar gesteld.

#### Onderhoudsuitgaven

Dit betreft de kasstroom die samenhangt met klachtenonderhoud, de onderhoudsuitgaven die worden gedaan bij mutatie van de woning, contractonderhoud aan bijvoorbeeld installaties en het planmatig onderhoud. In economische termen betreft het uitgaven die gedaan worden om de woning in stand te houden. In stand houden betekent hier niet fysiek in stand houden, maar heeft betrekking op de verhuurbaarheid en eventuele wettelijke voorschriften.

In de bedrijfswaardeberekening staat het complex centraal. De geschatte toekomstige onderhoudsuitgaven zullen dan ook zoveel mogelijk per complex worden bepaald. Het is goed denkbaar dat samenhangend met de binnen de corporatie gebruikelijke onderhoudscyclus de uitgaven per complex een fluctuerend verloop vertonen. De geschatte planmatige onderhoudsuitgaven zullen in de regel gebaseerd zijn op een meerjarenonderhoudsbegroting. Als de geschatte levensduur van een complex langer is dan de periode van de meerjarenonderhoudsbegroting, wordt voor de resterende periode een raming gemaakt die overeenkomt met naar redelijkheid te verwachten onderhoudsuitgaven in relatie tot de kwaliteit en de marktpositie van het object/complex. Hierbij kan tevens in ogenschouw worden genomen het effect van een eventuele afbouw van de onderhoudsinspanning in samenhang met de aflopende exploitatieperiode.

In de praktijk wordt vaak onderscheid gemaakt tussen onderhoudsuitgaven die noodzakelijk zijn voor de toekomstige exploitatie van een complex en uitgaven die leiden tot een vergroting van de verdien capaciteit van een complex (bij gelijkblijvende economische levensduur) of een verlenging van de economische levensduur. De eerste categorie uitgaven wordt ook wel facelift of revitalisering genoemd.

Deze toekomstige uitgaven worden verwerkt in de bedrijfswaarde.

Uitgaven ten behoeve van herprofilering van een complex of de transformatie van een complex behoren tot de tweede categorie. Deze toekomstige uitgaven hebben het karakter van een investering en worden niet verwerkt in de bedrijfswaarde.

Een voorbeeld:

Een corporatie vervangt de geisers door gesloten warmwatertoestellen. Deze vervanging leidt niet tot een verhoging van de huren. De uitgave wordt aangemerkt als een onderhoudsuitgave en maakt deel uit van de bedrijfswaarde.

Een corporatie plaatst een lift bij een complex seniorenwoningen om de woningen aantrekkelijk te houden voor senioren. De huurprijs wordt niet verhoogd. De uitgave wordt aangemerkt als een onderhoudsuitgave en maakt deel uit van de bedrijfswaarde.

Een corporatie moderniseert een complex woningen, waarbij de woning wordt geïsoleerd en er een centraal verwarmingssysteem wordt aangelegd. De levensduur wordt niet verlengd, maar de huren gaan omhoog. De uitgave wordt aangemerkt als een investering. De bedrijfswaarde van de investering wordt berekend en toegevoegd aan de bedrijfswaarde van het complex. Een eventueel onrendabel deel van de investering wordt onder de post waardeverandering materiële vaste activa in de winst- en verliesrekening verantwoord.

#### Overige uitgaven

In de bedrijfswaarde van een complex worden de op een indirecte wijze aan het complex toegerekende overheadkosten/kasstromen opgenomen. Gegeven de aard van de corporatie en de uitwerking hiervan in bestaande regelgeving zoals het BBSH, vindt een integrale toerekening van de indirecte kosten plaats aan het vastgoed ten behoeve van de bedrijfswaardeberekening, voorzover de overige uitgaven in verband staan met het beheer van de woningen. De meest recente, door het bestuur van de corporatie goedgekeurde budgetten voor maximaal vijf jaar, zijn hierbij uitgangspunt.

#### Incidentele uitgaven

In het algemeen zullen incidentele uitgaven niet en structurele uitgaven wel onderdeel vormen van de bedrijfswaarde. Veel corporaties kennen een relatief vast niveau van kosten die samenhangen met een continue stroom van ad hoc-projecten binnen de bedrijfsvoering. Met dergelijke uitgaven dient in de bedrijfswaardeberekening wel rekening te worden gehouden door deze voor de komende jaren te schatten.

Een voorbeeld:

Een corporatie heeft uitgaven gedaan in het kader van een fusie. Deze kosten hebben een eenmalig karakter en hebben geen invloed op de bedrijfswaarde van het vastgoed.

In de praktijk blijkt een corporatie jaarlijks 3% van de kosten voor het werkapparaat uit te geven aan uiteenlopende niet voorziene en derhalve niet in de begroting opgenomen uitgaven. Deze uitgaven liggen bijvoorbeeld op het terrein van advisering. In de bedrijfswaardeberekening gaat de corporatie uit van de goedgekeurde begroting verhoogd met 3% voor dergelijke niet begrote uitgaven.

#### Doorberekening andere rechtspersonen/activiteiten

Voor niet in de bedrijfswaarde op te nemen doorberekeningen aan andere rechtspersonen c.q. activiteiten kan aansluiting worden gezocht bij de standpunten van de fiscus. Uitgaven die fiscaal mogen worden doorbelast aan andere rechtspersonen en ook daadwerkelijk met de corporatie verrekend worden, worden niet in de bedrijfswaardeberekening betrokken. Zo blijven bijvoorbeeld de aan een dochtermaatschappij doorbelaste kosten voor administratie en bestuur buiten de bedrijfswaardeberekening van het vastgoed.

### Toerekening maatschappelijke uitgaven

Bij het bepalen van de bedrijfswaarde van een complex is het uitgangspunt dat alle kasstromen voorzover deze verbonden zijn aan het complex, zo mogelijk direct of anders indirect gespecificeerd, worden toegerekend en deel uitmaken van de bedrijfswaarde van het complex. In het kader van de best practices is dit, voorzover mogelijk, ook van toepassing op maatschappelijke uitgaven.

Een voorbeeld:

Een corporatie heeft voor een bepaalde wijk jaarlijks € 100.000,- beschikbaar voor leefbaarheidsprojecten. De corporatie exploiteert in de wijk twee complexen met samen 1000 woningen. De corporatie rekent voor de bepaling van de bedrijfswaarde van haar complexen aan beide complexen € 100,- per woning per jaar toe. Deze uitgave drukt niet op de andere complexen van de corporatie.

### Toerekening overige uitgaven

De overige uitgaven moeten toegerekend worden aan specifieke complexen. Een deel van de overige exploitatie-uitgaven is rechtstreeks toerekenbaar. Bijvoorbeeld de zakelijke lasten en uitgaven aan huismeesters, voorzover niet via de servicekosten aan huurders doorberekend. Wat resteert zijn de kosten voor verhuur en beheer (financieel, administratief, en technisch) en de toerekening van overheadkosten (bestuur, staf, beleid, automatisering en dergelijke). Voor deze toerekening moeten verdeelsleutels worden ontwikkeld. Dit kan op een eenvoudige manier door een vast bedrag per woning te hanteren. Voor verantwoordingsdoeleinden is dit voldoende. Als de corporatie de bedrijfswaarde ook wil gebruiken in haar financieel sturingssysteem, zal aansluiting moeten worden gezocht bij gebeurtenissen die de veroorzaker zijn van kosten. De mutatiegraad, het aantal aanbiddingen, de beheerinzet, de onderhoudsomzet en aantal verhuureenheden kunnen als bouwstenen fungeren bij de ontwikkeling van een min of meer geobjectiveerde kostenverdeelsleutel.

Het doel is om kasstromen zo goed mogelijk te verbinden aan relevante objecten. De dynamiek in de voorraad: verkopen, sloop, nieuwbouw en aankoop maakt dat deze grondslag periodiek moet worden 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.

Een voorbeeld:

Een corporatie beheert twee complexen, bestaande uit 200 eengezinswoningen (complex 1) en 100 appartementen (complex 2). De jaarlijkse mutatiegraad van de eengezinswoningen is 5% en van de appartementen 15%. De kosten van verhuurmedewerkers bedragen € 300,- per woning en kunnen op verschillende manieren worden toegerekend:

1. per verhuureenheid: het complex eengezinswoningen krijgt € 200,- en het appartementencomplex krijgt € 100,- toegerekend;
2. naar rato van de mutatiegraad: het complex eengezinswoningen krijgt € 120,- toegerekend en het appartementencomplex krijgt € 180,- toegerekend.

Uitgaande van het principe 'de vervuiler betaalt' heeft de tweede manier de voorkeur. Uit dit voorbeeld blijkt dat de keuze voor de wijze van toerekenen een groot effect kan hebben op de hoogte en de ontwikkeling van de bedrijfswaarde per complex. Als de mutatiegraad van het appartementencomplex structureel daalt, zal dit bijvoorbeeld een positief effect hebben op de bedrijfswaarde van dit complex in de tweede toerekeningsmethode.

## Disconteringsfactor

De hoogte van de bedrijfswaarde wordt sterk beïnvloed door de hoogte van de gekozen disconteringsfactor, waarmee de toekomstige inkomsten en uitgaven contant worden gemaakt. Een hoge factor leidt tot een relatief lage (huidige) waarde van de contant gemaakte kasstromen, een lage factor leidt tot een hoge waarde.

Een voorbeeld:

De corporatie ontvangt over precies één jaar € 1,-. Bij een disconteringsfactor van 5% is de huidige geldswaarde van de ontvangst van deze euro over één jaar € 0,95<sup>9</sup>. Bij een disconteringsfactor van 15% is de huidige geldswaarde van de ontvangst van deze euro over één jaar € 0,87<sup>10</sup>. Als het bedrag van € 0,95 een jaar rentedragend tegen 5% per jaar wordt weggezet, dan is de waarde immers met die rente gegroeid tot die € 1,- c.q. voor € 0,87 tegen een factor van 15%.

De overwegingen voor een keuze voor de hoogte van de disconteringsfactor zijn dus belangrijk. In de bedrijfseconomische theorie is de disconteringsfactor de rendementseis die de verschaffers van het vermogen van een onderneming stellen. De aandeelhouders zijn een belangrijke financier van de onderneming. 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. Hoe risicovoller de branche en de onderneming, hoe hoger de specifieke opslag. 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.

Corporaties verschillen van ondernemingen met aandeelhouders. De corporatie kent geen aandeelhouders. Het vermogen van de corporatie moet worden aangewend in het belang van de 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 borgstellingfaciliteiten van het WSW bij het aantrekken van geldleningen op de kapitaalmarkt.

Uitgaande van het specifieke karakter van de corporatiesector ligt het voor de hand om voor de vaststelling van de hoogte van de disconteringsfactor in de jaarrekening aansluiting te zoeken bij de eisen die de borgsteller stelt. De toegepaste disconteringsfactor heeft op deze wijze een directe relatie met de financierbaarheid van het vastgoed van de corporatie.

Voor corporaties is dus de rendementseis over het eigen vermogen gelijk gesteld aan de disconteringsfactor van de borgsteller van de leningen. Ook in de verslaggevingrichtlijn voor woningcorporaties komt dit terug<sup>11</sup>. Ultimo 2005 hanteert het WSW een disconteringsvoet van 6,0%.

### Disconteringsfactor: reëel of nominaal

In de afleiding van de disconteringsfactor is naar voren gekomen dat de corporatiesector deze voornamelijk baseert op de inschatting van de rentevoet. In deze rentevoet is een opslag voor de verwachte inflatie begrepen. Bij het berekenen van de bedrijfswaarde kan worden gekozen uit twee benaderingen: nominale kasstromen waarderen met een nominale disconteringsfactor of reële kasstromen waarderen met een reële rendementseis.

<sup>9</sup> De contante waarde bedraagt € 1 maal  $1/(1,05)$  is € 0,95.

<sup>10</sup> De contante waarde bedraagt € 1 maal  $1/(1,15)$  is € 0,87.

<sup>11</sup> RJ645.208: Gezien het feit dat de markt van toegelaten instellingen een zeer specifieke markt is met een eigen risicoprofiel is de disconteringsvoet gebaseerd op de disconteringsvoet die gebruikelijk is in de markt voor toegelaten instellingen.

In de nominale variant maakt de corporatie een prognose van de nominale bedragen die men in de toekomst verwacht te ontvangen c.q. te betalen. Inflatie (geldontwaarding) doet de koopkracht van deze bedragen dalen. Bij het vaststellen van de nominale disconteringsfactor (de nominale rendementseis) zal met inflatie rekening moeten zijn gehouden. De nominale rendementseis wordt opgebouwd uit twee componenten: een vergoeding voor inflatie en een gewenst reëel rendement.

In principe maakt het niet uit of men de kasstromen corrigeert voor inflatie en vervolgens contant maakt tegen de reële rendementseis, of dat men de nominale kasstromen contant maakt tegen de nominale rendementseis (die ook rekening houdt met inflatie). De inflatiecorrectie kan zowel in de teller (nominaal) als in de noemer (reëel) zijn verwerkt.

Nominaal rekenen is in de corporatiepraktijk ingeburgerd, maar heeft ook nadelen. De koopkracht van de toekomstige kasstromen is niet helder en er moet een inschatting worden gemaakt van de inflatie. Bij het bepalen van de bedrijfswaarde kan aan beide bezwaren tegemoet worden gekomen door alleen in reële rendements- en stijgingspercentages te rekenen. Zo wordt één onzekere factor, de inflatie, uit de berekeningen gehaald.

Worden de kasstroomprognoses ook gebruikt om een prognose van de ontwikkeling van het eigen vermogen te geven, dan heeft het rekenen met reële kasstromen en een reële rendementseis een bezwaar. De afgesloten en in de toekomst af te sluiten leningen kennen een nominale rentevergoeding en een nominale aflossing. Het is in de praktijk daarom eenvoudiger om op corporatieniveau een nominale disconteringsfactor toe te passen.

### **Bedrijfswaarde versus beleidswaarde**

In de praktijk hanteren corporaties meerdere varianten van de bedrijfswaarde. Deze varianten worden vaak beleidswaarde genoemd. Toepassing van beleidswaarde is nuttig om de financiële effecten van beleidsbeslissingen op de waarde van een complex of de corporatie zichtbaar te maken. Het begrip bedrijfswaarde biedt de corporatie minder vrijheidsgraden. De bedrijfswaarde toont de volkshuisvestelijke waarde van individuele complexen en de corporatie als geheel naar de staat van het vastgoed ultimo het boekjaar en uitgaande van de financieringsfaciliteiten van het WSW. Binnen de sector is een aantal conventies uitgewerkt om de bedrijfswaarde tussen corporaties vergelijkbaar te houden, bijvoorbeeld het voor maximaal vijf jaar inrekenen van verkoopopbrengsten van te verkopen huurwoningen. Deze conventies zijn uitgewerkt in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving en de mede daarop gebaseerde best practices binnen de corporatiesector. Deze best practices zijn in bijlage drie opgenomen.

Bij het toepassen van de beleidswaarde staat het vigerend beleid van de corporatie centraal en gaat de corporatie 'aan een aantal knoppen draaien' ten opzichte van de bedrijfswaarde. Zo kan de corporatie haar totale verkoopvoornemen doorrekenen en onderdeel laten zijn van de beleidswaardeberekening. In de praktijk worden veelal ook toekomstige onrendabele investeringen in de beleidswaarde betrokken. De corporatie zal namelijk ook in de toekomst in betaalbare en kwalitatief hoogwaardige huisvesting voor de doelgroepen moeten voorzien. Deze onrendabele investeringen kunnen zowel betrekking hebben op investeringen in de bestaande voorraad als op nieuw te bouwen huurwoningen.

Beide benaderingen zijn zinvol. Centrale vraag is wat de gebruiker van de uitkomst van de berekening wil bereiken. Wil een derde zich een oordeel vormen over ontwikkeling van de financiële positie van de corporatie of zien wat het effect is in enig jaar van de in dat jaar opgetreden zaken, dan is de bedrijfswaarde in de huidige staat het meest voor de hand liggend. Wordt een oordeel gevraagd over de financiële uitkomsten van het voorgenomen volkshuisvestelijk beleid in de meest ruime zin, dan is de beleidswaarde relevant. De beleidswaarde zal dan ook vooral een rol spelen in de beleidsmatige sturing van de corporatie. De bedrijfswaarde heeft met name in de verantwoordingscyclus een grote rol, omdat zij in enige mate geobjectiveerd is. Daarnaast speelt zij een rol binnen de financiële functie door de focus op de financierbaarheid van de corporatie.

Het hanteren van beleidswaarde is nuttig om beleidsalternatieven te kunnen vergelijken voor de effecten op de waardeontwikkeling, maar ook om te toetsen of door de corporatie geformuleerde eisen ten aanzien van solvabiliteit niet (op termijn) onder druk komen te staan. Een combinatie van beide benaderingen kan een zinvolle bijdrage leveren aan het proces van besluitvorming en verantwoording.

### Bedrijfswaarde in meerjarenperspectief

Aan de hand van een cijfervoorbeeld wordt ingegaan op het verband tussen het verloop van de bedrijfswaarde en de ontwikkeling van het eigen vermogen. De bedrijfswaarde van de corporatiewoningen is de waarde van de toekomstige exploitatiekasstromen, uitgedrukt in euro's van nu. Het uitdrukken van deze kasstromen in euro's van nu gebeurt met behulp van een disconteringsfactor. Deze disconteringsfactor is een maat voor de tijdswaarde van de in de toekomst te ontvangen en te betalen kasstromen. In het cijfervoorbeeld wordt de disconteringsfactor gelijk gesteld aan de disconteringsfactor die het WSW ultimo 2004 hanteert, te weten 6,25%. Het eigen vermogen van de corporatie is het verschil tussen de bezittingen (de actiefzijde van de balans) en de schulden.

In het voorbeeld wordt het bedrijfswaardevverloop en de ontwikkeling van het eigen vermogen (bij waardering tegen actuele waarde) getoond van een corporatie die één woning exploiteert. Deze woning is primo 1981 aangeschaft voor € 40.000,-. In de aanschafwaarde is een bedrag van € 6.880,- voor grondkosten begrepen. De bedrijfswaarde van de woning en de grond is gebaseerd op het voorbeeld in hoofdstuk 2 en bedraagt bij aanschaf € 25.430,-.

In tabel 3.1 wordt het voorgerecalculeerde verloop van de bedrijfswaarde zichtbaar gemaakt voor het aanschafjaar 2005 en het laatste exploitatiejaar 2030. Elk jaar wordt de netto-exploitatiekasstroom als kasstroom gerealiseerd en toegevoegd aan het banksaldo. Aan het eind van de exploitatieperiode is het eigen vermogen opgebouwd uit het geld op de bank en een grondwaarde (verminderd met de sloop- en verhuiskosten).

**Tabel 3.1 Verloop balans en winst- en verliesrekening (in euro's).**

Balans	Aanschaf	Primo 1981	1981	2005	2030
Grond	6.880	421	447	1.916	8.721
Opstal	33.120	25.009	25.400	31.537	0
Woning	40.000	25.430	25.847	33.453	8.721
Bank <sup>12</sup>		0	1.171	38.778	106.413
Totaal		<u>25.430</u>	<u>27.018</u>	<u>72.231</u>	<u>115.134</u>
Eigen vermogen		<u>25.430</u>	<u>27.018</u>	<u>72.231</u>	<u>115.134</u>
<b>Winst- en verliesrekening</b>					
Huur			2.638	4.500	7.849
Lasten			1.467	2.500	4.360
Mutatie bedrijfswaarde			417	85	-2.770
Resultaat			1.588	2.085	719

<sup>12</sup> De rentevergoeding over het banksaldo is in het voorbeeld 0%.

De bedrijfswaarde van de begin 1981 opgeleverde woning bestaat uit de contante waarden van de grond en de exploitatie van de huurwoning. De contante waarde van de grond wordt bepaald door de (geïndexeerde) geschatte ontwikkeling van de waarde van de grond, verminderd met de uitgaven die gedaan moeten worden om de grond weer bouwrijp te maken (sloopkosten en dergelijke) en die moeten worden gedaan om de woning beschikbaar te krijgen voor sloop (bijvoorbeeld een verhuiskostenvergoeding). De contante waarde van het saldo van de grondwaarde, de sloopkosten en de verhuiskostenvergoeding bedraagt bij verkrijging van de woning € 421,-. Gedurende de exploitatieperiode groeit deze waarde naar € 8.721,- in 2030. De bedrijfswaarde van de opstal bedraagt bij de start van de exploitatie € 25.009,-. Na 50 jaar wordt het einde van de economische levensduur bereikt en is de bedrijfswaarde van de opstal nihil.

Voor de aanschaf van de woning heeft de corporatie geen beroep hoeven doen op een lening. De aanschaf is geheel met eigen middelen gefinancierd. De exploitatie van de woning geschiedt zonder enige vorm van exploitatiesubsidies. Door het ontbreken van rentebetalingen wordt de jaarlijkse exploitatiekasstroom toegevoegd aan het banksaldo. Dit banksaldo groeit in 50 jaar tot € 106.413,-. Het eigen vermogen is opgebouwd uit de bezittingen van de corporatie, te weten de bedrijfswaarde van de woning en het banksaldo. Ultimo het eerste exploitatiejaar is het eigen vermogen de resultante van de bedrijfswaarde voor de resterende 49 exploitatiejaren en de positieve exploitatiekasstroom in het eerste jaar. Aan het eind van het 50<sup>e</sup> exploitatiejaar is het eigen vermogen opgebouwd uit de gedurende de exploitatie gerealiseerde kasstromen en de kasstroom die bestaat uit de waarde van de bouwrijpe grond, verminderd met de uitgaven voor sloop, bouwrijp maken en de verhuiskostenvergoeding aan de huurder.

In de winst- en verliesrekening worden zowel de huuropbrengsten, de exploitatielasten als de jaarlijkse verandering in de bedrijfswaarde getoond. Het saldo van deze drie posten is het jaarresultaat. Ultimo 2005 heeft de corporatie € 38.778,- in kas.

Als de corporatie over het positieve banksaldo een rendement behaalt van 6,25%, is het rendement over het eigen vermogen het gewogen gemiddelde van het rendement over de exploitatie van de woningen (deze is gelijk aan de disconteringsfactor, zijnde 6,25%) en het rendement over het banksaldo (eveneens 6,25%). Per saldo is het gerealiseerd rendement over het eigen vermogen dus 6,25%. Dit betekent dat het eigen vermogen jaarlijks met 6,25% groeit. Bedraagt deze bij de start van de exploitatie € 25.430,-, in 2005 is deze gegroeid tot € 115.763,-<sup>13</sup>. In 2030 is het eigen vermogen gegroeid tot € 526.983,-. Het banksaldo aan het einde van de exploitatie in 2030 bedraagt het verschil tussen het eigen vermogen, zijnde € 526.983,- en de grondwaarde, zijnde € 8.721,- en bedraagt € 518.262,-.

In het volgende voorbeeld (tabel 3.2) is de bedrijfswaarde in 1981 volledig gefinancierd met een fixe-lening. Deze lening heeft gedurende de exploitatieperiode een rentevoet van 6,25%.

<sup>13</sup> € 25.430,- x 1,0625<sup>25</sup> = € 115.763,-.

Tabel 3.2 Verloop balans en winst- en verliesrekening (financiering fixe-lening in euro's)

Balans	Aanschaf	Primo 1981	1981	2005	2030
Grond	6.880	421	447	1.916	8.721
Opstal	33.120	25.009	25.400	31.537	0
Woning	40.000	25.430	25.847	33.453	8.721
Bank <sup>14</sup>		0	-417	-8.023	16.709
Totaal		<u>25.430</u>	<u>25.430</u>	<u>25.430</u>	<u>25.430</u>
Eigen vermogen		0	0	0	0
Lening		<u>25.430</u>	<u>25.430</u>	<u>25.430</u>	<u>25.430</u>
Totaal		<u>25.430</u>	<u>25.430</u>	<u>25.430</u>	<u>25.430</u>
<b>Winst- en verliesrekening</b>					
Huur			2.638	4.500	7.849
Lasten			1.467	2.500	4.360
Rentelasten			1.588	2.085	719
Mutatie bedrijfswaarde			417	85	-2.770
Resultaat			0	0	0

Als de corporatie de aanschaf van de woning met een fixe-lening heeft gefinancierd, blijft de schuldrest gedurende de exploitatie constant. Omdat in het voorbeeld is verondersteld dat de lening gedurende 50 jaar dezelfde rentevoet kent als de disconteringsfactor van de bedrijfswaarde, te weten 6,25%, is er geen sprake van een rentabiliteitswaardecorrectie. In dit voorbeeld is gedurende een groot deel van de exploitatieperiode sprake van kastekorten. Deze kastekorten worden kortlopend gefinancierd tegen 6,25% rente. Ook over kasoverschotten wordt 6,25% rente vergoed.

Het verloop van de bedrijfswaarde wordt niet beïnvloed door de wijze van financieren. Het banksaldo is na 50 jaar aanzienlijk lager dan in het voorbeeld met volledige financiering met eigen middelen (tabel 3.1). De verschuldigde rentebetalingen worden immers ook daadwerkelijk betaald aan de verschafter van het vreemd vermogen. Als gevolg van de rentebetalingen is ook het jaarresultaat gedurende de exploitatieperiode lager. Lagere jaarresultaten hebben een lager eigen vermogen tot gevolg. De kasstromen uit exploitatie en na betaling van rente stijgen gedurende de exploitatieperiode. Na 50 jaar bedraagt het banksaldo € 16.709,-. Het banksaldo is met € 16.709,- lager dan de uitstaande fixe-lening (€ 25.430,-). Aan het einde van de exploitatie kan de lening alleen worden terugbetaald als de netto-kasstroom uit de grondpositie daadwerkelijk conform de verwachting wordt gerealiseerd. Deze positie is het gevolg van de beslissing het anders zelf behaalde rendement ten goede te laten komen aan de verschafter van het vreemd vermogen.

<sup>14</sup> De rentevergoeding over het banksaldo is in het voorbeeld 0%.

## 4. Bedrijfswaardeverloop

In de voor corporaties geldende specifieke Richtlijn voor de Jaarverslaggeving (RJ 645) is de weergave van de mutatie in de bedrijfswaarde van de gezamenlijke complexen van de corporatie in het verslagjaar een afzonderlijk onderdeel geworden van de toelichting op de post Materiële vaste activa in exploitatie. In de RJ 645 is geformuleerd dat de corporatie inzicht moet geven “in de mutaties in de reële waarde door wijziging van de parameters, het verloop van de exploitatie in de tijd, de investeringen en (des)investeringen, de levensduurwijzigingen en - indien van toepassing - de rentabiliteitswaardecorrectie”. Zowel corporaties die het vastgoed waarderen tegen historische kostprijs als corporaties die actuele waarde toepassen, dienen dit verloop op te stellen.

Het bedrijfswaardeverloop geeft inzicht in de effecten op de bedrijfswaarde van veranderingen in de samenstelling van de woningvoorraad, de voorgerecalculeerde exploitatiekasstroom in het jaar, gewijzigde verwachtingen over toekomstige niveaus van uitgaven en in de bedrijfswaardeberekening gehanteerde parameters. In de Richtlijnen is niet aangegeven welke stappen moeten worden genomen en in welke volgorde deze stappen moeten worden doorlopen om dit bedrijfswaardeverloop te berekenen. Om de vergelijkbaarheid binnen de corporatiesector te vergroten, is in de projectgroep Actuele Waarde bestaande uit vertegenwoordigers van stakeholders bij de jaarrekening (o.a. WSW, VROM, Aedes, de grotere accountantsorganisaties en adviesbureaus en het Centraal Fonds) gekomen tot een best practice om de mutatie in de bedrijfswaarde in een aantal afzonderlijke stappen weer te geven en te berekenen. De uitwerkingen in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op deze best practice.

### Componenten en uitgangspunten mutatie bedrijfswaarde

#### Componenten

Bij het opstellen van het bedrijfswaardeverloop worden de volgende vijf componenten onderscheiden:

1. De mutatie in de bedrijfswaarde die samenhangt met het voorgerecalculeerde verloop van de bedrijfswaarde van de afzonderlijke complexen. Deze mutatie wordt ook wel de autonome mutatie genoemd.
2. De mutatie die wordt veroorzaakt door veranderingen in de voorraad huurwoningen, bijvoorbeeld door verkoop of in exploitatie genomen nieuwe huurwoningen.
3. De mutatie die wordt veroorzaakt door een wijziging in de in de bedrijfswaardeberekening toegepaste parameters. Dit kan zowel de toegepaste disconteringsfactor als bijvoorbeeld de veronderstelde toekomstige huurstijging betreffen.
4. De mutatie die voortvloeit uit het toepassen van gewijzigde niveaus van ontvangen en te betalen kasstromen in de bedrijfswaardeberekening. Dit kan bijvoorbeeld worden veroorzaakt door een aangepaste onderhoudsbegroting.
5. De effecten van een wijziging in de berekende rentabiliteitswaardecorrectie van de leningenportefeuille.

Deze componenten worden hiernavolgend afzonderlijk uitgewerkt. De berekening van de mutatie in de bedrijfswaarde wordt behandeld aan de hand van vijf voorbeeldcomplexen. Door uit te gaan van verschillende specifieke uitgangspunten per complex kunnen de verschillende effecten duidelijker voor het voetlicht worden gebracht. De voorbeeldcomplexen vormen gezamenlijk de woningvoorraad van de uitgewerkte voorbeeldcorporatie. Op de bij dit rapport gevoegde cd-rom kunnen de voorbeeldcomplexen afzonderlijk zichtbaar worden gemaakt. Hiernavolgend worden ze ingekaderd ten behoeve van de gepresenteerde uitkomsten van de berekeningen.

#### Uitgangspunten

Voor de uitwerking van de voorbeeldcomplexen zijn algemene uitgangspunten en specifieke veronderstellingen toegepast. De algemene uitgangspunten voor de berekening van de bedrijfswaarde moeten zowel aan het begin als aan het einde van het verslagjaar worden bepaald. Daarbij gaat het om de volgende aspecten:

- Stijgingsparameters voor onder andere huur, lonen en salarissen, toekomstige onderhoudsuitgaven en overige uitgaven.

- Het aanvangsniveau in de bedrijfswaardeberekening van huren, de lonen en salarissen, het voorgenomen onderhoudsprogramma, verkoopopbrengsten van te verkopen huurwoningen en de restwaarde van een huurwoning bij het einde van de huurexploitatie.
- Specifieke variabelen als mutatiegraad, huurderiving en levensduurschattingen.
- Het gehanteerde disconteringspercentage.

De toegepaste parameters voor de voorbeeldcorporatie zijn in tabel 4.1 weergegeven.

**Tabel 4.1 Parameters bedrijfswaardeberekening primo en ultimo 2005 (in procenten)**

	<b>Primo</b>	<b>Ultimo</b>
Jaarlijkse huurstijging	2,25	2,25
Stijging onderhoudslasten	3,25	3,25
Stijging overige exploitatielasten	2,25	2,25
Stijging verkoopprijs woningen	2,25	2,25
Disconteringsvoet	6,25	6,00

De voorbeeldcorporatie ontleent de verwachtingen over de toekomstige huurstijgingen aan het huurbeleid. De overige stijgingsparameters en de disconteringsfactor worden ontleend aan de parameters van het WSW. De disconteringsfactor is in het verslagjaar voor de complexen binnen de corporatie gewijzigd. Deze wijziging is zichtbaar in de post parameterwijzigingen in het bedrijfswaardeverloop.

In de bedrijfswaardeberekening primo het verslagjaar gaat de voorbeeldcorporatie uit van overige exploitatielasten van € 700,- per woning (prijsspeil 2004). Ultimo het jaar wordt dit verhoogd naar € 722,- per woning (prijsspeil 2004, komt overeen met € 738,- prijspeil 2005). Daarnaast wordt in 2004 slechts een huurverhoging van 2,0% gerealiseerd in plaats van de verwachte 2,25%. De onderhoudskosten stijgen in 2005 minder dan verwacht, 2,5% in plaats van 3,25%. Deze wijzigingen gelden voor alle complexen en worden zichtbaar in de post niveauwijzigingen. De specifieke veronderstellingen voor de voorbeeldcomplexen zijn als volgt:

#### *Voorbeeldcomplex 1*

In dit voorbeeldcomplex (bouwjaar 1985) wordt er van uitgegaan dat de exploitatie nog tot en met 2035 ongewijzigd wordt voortgezet. Het complex bestaat uit 100 woningen met een reguliere huurontwikkeling, geen huurharmonisatie en een reguliere variatie in het onderhoudspatroon. Ultimo 2005 zijn de parameters voor de bedrijfswaardeberekening gewijzigd overeenkomstig tabel 4.1. De gerealiseerde overige exploitatielasten in het verslagjaar zijn gestegen van € 700,- naar € 722,-. De gerealiseerde huurstijging is 2,0% in plaats van 2,25%. De onderhoudskostenstijging is 2,5% in plaats van 3,25%. Deze wijzigingen zijn betrokken in de bedrijfswaardeberekening ultimo het verslagjaar. Deze veranderingen in de veronderstellingen hebben gevolgen voor de bedrijfswaardeontwikkeling van het voorbeeldcomplex. In dit complex is specifiek sprake van parameterwijzigingen en van niveauwijzigingen.

#### *Voorbeeldcomplex 2*

In dit voorbeeldcomplex (bouwjaar 1995) van 100 woningen zijn ultimo 2005 vijf woningen verkocht. De gerealiseerde verkoopprijs bedraagt € 150.000,- per woning. Na aftrek van verkoopkosten van € 5.000,- per woning resteert een netto-kasstroom uit verkoop van € 145.000,- per woning. Aan het begin van het jaar was er geen specifiek verkoopbeleid voor het complex. Bij de berekening van de bedrijfswaarde primo 2005 is dan ook niet uitgegaan van een voorgenomen verkoop. In 2005 is er een verkoopbeleid ontwikkeld dat uitgaat van verkoop bij mutatie. De voortgang van de verkoop is gebaseerd op de ingeschatte mutatiegraad binnen het complex. Dit komt overeen met de in bijlage 3 van de publicatie opgenomen best practice. Dit houdt in dat alleen de verwachte verkopen in de eerstvolgende vijf jaar deel uitmaken van de bedrijfswaardeberekening.

In dit complex is specifiek sprake van een wijziging in de bedrijfswaarde als gevolg van een voorraadmutatie (de verkochte woningen) en van een niveauwijziging door het inrekenen van het verkoopbeleid conform de uitgangspunten van de best practice ultimo het verslagjaar.

#### *Voorbeeldcomplex 3*

In dit voorbeeldcomplex (bouwjaar 1970) van 60 woningen is in het voorafgaande verslagjaar uitgegaan van de oorspronkelijke resterende levensduur van 16 jaar. In de loop van 2005 is een beleid voor dit complex geformuleerd waarbij een verbeteringsingreep ad € 20.000,- per woning (prijspeil 2005) in het komende exploitatiejaar (2006) is gepland. De corporatie heeft in haar huurbeleid vastgelegd dat deze ingreep niet zal leiden tot een huurverhoging, maar tot een verlenging leidt van de economische levensduur met vijf jaar. De verwachte levensduur ultimo 2005 is dus 20 jaar in plaats van 15 jaar geworden. In dit complex is specifiek sprake van een niveauwijziging door het inrekenen van de geplande verbeteringsingreep.

#### *Voorbeeldcomplex 4*

In dit voorbeeldcomplex van 50 woningen wordt er ultimo 2005 van uitgegaan dat het complex ultimo 2008 uit de exploitatie wordt genomen en er sloop zal plaatsvinden. De primo 2005 geschatte resterende economische levensduur van het complex is 11 jaar. De economische levensduur wordt ultimo 2005 verkort door deze sloopplannen. In het voorbeeld is uitgegaan van een waarde van de grond per woning van € 15.000,- (prijspeil 2005). Er is verondersteld dat er € 5.000,- per woning betaald zal moeten worden aan verhuisvergoeding aan zittende bewoners en dat er per woning € 6.345,- aan sloopkosten betaald zal moeten worden. Deze kasstromen zullen plaatsvinden ultimo 2008. In dit complex is specifiek sprake van een niveauwijziging.

#### *Voorbeeldcomplex 5*

Dit voorbeeldcomplex bestaat uit 10 nieuwbouwwoningen met een veronderstelde economische levensduur van 50 jaar. De woningen zijn ultimo het verslagjaar opgeleverd. Aan het begin van het verslagjaar waren er nog geen verplichtingen aangegaan. De stichtingskosten zijn hoger dan de bedrijfswaarde van het complex. Er is dus sprake van een onrendabele top. Een deel van de investering is extern gefinancierd. De rente over de aangetrokken lening is met 4,0% lager dan de disconteringsfactor in de bedrijfswaardeberekening (6,0%). In dit complex is specifiek sprake van een voorraadmutatie en een rentabiliteitswaardecorrectie op de aangetrokken financiering van het complex.

De aanvangswaarde van de bedrijfswaarde op grond van de gegevens betreffende de niveaus en parameters primo 2005 zijn in tabel 4.2 per complex en de voorbeeldcorporatie als geheel weergegeven.

**Tabel 4.2 Bedrijfswaarde voorbeeldcomplexen primo 2005 (x € 1.000,-)**

	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Bedrijfswaarde	4.426	5.355	2.188	1.501	-	13.470

#### **Uitwerking componenten bedrijfswaardeverloop**

##### Autonome ontwikkeling

De autonome ontwikkeling bestaat uit twee componenten: de vrijval van de voorgerecalculeerde exploitatiekasstroom in het verslagjaar en het financiële effect van het met een jaar opschuiven (verkorting resterende periode) van het disconteringsmoment van de toekomstige kasstromen.

*Vrijval kasstromen*

De vrijval is gelijk aan het wegvallen van de voorgerecalculeerde kasstromen van jaar 1 uit de berekening aan het begin van het verslagjaar. Het aantal jaarlijkse kasstromen dat onderdeel uitmaakt van de bedrijfswaardeberekening is dus met één afgenomen. Het betreft de exploitatiekasstromen die een onderdeel vormen van de bedrijfswaarde.

Een voorbeeld:

De exploitatieperiode van een woning is twee jaar. De voorgerecalculeerde kasstroom in jaar 1 is € 100,-, in jaar 2 € 102,25. De vrijval van de kasstroom ultimo jaar 1 is € 100,-.

*Opschuiven exploitatieperiode*

Het effect van een jaar opschuiven wordt bepaald door het disconteringsmoment een jaar op te schuiven. Alle toekomstige kasstromen (uit de primopositie) worden dus één jaar minder contant gemaakt. Het verschil is het effect van het een jaar opschuiven van de exploitatieperiode.

Een voorbeeld:

De exploitatieperiode van een woning is twee jaar. De voorgerecalculeerde kasstroom in jaar 1 is € 100,-, in jaar 2 € 102,25. Het effect van een jaar opschuiven is het verschil tussen de 'opgeschoven' bedrijfswaarde (€ 100,- + € 102,25/1,0625) en de voorgerecalculeerde bedrijfswaarde (€ 100,-/1,0625 + € 102,25/1,0625<sup>2</sup>) is € 196,20 minus € 184,50, zijnde € 11,70.

In tabel 4.3 zijn de uitkomsten weergegeven van het cijfervoorbeeld.

**Tabel 4.3 Autonome ontwikkeling van de bedrijfswaarde (x € 1.000,-)**

Soort effect	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Vrijval kasstromen	88	-36	51	-31	-	73
Eén jaar opschuiven	277	335	137	94	-	842
Totaal waardemutatie door autonome ontwikkeling	365	299	188	63	-	915

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de vijf complexen gesommeerd autonoom een positieve ontwikkeling laten zien. Per saldo neemt in het verslagjaar de bedrijfswaarde toe met een bedrag van € 915.000,-.

Voorraadmutaties

De bedrijfswaarde van het woningbezit zal in het verslagjaar wijzigen door uiteenlopende mutaties in de voorraad huurwoningen. In de praktijk worden de voorraadmutaties in het bedrijfswaardeverloop voornamelijk veroorzaakt door de hiernavolgende factoren.

*Verkoop bestaande huurwoningen*

In het rekenvoorbeeld is bij complex 2 primo 2005 geen rekening gehouden met voorgenomen toekomstige verkoop van huurwoningen. In 2005 zijn vijf woningen verkocht. De effecten van deze verkoop op de bedrijfswaarde worden zichtbaar gemaakt onder de post voorraadmutaties. Als in de bedrijfswaarde primo 2005 al rekening was gehouden met de voorgenomen verkoop, dan wordt hier de ingeschatte verkoopopbrengst per woning opgenomen.

*Sloop*

Het effect van de sloop op de ontwikkeling van de bedrijfswaarde wordt onder de post voorraadmutaties verantwoord.

*Nieuwbouw*

Hier wordt de mutatie in de bedrijfswaarde door de in het verslagjaar toegevoegde nieuwbouwwoningen verantwoord.

*Aankoop*

Dit betreft de mutatie in de bedrijfswaarde als gevolg van de in het verslagjaar aangekochte huurwoningen. De behandeling bij de analyse van het bedrijfswaardeverloop is identiek aan de nieuwbouwcomplexen.

*Investerings in bestaande voorraad*

Dit betreft de mutatie in de bedrijfswaarde als gevolg van de in het verslagjaar gedane uitgaven aan investeringen in bestaande huurwoningen. Indien de uitgaven voor de verbetering en de eventuele positieve gevolgen voor levensduur en huuropbrengsten al waren begrepen in de kasstromen, en dus de bedrijfswaarde primo 2005, dan komen hier alleen de ingerekende uitgaven en afwijkingen ten opzichte van het verwachte waarde-effect tot uitdrukking. Als de uitgaven niet waren voorzien in de bedrijfswaarde ultimo 2004, komt hier het waarde-effect van woningverbeteringuitgaven die in het verslagjaar zijn gedaan tot uitdrukking. In voorbeeldcomplex 3 is in 2005 besloten om dit complex te renoveren in 2006. Bij de berekening van de bedrijfswaarde ultimo 2005 dient dus rekening te worden gehouden met de geprognosticeerde uitgaven voor renovatie/verbetering in 2006. Dit komt tot uitdrukking bij het onderdeel niveauverschillen.

In tabel 4.4 zijn de uitkomsten weergegeven van het cijfervoorbeeld.

**Tabel 4.4 Ontwikkeling bedrijfswaarde door voorraadmutaties (x € 1.000,-)**

Soort effect	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Verkoop van bestaande huurwoningen	-	-283	-	-	-	-283
Sloop	-	-	-	-	-	-
Nieuwbouw	-	-	-	-	908	908
Aankoop	-	-	-	-	-	-
Verbetering	-	-	-	-	-	-
Totaal waardemutatie door voorraadmutaties	-	-283	-	-	908	626

*Parameterwijzigingen*

De bedrijfswaarde van de woningvoorraad kan gewijzigd zijn door veranderingen in de gehanteerde parameters ten opzichte van het voorgaande jaar. De oorzaken van deze veranderingen kunnen liggen in bijvoorbeeld wijzigingen in economische verwachtingen, zoals de inflatieverwachting, de door het WSW gehanteerde disconteringsfactor en beleidsmatige wijzigingen van de woningcorporatie. Een voorbeeld van dit laatste is een wijziging in het huurbeleid die gevolgen heeft voor de huurstijging voor het komende jaar. Voorbeelden van parameterwijzigingen zijn hiernavolgend toegelicht.

*Wijziging in verkoopopbrengsten*

Nieuwe inzichten in tempo van verkoop en prijsontwikkeling komen hier tot uitdrukking. Ook het effect van een ander verkoopaantal dan gepland in het verslagjaar komt hier tot uitdrukking. Programma-wijzigingen met betrekking tot aantallen worden onder niveauwijzigingen opgenomen.

*Levensduur*

Het effect op de bedrijfswaarde wordt berekend als gevolg van de verlenging of verkorting van de veronderstelde restant-exploitatieperiode, die niet wordt veroorzaakt door een investering in het betreffende complex. Een voorbeeld van een wijziging van de levensduur is de in de best practices vastgelegde gedragslijn dat de resterende economische levensduur van een complex bij het bereiken van nog tien resterende exploitatiejaren niet tot nihil terugloopt, maar zonder voorgenomen ingreep de komende tien jaar en na een markttechnische beoordeling, op tien jaar wordt gesteld.

*Huurstijging*

Hier gaat het om het effect op de bedrijfswaarde van een wijziging van de veronderstellingen betreffende de toekomstige huurstijgingen.

*Inflatie/lastenstijging*

Bij dit onderdeel gaat het om het effect op de bedrijfswaarde van gewijzigde veronderstellingen voor wat betreft de toekomstige lastenstijging voor (categorieën van) de bedrijfslasten. Het gaat hierbij om de prijscomponent van de lastenstijging. De volumecomponent komt aan bod bij niveauwijzigingen. Een andere inflatieparameter leidt dus tot een parameterwijziging. Een inschatting dat de omvang van de toekomstige onderhoudsuitgaven groter is dan in de bedrijfswaardeberekening van het voorgaande jaar is opgenomen, leidt tot een niveauwijziging.

*Disconteringspercentage*

Dit betreft de mutatie van de bedrijfswaarde ten gevolge van een wijziging in het gehanteerde disconteringspercentage.

In tabel 4.5 zijn de uitkomsten weergegeven van het cijfervoorbeeld.

**Tabel 4.5 Ontwikkeling bedrijfswaarde door parameterwijzigingen (x € 1.000,-)**

Soort effect	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Verkoopopbrengsten	-	-	-	-	-	-
Levensduur	-	-	-	-	-	-
Huurstijging	-	-	-	-	-	-
Onderhoudskostenstijging	-	-	-	-	-	-
Inflatie/lastenstijging	-	-	-	-	-	-
Disconteringspercentage	162	174	60	4	37	437
Totaal waardemutatie door parameterwijzigingen	162	174	60	4	37	437

Niveauwijzigingen

De bedrijfswaarde van het woningbezit kan in de loop van het verslagjaar wijzigen door mutaties in de omvang van de kasstromen ten opzichte van het voorafgaande jaar. Mogelijke mutaties zijn hiernavolgend weergegeven.

*Huren*

Hier komt de mutatie in de bedrijfswaarde die veroorzaakt wordt door de wijzigingen in het aanvangsniveau van de huren bij de bedrijfswaarde ultimo tot uitdrukking. Bijvoorbeeld indien bij de berekening van de bedrijfswaarde (primo 2005) uitgegaan is van een huurniveau van € 400,- ultimo 2005, terwijl nu blijkt dat het huurniveau ultimo 2005 is uitgekomen op € 390,-. Deze € 10,- verschil en de gevolgen daarvan voor de bedrijfswaarde worden weergegeven onder niveauverschillen.

### *Onderhoudsuitgaven*

De geraamde uitgaven van toekomstig onderhoud kunnen wijzigen. Door bijvoorbeeld een hogere kwaliteitseis kan het onderhoudsprogramma worden bijgesteld. De effecten daarvan op de bedrijfswaarde komen tot uitdrukking bij het onderdeel niveauverschillen. Eventuele wijziging in de onderhoudsbegroting als gevolg van het 'doorschuiven' van niet uitgevoerd maar wel geprognoseerd onderhoud naar het volgende jaar, komt ook tot uitdrukking bij niveauwijzigingen (negatief effect op indirect rendement). Daarnaast heeft dit een effect op het directe rendement (vermindering van gerealiseerde kasstromen in het jaar 2005 en dus een hoger direct rendement).

### *Overige exploitatielasten*

Zoals de onderhoudsuitgaven kunnen wijzigen, kan ook het niveau van de overige exploitatielasten wijzigen. Bijvoorbeeld door een (gerealiseerde) stijging van de zakelijke lasten. In de voorbeeldcomplexen was het primo ingeschatte niveau van de toekomstige overige exploitatielasten € 700,- per woning. In de bedrijfswaardeberekening ultimo het verslagjaar is rekening gehouden met een structurele stijging van het uitgavenniveau met € 22,- per woning. Het negatieve effect van deze structurele stijging op de ontwikkeling van de bedrijfswaarde per complex is zichtbaar op de regel 'Overige exploitatielasten'.

### *Verkoop*

Hier komen de mutaties in de bedrijfswaarde tot uitdrukking die worden veroorzaakt door een wijziging in het verkoopprogramma in vergelijking met wat in het voorgaande jaar in de bedrijfswaardeberekening is opgenomen.

Als gevolg van de afspraken in de projectgroep Actuele Waarde kan hier ook sprake zijn van een opschuifeffect vanuit de 'verkoopvijver' in de bedrijfswaardeberekeningen. De vijfjaarshorizon voor verkopen schuift immers elk jaar op, waardoor jaarlijks de geraamde verkopen in het zesde jaar worden toegevoegd.

### *Verbetering*

Hier komt de mutatie in de bedrijfswaarde tot uitdrukking die veroorzaakt wordt door de eventuele wijzigingen in het niveau van de geplande investeringen en het daardoor optredende waarde-effect.

### *Restwaarde*

Hier komt de mutatie in de bedrijfswaarde die veroorzaakt wordt door wijzigingen in het niveau van de geschatte restwaarde tot uitdrukking.

### *Overig*

Hierin worden alle verschillen die niet zijn toe te rekenen aan de hiervoor beschreven factoren opgenomen. Bij veel corporaties komen ook op beperkte schaal opbrengsten voor, bijvoorbeeld de opbrengsten van het beheer voor verenigingen van eigenaren en sleutelgelden. Deze opbrengsten worden in de praktijk veelal gesaldeerd met de uitgaande exploitatiekasstroom. Wijzigingen in deze opbrengsten worden onder de post Overige verantwoord. Een eventuele verandering van het niveau van de te ontvangen subsidies/bijdragen komt ook onder deze post tot uitdrukking. Ook wijzigingen in uitgaven aan specifieke heffingen, zoals de voorgenomen heffing uit hoofde van de Wet betaalbaarheidshemming huurwoningen worden onder deze post opgenomen.

In tabel 4.6 zijn de uitkomsten weergegeven van het cijfervoorbeeld.

**Tabel 4.6 Ontwikkeling bedrijfswaarde door niveauwijzigingen (x € 1.000,-)**

Soort effect	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Huurniveaus	-21	-23	-8	-5	-	-57
Onderhoudsuitgaven	19	20	-	-	-	39
Overige exploitatielasten	-39	-42	-15	-9	-	-105
Verkoop	-	1.681	-	-	-	1.681
Verbetering	-	-	-814	-	-	-814
Restwaarde/sloop	-	-	-	-867	-	-867
Overige	-	-	-	-	-	-
Totaal waardemutatie door niveauwijzigingen	-40	1.635	-837	-881	-	-123

In tabel 4.7 zijn voor de voorbeeldcomplexen de verschillende effecten van het bedrijfswaardeverloop in het verslagjaar gesommeerd weergegeven.

**Tabel 4.7 Bedrijfswaarde voorbeeldcomplexen ultimo 2005 (x € 1.000,-)**

	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Bedrijfswaarde primo 2005	4.426	5.355	2.188	1.501	-	13.470
Autonome ontwikkeling	365	299	188	63	-	915
Voorraadmutaties	-	-283	-	-	908	626
Parameterwijzigingen	162	174	60	4	37	437
Niveauwijzigingen	-40	1.635	-837	-881	-	-123
Bedrijfswaarde ultimo 2005	4.913	7.181	1.599	687	946	15.324

#### Rentabiliteitswaardecorrectie van de leningenportefeuille

In RJ 645 wordt geadviseerd om de rentabiliteitswaarde van de leningenportefeuille te betrekken in de bedrijfswaarde van het vastgoed. In bijlage IV van het BBSH wordt van corporaties de rentabiliteitswaarde afzonderlijk opgevraagd. De rentabiliteitswaarde van de leningportefeuille wordt bepaald door de leningportefeuille ultimo het verslagjaar tegen dezelfde disconteringsfactor contant te maken als het vastgoed van de corporatie. De invloed van de rentabiliteitswaardecorrectie op de gepresenteerde bedrijfswaarde kan omvangrijk zijn als de gewogen gemiddelde rentevoet sterk afwijkt van de disconteringsfactor van het vastgoed en de rentetypische looptijden van de leningenportefeuilles relatief lang zijn.

De analyse van het verloop van de leningenportefeuille heeft betrekking op de hiernavolgend weergegeven componenten.

#### *Autonome ontwikkeling*

Deze component kan al in de primopositie worden bepaald. Ook hier speelt het effect van de vrijval van voorcalculatorische exploitatiekasstromen een rol en het effect van een jaar opschuiven.

#### *Nieuwe leningen nominaal*

Hier wordt de nominale schuldrest van de nieuwe leningen die in 2005 zijn afgesloten, verantwoord.

#### *Rentabiliteitswaarde-effect nieuwe leningen*

Hier wordt de rentabiliteitswaardecorrectie van de nieuwe lening getoond.

#### Wijzigingen in de lopende leningen (conversies en aflossingen)

Hier worden de aflossingen op leningen en de nieuwe rentabiliteitswaardecorrectie bepaald van de leningen waarvoor andere voorwaarden (rentepercentage, looptijd, aflossingsschema en dergelijke) zijn afgesproken met de geldgever(s). Het verschil tussen de oude rentabiliteitswaardecorrectie (primo 2005) en de nieuw berekende rentabiliteitswaardecorrectie wordt hier verantwoord.

#### Wijzigingen in discontovoet

Hier wordt het verschil in rentabiliteitswaardecorrectie tussen primo en ultimo 2005 verantwoord dat wordt veroorzaakt doordat de economische waarde van de leningenportefeuille verandert als gevolg van een wijziging in het gehanteerde disconteringspercentage.

**Tabel 4.8 Ontwikkeling rentabiliteitswaarde leningportefeuille (x € 1.000,-)**

Soort effect	Lening 1	Lening 2	Lening 3	Lening 4	Totaal
Rentabiliteitswaarde leningenportefeuille primo 2005	4.412	4.732	2.571	-	11.706
Mutaties gedurende 2005 als gevolg van:					
Autonome ontwikkeling	6	33	22	-	60
Nieuwe leningen nominaal	-	-	-	1.000	1.000
Rentabiliteitswaarde-effect nieuwe leningen	-	-	-	-98	-98
Wijziging in lopende leningen	-	-	-142	-	-142
Wijziging in discontovoet	82	60	36	10	187
Rentabiliteitswaarde ultimo 2005	4.500	4.816	2.486	912	12.714

#### Balans en winst- en verliesrekening voorbeeldcorporatie

Op grond van de hiervoor gepresenteerde voorbeeldcomplexen is in tabel 4.9 de balans en in tabel 4.10 de winst- en verliesrekening van de voorbeeldcorporatie gepresenteerd. Bij zowel de balans als de winst- en verliesrekening is de opzet zo eenvoudig mogelijk gehouden om inzicht te krijgen in de effecten op de waardeontwikkeling van het woningbezit als gevolg van beleidskeuzes.

Op basis van de balans en winst- en verliesrekening worden in de volgende hoofdstukken de rendementskengetallen van de corporatie bepaald.

**Tabel 4.9 Balans voorbeeldcorporatie (x € 1.000,-)**

	01-01-2005	31-12-2005		01-01-2005	31-12-2005
Bedrijfswaarde	13.470	15.324	Eigen vermogen	3.764	4.071
Liquide middelen	2.000	1.461	Vreemd vermogen lang	11.706	12.714
Totalen	15.470	16.785		15.470	16.785

Tabel 4.10 Winst- en verliesrekening voorbeeldcorporatie 2005 (x € 1.000,-)

<b>Bedrijfsopbrengsten</b>	
Huren	1.518
Verkoop	442
<b>Bedrijfsopbrengsten</b>	<b>1.960</b>
<b>Bedrijfslasten</b>	
Autonome mutatie bedrijfswaarde	915
Onderhoud	-1.362
Overige beheeruitgaven	-222
<b>Bedrijfslasten</b>	<b>-670</b>
Bedrijfsresultaat	1.290
Rentelasten	-672
Autonome mutatie rentabiliteitswaarde	-60
<b>Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening</b>	<b>558</b>
Onrendabel nieuwbouw	-475
Onrendabel verbetering	-
Effect parameterwijzigingen bedrijfswaarde	437
Effect niveauwijzigingen bedrijfswaarde	-123
Rentabiliteitswaarde-effect nieuwe leningen	98
Parameterwijzigingen leningen	-187
<b>Jaarresultaat realisatie</b>	<b>307</b>

## 5. Rendementskengetallen

Binnen de sector bestaat in de praktijk behoefte om de financiële informatie voor een specifiek doel snel en eenvoudig inzichtelijk te krijgen. Het Fonds gebruikt bij de individuele beoordeling van corporaties onder meer kengetallen. Kengetallen geven in één oogopslag de uitkomst weer van een specifieke berekening, bijvoorbeeld de omvang van de verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen. Andere kengetallen worden gebruikt om een beeld te krijgen van de vraag of de corporatie aan haar financiële verplichtingen kan voldoen op korte termijn, of om het behaalde rendement op het vastgoed te toetsen aan de beleidsdoelstellingen en of de verhouding bedrijfswaarde en huren gangbaar is. Maar ook bij investeringsbeslissingen worden in de praktijk vaak vuistregels gebruikt, bijvoorbeeld het bruto-aanvangsrendement van een investering. Bij de beoordeling van het financieel presteren van vastgoedbeleggers worden rendementskengetallen gehanteerd, waarbij zowel het behaald rendement als de waardegroei zichtbaar worden gemaakt.

### Kengetallen

Corporaties hanteren van oudsher een aantal op de jaarrekening gebaseerde, financiële kengetallen. Een aantal heeft een plaats gekregen in het BBSH en maakt onderdeel uit van de jaarlijkse financiële verantwoording door corporaties. Het betreft kengetallen die betrekking hebben op de financiële solvabiliteit (de solvabiliteit), de rentabiliteit (rentabiliteit eigen vermogen en rentabiliteit totaal vermogen) en de liquiditeit van de corporatie (current ratio).

**Tabel 5.1** Overzicht financiële kengetallen BBSH

Kengetal	Relatie	Omschrijving
Solvabiliteit	Eigen vermogen / balanstotaal	Indicatie voor de financiële soliditeit
Rentabiliteit eigen vermogen	Jaarresultaat / eigen vermogen	Indicatie voor de winstgevendheid, respectievelijk de toename van het eigen vermogen over de beschouwde periode
Rentabiliteit totaal vermogen	Bedrijfsresultaat / balanstotaal	Indicatie voor de winstgevendheid, respectievelijk de toename van het totale vermogen dat geïnvesteerd werd om die opbrengst te verkrijgen over de beschouwde periode
Current ratio	Vlottende activa / vlottende passiva	Indicatie in hoeverre op korte termijn voldoende liquiditeiten beschikbaar zijn om de kortlopende schulden te voldoen

In de jaarstukken van corporaties komen ook andere kengetallen voor. Een in de praktijk veel gebruikte is het rentedekkingspercentage (interest coverage ratio). Deze ratio geeft aan hoe vaak uit het bedrijfsresultaat de verschuldigde rente aan de verschaffers van vreemd vermogen betaald kan worden. Hoe groter deze ratio, des te kleiner het risico dat de corporatie haar renteverplichtingen niet na kan komen. Dit kengetal geeft aan in hoeverre de corporatie richting banken bestand is tegen een slechte operationele gang van zaken en welke buffer de corporatie met haar huidige exploitatie heeft om rentestijgingen op te vangen. Deze financiële kengetallen zijn weinig specifiek en worden in vrijwel elke sector gebruikt. Zij zijn nuttig om een eerste indruk te krijgen. In de wereld van het vastgoed wordt veel gewerkt met specifieke vastgoedgerelateerde kengetallen. In tabel 5.2 zijn enkele veel gebruikte kengetallen weergegeven.

Tabel 5.2 Overzicht vastgoedkengetallen

Kengetal	Relatie	Omschrijving
Bruto-aanvangsrendement (BAR)	(Geraamde) bruto-huuropbrengst uit exploitatie/beleggingswaarde (aankoopwaarde)	Indicatie voor het bruto-rendement van een vastgoedbelegging gedurende een te beschouwen periode.
Netto-aanvangsrendement (NAR)	(Geraamde) netto-opbrengst uit exploitatie, op basis van de feitelijke verhuursituatie en gepland vastgoedbeheer en onderhoud/beleggingswaarde (aankoopwaarde)	Indicatie voor het netto-rendement van een vastgoedbelegging gedurende een te beschouwen periode.
Huurkapitalisatiefactor	Beleggingswaarde (aankoopwaarde)/ netto-huuropbrengst uit exploitatie	De factor waarmee de netto-inkomsten uit exploitatie voor het betreffende jaar moeten worden vermenigvuldigd om een indicatie van de beleggingswaarde te krijgen
Direct rendement	Exploitatieopbrengsten minus exploitatielasten / gemiddelde waarde <sup>15</sup>	Het gerealiseerde rendement op de vastgoedbelegging uitgedrukt als percentage van de gemiddelde waarde over de periode.
Indirect rendement	Mutatie in de waarde in het jaar / gemiddelde waarde	De berekende, dan wel op taxaties gebaseerde ontwikkeling van de (markt)waarde van het vastgoed uitgedrukt als percentage van de gemiddelde waarde over de periode.

De eerste twee kengetallen (BAR en NAR) worden als vuistregel gebruikt om indicatief het rendement op een investering in vastgoed aan te geven conform een marktconformiteit. Dit betreft dus steeds een globale benadering. Beide kengetallen worden aanvullend gebruikt op de bedrijfswaardeberekening van investeringen in vastgoed.

Een voorbeeld:

De huur van de woning in 2005 bedraagt € 4.500,-, de aan de woning toe te rekenen uitgaven aan onderhoud, zakelijke lasten en apparaatskosten zijn € 2.500,-. De marktwaarde van de woning wordt op basis van een taxatie bepaald, rekening houdend met het huidige huurcontract en de staat waarin de woning zich op het moment van taxeren bevindt. De taxateur taxeert de woning, op basis van de feitelijke verhuursituatie, ultimo 2005 op € 120.000,-.

Een investeerder is bereid de woning tegen de getaxeerde waarde te kopen. Het bruto-aanvangsrendement van de investering is het quotiënt van de bruto-huuropbrengst en de aankoopprijs en is 3,75%<sup>16</sup>. Het netto-aanvangsrendement van de investering is het quotiënt van de netto-exploitatieopbrengst en de aankoopprijs en is 1,67%<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> In de benadering van het Fonds wordt de bedrijfswaarde op jaarbasis als invulling van de gemiddelde waarde genomen. In de vastgoedpraktijk wordt ook wel de marktwaarde van het verhuurde vastgoed als waardegrondslag gebruikt.

<sup>16</sup> € 4.500 / € 120.000 = 3,75%.

<sup>17</sup> (€ 4.500 - € 2.500) / € 120.000 = 1,67%.

In dit voorbeeld betreft het de feitelijke BAR/NAR voor het betreffende object bij de gegeven verweringskosten. In het algemeen echter wordt de BAR/NAR gehanteerd als marktgemiddelde. Voor de eerste situatie wordt de schrijfwijze bar/nar geadviseerd, om verwarring te voorkomen.

De huurkapitalisatiefactor kan als vuistregel worden gebruikt om de plausibiliteit van de opgegeven beleggingswaarde met vergelijkbaar vastgoed te vergelijken. Bij corporaties wordt in de praktijk de bedrijfswaarde als invulling van de beleggingswaarde gebruikt.

Een voorbeeld:

De huur van de woning in 2005 bedraagt € 4.500,-, De beleggingswaarde bedraagt ultimo 2005 € 120.000,-. De huurkapitalisatiefactor over 2005 is 26,7<sup>18</sup>. De belegger is dus bereid om 26,7 maal de jaarhuur te betalen en dus een aanvangsrendement te accepteren van 3,75%.

De kengetallen direct en indirect rendement kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het verkrijgen van inzicht in de mutatie in het vermogen van de corporatie in het verslagjaar (direct rendement) en de effecten van beleidsbeslissingen op de toekomstige ontwikkeling van het vermogen (indirect rendement). Deze kengetallen zijn nuttig voor een bedrijfseconomische analyse van de gerealiseerde en verwachte toekomstige waardeontwikkeling. Beleggers in vastgoed bepalen het rendement over de (getaxeerde) marktwaarde. Indien de belegging in vastgoed niet voldoende rendeert en er geen zicht is op verbetering, zal de belegger kunnen uitwijken naar andere vormen van beleggingen. Voor corporaties geldt dit niet. Zij exploiteren huurwoningen en richten zich vooral op de bedrijfseconomische levensvatbaarheid van de vastgoedportefeuille om de volkshuisvestelijke prestaties te kunnen leveren. Corporaties dienen daarom de bedrijfswaarde als waardegrondslag te gebruiken en niet de marktwaarde.

### Rendementskengetallen

Rendementskengetallen kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het verkrijgen van inzicht in de mutatie van het vermogen. In het algemeen streven corporaties naar een evenwichtige mix van volkshuisvestelijke prestaties en financieel rendement. Met behulp van rendementskengetallen kan de transparantie worden vergroot. Ten opzichte van de meer algemene financiële informatie en kengetallen in de jaarrekening maken deze kengetallen de effecten van beleidsbeslissingen direct zichtbaar in de opbouw en hoogte van het rendement.

Het Fonds heeft een benadering ontwikkeld om de opbouw van het gerealiseerd rendement in enig jaar inzichtelijk te krijgen en toetsbaar te maken aan de begrote opbouw van het rendement. Deze aanpak kan worden toegepast op zowel corporatieniveau als op bijvoorbeeld het niveau van afzonderlijke complexen.

<sup>18</sup> € 120.000 / € 4.500 = 26,7.

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

Kapitaalrendement		Vermogensrendement	
Vastgoedrendement	Direct rendement (feitelijke kasstroom)	Rendement actueel weerstandsvermogen	
	Verhuur Verkoop (onrendabele) investeringen		
	Indirect rendement (waardeontwikkeling, verhuur)	Rendement vreemd vermogen	Direct rendement (feitelijke kasstroom)
Rendement overige activiteiten			Indirect rendement (waardeontwikkeling, mutatie rentabiliteits- waardecorrectie)

Er wordt onderscheid gemaakt tussen het kapitaalrendement (het met de bezittingen van de organisatie behaalde rendement), het vermogensrendement over het vreemd vermogen (betaalde rente en ontwikkeling van de rentabiliteitswaarde van de leningen) en het vermogensrendement over het actueel<sup>19</sup> weerstandsvermogen. Met deze rendementscijfers kan worden aangegeven welk rendement is gerealiseerd met de exploitatie van de vastgoedportefeuille en met de uitvoering van de overige activiteiten van de corporatie en welk deel van het rendement wordt opgeëist door de verschaffers van het vreemd vermogen. De restpost is het financiële rendement over het eigen vermogen. Dit vermogensbegrip is breder dan het eigen vermogen dat in de jaarrekening gepresenteerd wordt. Hier wordt het weerstandsvermogen bedoeld. Sommige voorzieningen en bijvoorbeeld egalisatierekeningen maken onderdeel uit van het weerstandsvermogen.

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. In de verdere uitwerking wordt ingegaan op de rendementskenngetallen die betrekking hebben op de belangrijkste actiefpost van woningcorporaties, de woningen in exploitatie.

### 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. De rendementskenngetallen vervullen een belangrijke rol bij de analyse en beoordeling van de waardeontwikkeling van het verhuurde vastgoed. Niet direct met de verhuur samenhangende elementen worden daarom afzonderlijk in beeld gebracht.

<sup>19</sup> Het actueel weerstandsvermogen is het weerstandsvermogen dat ontstaat bij toepassing van de waarderingsgrondslag actuele waarde.

Bij corporaties gaat het dan om verkoop, sloop en onrendabele investeringen. Dit bevordert het inzicht in de samenstelling van het vastgoedrendement. Het Fonds onderscheidt met betrekking tot het vastgoed de volgende activiteiten waarover een kapitaalrendement wordt berekend: de verhuur als hoofdactiviteit, de in het jaar gerealiseerde verkoop van huurwoningen en het onrendabel deel van de investeringen in huurwoningen (inclusief sloop).

#### Direct rendement

Het direct rendement heeft betrekking op gerealiseerde kasstromen in het verslagjaar. Het betreft zowel de exploitatiekasstroom (direct rendement verhuur) als de verkopen en de uitgaven aan onrendabele investeringen. Deze laatste worden als een afzonderlijke rendementsbijdrage aan het rendement vastgoed weergegeven. Door de financiële effecten van (des)investeringen apart zichtbaar te maken, wordt een belangrijke oorzaak van 'verstoringen' in de rendementsopbouw in enig jaar getoond. De verkoop van een beperkt aantal woningen levert veelal een zodanige opbrengst op, dat sprake kan zijn van een aanzienlijke bijdrage aan het rendement in het jaar. In het volgende voorbeeld zijn de cijfers van de winst- en verliesrekening en van de ontwikkeling van de bedrijfswaarde van de corporatie uit hoofdstuk 4 weergegeven.

**Tabel 5.3 Winst- en verliesrekening voorbeeldcorporatie (x € 1.000,-)**

<b>Bedrijfsopbrengsten</b>	
Huren	1.518
Verkoop	442
<b>Bedrijfsopbrengsten</b>	<b>1.960</b>
<b>Bedrijfslasten</b>	
Autonome mutatie bedrijfswaarde	915
Onderhoud	-1.362
Overige beheeruitgaven	-222
<b>Bedrijfslasten</b>	<b>-670</b>
Bedrijfsresultaat	1.290
Rentelasten	-672
Autonome mutatie rentabiliteitswaarde	-60
<b>Resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening</b>	<b>558</b>
Onrendabel nieuwbouw	-475
Onrendabel verbetering	-
Effect parameterwijzigingen bedrijfswaarde	437
Effect niveauwijzigingen bedrijfswaarde	-123
Rentabiliteitswaarde-effect nieuwe leningen	98
Parameterwijzigingen leningen	-187
<b>Jaarresultaat realisatie</b>	<b>307</b>

**Tabel 5.4 Ontwikkeling bedrijfswaarde voorbeeldcorporatie (x € 1.000,-)**

	Complex 1	Complex 2	Complex 3	Complex 4	Complex 5	Totaal
Bedrijfswaarde primo 2005	4.426	5.355	2.188	1.501	-	13.470
Autonome ontwikkeling	365	299	188	63	-	915
Voorraadmutaties	-	-283	-	-	908	626
Parameterwijzigingen	162	174	60	4	37	437
Niveauijzigingen	-40	1.635	-837	-881	-	-123
Bedrijfswaarde ultimo 2005	4.913	7.181	1.599	687	946	15.324

Startpunt voor de noemer voor het rendement vastgoed is de bedrijfswaarde aan het begin van het verslagjaar. Hierop dienen correcties uitgevoerd te worden voor het effect van voorraadmutaties (toevoegingen aan of onttrekkingen uit de vastgoedportefeuille). Deze delen van de portefeuille moeten worden meegenomen voor de periode dat zij in exploitatie waren. Daarnaast dient in principe ook rekening gehouden te worden met de exploitatiekasstromen gedurende het jaar. In dit voorbeeld wordt hier geen rekening mee gehouden, omdat daar, net als bij de meeste corporaties, ook in de bedrijfswaarde wordt uitgegaan van het plaatsvinden van de kasstromen ultimo het boekjaar.

**Tabel 5.5 Berekening noemer rendementskengetallen vastgoed (x € 1.000,-)**

Bedrijfswaarde woningbezit per 1-1	13.470
Bij: voorraadmutaties naar rato <sup>20</sup>	-
Noemer voor rendement vastgoed (bedrijfswaarde op jaarbasis)	13.470

Direct rendement

De directe inkomsten minus de directe lasten in een verslagjaar worden gerelateerd aan de gemiddelde waarde van het bezit, waarmee deze inkomsten worden gegenereerd. Voor de voorbeeldcorporaties is dit:

$$\text{Direct rendement verhuur} = \frac{\text{huren -/- exploitatielasten}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}} = \frac{-67}{13.470} = -0,5\%$$

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.

$$\text{Rendementsbijdrage verkopen} = \frac{\text{Opbrengsten verkopen}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}} = \frac{442}{13.470} = 3,3\%$$

<sup>20</sup> In het voorbeeld niet van toepassing, omdat alle kasstromen vallen op 31 december.

### 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	=	$\frac{\text{Onrendabele investeringen}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{-475}{13.470}$	=	-3,5%
---	---	---	---	-----------------------	---	-------

### Indirect rendement

Het indirect rendement drukt de verandering van de waarde in het jaar van het vastgoed uit in een percentage. Voor woningcorporaties gaat het om de verandering in de bedrijfswaarde in het verslagjaar. De bedrijfswaarde wordt beïnvloed door de navolgende factoren.

#### Autonome ontwikkeling

De autonome ontwikkeling van de bedrijfswaarde wordt berekend door de vastgoedportefeuille aan het eind van het jaar, geschoond voor mutaties in de voorraad (tenzij deze een onderdeel vormen van de bedrijfswaarde aan het begin van het verslagjaar), met dezelfde parameters en dezelfde niveaus van inkomsten en uitgaven te berekenen als aan het begin van het jaar. Dit is voor de voorbeeldcorporatie berekend op € 915.000,-. Dit bedrag gedeeld door de bedrijfswaarde op jaarbasis levert een rendementsbijdrage op van 6,8%. Voor de voorbeeldcorporatie is de autonome ontwikkeling als volgt:

Indirect rendement verhuur (autonome ontwikkeling)	=	$\frac{\text{Totaal waardemutatie door autonome ontwikkeling}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{915}{13.740}$	=	6,8%
---	---	---	---	----------------------	---	------

Op basis van het voorgerecalculeerde verloop van de bedrijfswaarde geldt dat de som van het direct rendement en het indirect rendement dat toe te schrijven is aan de autonome ontwikkeling van de bedrijfswaarde, gelijk is aan de disconteringsfactor.

#### Wijziging in de parameters

Als de corporatie voor de berekening van de bedrijfswaarde aan het eind van de verslagperiode andere parameters of een gewijzigde disconteringsfactor hanteert, is dat van invloed op de hoogte van het berekende indirect rendement. Een voorbeeld hiervan is een wijziging van de parameter huurverhoging. In hoofdstuk 4 is het bedrag als bijdrage aan het indirecte rendement berekend op positief € 437.000,-. Dit bedrag gedeeld door de bedrijfswaarde op jaarbasis levert een rendementsbijdrage op van 3,2%.

Indirect rendement verhuur (parameterwijziging)	=	$\frac{\text{Totaal waardemutatie door autonome ontwikkeling}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{437}{13.740}$	=	3,2%
--	---	---	---	----------------------	---	------

#### Niveauijzigingen

Hier wordt de bijdrage aan het indirecte rendement berekend als gevolg van de wijziging van de niveaus van de kasstromen in de bedrijfswaardeberekening. De geldswaarde van deze wijziging wordt ontleend aan het bedrijfswaardeverloop. In hoofdstuk 4 is het bedrag als bijdrage aan het indirecte rendement berekend op negatief € 123.000,-. Dit bedrag gedeeld door de bedrijfswaarde op jaarbasis levert een rendementsbijdrage op van -0,9%.

Indirect rendement verhuur (niveauwijziging)	=	$\frac{\text{Totaal waardemutatie door niveauwijzigingen}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{-123}{13.740}$	=	-0,9%
---	---	---	---	-----------------------	---	-------

Het *totaal indirect rendement* vastgoed wordt dan gevormd door de sommatie van de onderscheiden componenten:

Totaal indirect rendement verhuur	=	$\frac{\text{Totaal waardemutatie door autonome ontwikkeling, parameter- en niveauwijzigingen}}{\text{Bedrijfswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{1.228}{13.740}$	=	8,6%
-----------------------------------	---	--	---	------------------------	---	------

#### Totaal rendement vastgoed

Het totaal rendement van het vastgoed is dan de som van het direct en indirect rendement (in procenten):

Direct rendement verhuur	-0,5%
Indirect rendement verhuur	9,1%
<i>Rendement verhuur</i>	8,6%
Rendementsbijdrage verkoop	3,3%
Rendementsbijdrage onrendabele investeringen	-3,5%
<b>Totaal rendement vastgoed</b>	<b>8,4%</b>

De uitsplitsing van het indirect rendement kan verder worden verfijnd. Uitsplitsing kan bijvoorbeeld plaatsvinden naar door de corporatie zelf (beleidsmatig) te beïnvloeden factoren (endogene factoren) en niet te beïnvloeden factoren (exogene factoren).

Niveauwijzigingen kunnen bijvoorbeeld worden uitgesplitst naar wijzigingen door een hogere kwaliteitsvraag. Voor individuele corporaties kan het van belang zijn om meer zicht te krijgen in bijvoorbeeld de endogene en exogene oorzaken van het gerealiseerde waardeverloop. Immers exogene oorzaken zijn niet of nauwelijks beïnvloedbaar, terwijl endogene oorzaken wel stuurbaar zijn. De uitsplitsing maakt een kwantificering van de maatschappelijke inzet mogelijk. Als de verwachte rendementsopbouw afgezet wordt tegen de gerealiseerde opbouw van het rendement wordt een bruikbaar vertrekpunt geboden voor de evaluatie van het financieel functioneren van de corporatie. Met andere woorden: heeft de corporatie de haar beschikbare financiële middelen besteed in overeenstemming met het voorafgesproken kader.

Een voorbeeld:

Bij twee corporaties is de waarde per woning met € 1.500,- meer afgenomen dan op grond van de reguliere ontwikkeling bij beide was geraamd. Bij de eerste corporatie is de oorzaak endogeen: in het betreffende jaar zijn de beheerkosten met € 100,- per woning meer gestegen dan geraamd en de inschatting is dat dit hogere nieuwe niveau vervolgens met de normale lastenstijging zal blijven toenemen.

Bij de tweede corporatie wordt de daling veroorzaakt door een exogene factor. In het betreffende jaar is de maximum huurstijging op 1 juli neerwaarts bijgesteld door het ministerie van VROM. Ook dit effect komt overeen met de eerder genoemde € 1.500,- per woning.

Stel dat de corporaties dit effect willen compenseren, dan zal de strategie van de corporaties verschillend zijn. De eerste corporatie kan opnieuw overwegen of ze het lastenniveau structureel ongewijzigd laat of dat ze het alsnog naar beneden terugbrengt. Daarnaast houdt deze corporatie de optie andere maatregelen te treffen die een vergelijkbaar effect hebben op de waarde en het daarmee samenhangende eigen vermogen. Bijvoorbeeld meer huurverhoging dan eerder gepland, minder nieuwbouw of meer verkoop.

Bij de tweede corporatie liggen de oorzaken buiten de invloedssfeer van de corporatie. Dus als de daling moet worden gecompenseerd, zullen er aanvullende maatregelen moeten worden getroffen. Bijvoorbeeld een vermindering van de beheerkosten, minder nieuwbouw of meer verkoop.

## 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 ruim opgevat: ook de egalisatierekeningen van subsidieregelingen uit het verleden en de afgekochte rijksbijdragen in de bruteringsoperatie aan de ene kant en getroffen voorzieningen aan de andere kant worden in de rendementsberekening meegenomen. Dit ruime eigen vermogensbegrip wordt weerstandsvermogen genoemd.

### Rendement vreemd vermogen

Net als de woningen worden ook de leningen op basis van de toekomstige kasstromen gewaardeerd, de rentabiliteitswaarde. De schuldrest van de leningen aan het einde van het jaar wordt herrekend naar de in de bedrijfswaardeberekening gehanteerde disconteringsfactor. Het verschil tussen het oorspronkelijke schuldrestant en het herrekende schuldrestant is de rentabiliteitswaardecorrectie. In de jaarrekening van corporaties wordt de rentabiliteitswaardecorrectie al dan niet gesaldeerd met de berekende bedrijfswaarde. Ten behoeve van de inzichtelijkheid is in de voorbeeldberekeningen in deze publicatie de correctie niet gesaldeerd met de bedrijfswaarde. De rentabiliteitswaardecorrectie is daarmee een onderdeel van het vermogensrendement en is dus niet in de analyse van het vastgoedrendement betrokken.

Ook voor de leningen wordt een onderverdeling gemaakt in direct en indirect rendement. Het direct rendement is gebaseerd op de betaalde rente, het indirect rendement geeft de rentabiliteitswaardeontwikkeling van de leningportefeuille weer. In tabel 5.6 zijn de cijfers van de voorbeeldcorporatie weergegeven.

Net als bij het rendement vastgoed is bij het rendement vreemd vermogen het vertrekpunt de waarde aan het begin van het verslagjaar. Aangetrokken leningen dienen naar rato van de periode dat ze rentedragend waren in het verslagjaar meegenomen te worden. Ook aflossingen en rentebetalingen dienen naar rato van de rentedragende periode mee te worden genomen.

**Tabel 5.6 Berekening noemer rendementskengetallen vreemd vermogen (x € 1.000,-)**

Rentabiliteitswaarde leningen per 1-1 Bij: nieuwe leningen naar rato	11.706 -
Noemer voor rendement vreemd vermogen (rentabiliteitswaarde op jaarbasis)	11.706

Direct rendement vreemd vermogen

Bij dit kengetal wordt de in de verslagperiode betaalde rente gerelateerd aan de rentabiliteitswaarde (= economische waarde) van de leningen waarover de rente betaald wordt.

Direct rendement vreemd vermogen	=	$\frac{\text{Rentelasten}}{\text{Rentabiliteitswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{672}{11.706}$	=	5,7%
----------------------------------	---	---	---	----------------------	---	------

Indirect rendement vreemd vermogen

Het indirecte rendement op het vreemd vermogen is gelijk aan de mutatie van de rentabiliteitswaarde-correctie in 2005 gedeeld door de rentabiliteitswaarde van de leningenportefeuille op jaarbasis.

Indirect rendement vreemd vermogen	=	$\frac{\text{Mutatie rentabiliteitswaarde (autonome ontwikkeling en wijziging discontovoet)}}{\text{Rentabiliteitswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{247}{11.706}$	=	2,1%
------------------------------------	---	--	---	----------------------	---	------

Rendementsbijdrage nieuwe lening

Het effect van de nieuw aangetrokken lening is gelijk aan het rentabiliteitswaarde-effect van de nieuwe lening gedeeld door de rentabiliteitswaarde van de leningen op jaarbasis.

Rendementsbijdrage nieuwe leningen	=	$\frac{\text{Rentabiliteitswaarde-effect nieuwe leningen}}{\text{Rentabiliteitswaarde op jaarbasis}}$	=	$\frac{-98}{11.706}$	=	-0,8%
------------------------------------	---	---	---	----------------------	---	-------

Totaal rendement vreemd vermogen

Het totale rendement op het vreemd vermogen is de som van het direct en indirect rendement vreemd vermogen (in procenten).

Direct rendement vreemd vermogen	5,7%
Indirect rendement vreemd vermogen	2,1%
Rendementsbijdrage nieuwe leningen	-0,8%
<b>Totaal rendement vreemd vermogen</b>	<b>7,0%</b>

Rendement actueel weerstandsvermogen

Bij de bepaling van het rendement op het actueel weerstandsvermogen wordt de mutatie in het eigen vermogen (bepaald tegen actuele waarde) en de mutatie in de overige posten zoals voorzieningen gerelateerd aan het weerstandsvermogen aan het begin van het jaar. De noemer is in tabel 5.7 weergegeven.

**Tabel 5.7 Berekening noemer rendementskengetallen weerstandsvermogen (x € 1.000,-)**

Noemer rendement weerstandsvermogen	3.764
-------------------------------------	-------

Het rendement op het eigen vermogen komt dan uit op:

Rendement eigen vermogen	=	$\frac{\text{Jaarresultaat 2005}}{\text{Weerstandsvermogen ultimo 2004}}$	=	$\frac{307}{3.764}$	=	8,2%
--------------------------	---	---	---	---------------------	---	------

#### Samenhang rendementen

Als de bedrijfswaarde (gebaseerd op de verwachte kasstromen, die zijn afgeleid van het beleid van de corporatie) als waarderingsgrondslag voor het vastgoed wordt toegepast en de verwachtingen over de kasstromen in de toekomst worden gerealiseerd, geldt dat het verhuurrendement gelijk is aan de gehanteerde disconteringsfactor.

De verdeling van het totaalrendement tussen direct en indirect rendement is vooral afhankelijk van de resterende levensduur van het vastgoed. Bij een nog langere resterende levensduur is het indirect rendement relatief hoog en het direct rendement relatief laag. Bij een nog kortere resterende levensduur is dit andersom. De oorzaak hiervan is dat bij een lange resterende levensduur de bedrijfswaarde als de contante waarde van de toekomstige kasstromen hoger is dan bij een korte levensduur. Er tellen namelijk meer jaarlijkse kasstromen mee in de berekening van de bedrijfswaarde. De omvang van de jaarlijkse kasstromen neemt met het verstrijken van de jaren toe door aan de ene kant de positieve invloed van de jaarlijkse huurstijging en aan de andere kant de negatieve invloed van de inflatie en kostenstijgingen. Het direct rendement neemt dan ook met het verstrijken van de jaren toe omdat de exploitatiekasstroom stijgt en de bedrijfswaarde afneemt.

Niet uitgekomen verwachtingen kunnen invloed hebben op enerzijds de hoogte van het direct rendement (de kasstromen in het betreffende jaar blijken anders te zijn dan verwacht) en anderzijds de hoogte van het indirecte rendement (er zijn redenen om de verwachtingen voor de toekomstige kasstromen aan te passen). De verkoopopbrengsten genereren extra kasstromen (aangenomen dat deze post geen onderdeel is van de berekening van de bedrijfswaarde van het vastgoed) en hebben dus een afzonderlijk effect op het vastgoedrendement. Dit geldt ook voor de onrendabele investeringen.

Ook voor de berekening van het vermogensrendement speelt de waarderingsgrondslag een centrale rol. Als aan de volgende voorwaarden is voldaan, is het verwachte rendement op het weerstandsvermogen gelijk aan de disconteringsfactor:

- Aan de actiefzijde van de balans is het vastgoed tegen bedrijfswaarde gewaardeerd.
- Aan de passiefzijde van de balans zijn de langlopende schulden tegen rentabiliteitswaarde gewaardeerd.
- Er zijn per saldo geen overige activa en passiva.
- De disconteringsfactor bij de bedrijfswaarde en de rentabiliteitswaarde zijn gelijk.
- Er hebben geen voorraadmutaties plaats gevonden.
- De vooraf verwachte kasstromen worden daadwerkelijk gerealiseerd.

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 leningen in de praktijk ook daadwerkelijk gerealiseerd. Er ontstaat dan ook geen discrepantie tussen het verwachte en het gerealiseerde rendement over het vreemd vermogen (gewaardeerd tegen rentabiliteitswaarde). Nieuw aangetrokken leningen zijn uiteraard wel van belang en kunnen tot forse effecten leiden.

Het verschil tussen het kapitaalrendement en het vermogensrendement wordt door twee factoren bepaald:

- Het verschil tussen het verwachte en het gerealiseerde kapitaalrendement.
- De hoogte van de solvabiliteit (weerstandsvermogen gedeeld door totaal vermogen).

De verhouding tussen weerstandsvermogen en vreemd vermogen bepaalt in hoge mate de omvang van het gerealiseerde vermogensrendement. Dit wordt het hefboomeffect genoemd. Dit hefboomeffect kan bij een relatief grote omvang van de externe financiering aanzienlijk zijn. Als de externe financiering relatief groot is en het weerstandsvermogen dus relatief klein is ten opzichte van het balanstotaal (zoals dit bij corporaties in het algemeen het geval is), heeft een klein verschil tussen het verwachte en het gerealiseerde kapitaalrendement een groot effect op het vermogensrendement over het weerstandsvermogen. Het omgekeerde geldt ook.

In formulevorm is de samenhang als volgt<sup>21</sup>:

$$\text{Kapitaalrendement} = \{(\text{vermogensrendement weerstandsvermogen}) \times (\text{solvabiliteit})\} + \{(\text{vermogensrendement vreemd vermogen}) \times (1 - \text{solvabiliteit})\}$$

Deze samenhangen tussen de verschillende rendementskengetallen geven in het bijzonder een goed inzicht in de mutatie van het weerstandsvermogen. De mutatie van het weerstandsvermogen is immers in principe gelijk aan het rendement op het weerstandsvermogen. Door een analyse te maken van de afzonderlijke rendementskengetallen wordt in feite de opbouw van de mutatie van het weerstandsvermogen in zijn onderdelen zichtbaar gemaakt. Dit biedt de corporatie inzicht in haar financieel functioneren.

---

<sup>21</sup> Er is verondersteld dat de creditzijde van de balans alleen bestaat uit de posten weerstands- of eigen vermogen en langlopende leningen.

## Bijlage 1: Waardebegrippen

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 waarderen 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

#### *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. Voor woningcorporaties is de bedrijfswaarde de invulling van de reële waarde.

#### *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 vertegenwoordigt de huidige economische waarde van hetgeen in de toekomst met de woning naar verwachting kan worden verkregen. 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.

#### *Marktwaarde*

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.

*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.

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 marktwaarde)*

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). Momenteel zijn woningcorporaties voor de verhuur van woningen vrijgesteld van vennootschapsbelasting.

## Bijlage 2: Waardering woningbezit woningcorporaties tegen bedrijfswaarde of marktwaarde

### Inleiding

De jaarrekening van woningcorporaties bevat als belangrijkste activum het woningbezit. Voor de waardering van dit bezit is in de eerste plaats de in Titel 9 Boek 2 BW opgenomen regel van toepassing dat materiële vaste activa kunnen worden gewaardeerd tegen verkrijgings- of vervaardigingsprijs dan wel tegen actuele waarde. In de Richtlijn voor de Jaarverslaggeving 645 Toegelaten instellingen volkshuisvesting (RJ 645) werd tot 2003 toepassing van de actuele waarde voor de waardering van het woningbezit niet uitgesloten, maar werd een voorkeur uitgesproken voor waardering tegen historische kosten. Bij de herziening van RJ 645 in 2003 is deze voorkeur voor waardering tegen historische kosten vervallen. Voor de waardering van het woningbezit van corporaties is aansluiting gezocht bij Richtlijn voor de Jaarverslaggeving 213 Vastgoedbelegging (RJ 213).

RJ 213 is gebaseerd op IFRS, en wel op IAS 40 Investment Property. RJ 213 hanteert als uitgangspunt voor de waardering van vastgoedbeleggingen dat de eerste waardering dient plaats te vinden tegen verkrijgingsprijs, inclusief transactiekosten (RJ 213.301) en dat latere waarderingen dienen plaats te vinden tegen actuele waarde of historische kosten (RJ 213.501). De invulling van de actuele waarde is blijkens deze Richtlijn de reële waarde (behalve in enkele uitzonderlijke gevallen waarin de reële waarde niet betrouwbaar is vast te stellen). Gewoonlijk is de reële waarde de marktwaarde, soms is een benadering noodzakelijk.

RJ 645 onderscheidt onroerende zaken in exploitatie en onroerende zaken in ontwikkeling. De onroerende zaken in exploitatie omvatten zowel voor verhuur als voor verkoop (op termijn) bestemde onroerende zaken. De eerste waardering van onroerende zaken in exploitatie geschiedt tegen verkrijgings- of vervaardigingsprijs of lagere reële waarde (RJ 645.206). Latere waardering van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor verhuur dient plaats te vinden tegen hetzij reële waarde (als invulling van de actuele waarde), hetzij historische kosten (RJ 645.208). RJ 645 voegt daaraan toe dat de reële waarde van de onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verhuur de bedrijfswaarde is (RJ 645.208). Voor de latere waardering van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verkoop verwijst RJ 645 naar de regels van RJ 213 (RJ 645.209).

Tegen de achtergrond van vorenstaande, waaruit blijkt dat voor RJ 213 geldt: actuele waarde = reële waarde en voor woningcorporaties actuele waarde = reële waarde = bedrijfswaarde, is hiernavolgend uitgewerkt of de waardering tegen bedrijfswaarde van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verhuur in de jaarrekening van woningcorporaties overeenkomt met IFRS, zoals opgenomen in IAS 40. Eerst wordt ingegaan op de waardering tegen reële waarde van vastgoedbeleggingen en van de waardering tegen bedrijfswaarde van onroerende zaken bij woningcorporaties. Vervolgens wordt antwoord gegeven op de vraag of de bedrijfswaarde voor woningcorporaties een uitwerking is van het begrip 'fair value'.

### Waardering vastgoedbeleggingen tegen reële waarde

Volgens IAS 40 dient een rechtspersoon het 'fair value model' of het 'cost model' te volgen bij de waardering van vastgoedbeleggingen na de eerste waardering. In de Nederlandse uitwerking van deze standaard is sprake van een keuze tussen actuele waarde en historische kosten (die vervolgens voor alle vastgoedbeleggingen moet worden toegepast). Bij keuze voor de actuele waarde brengt dit mee dat de reële waarde moet worden gehanteerd, behalve in de uitzonderlijke gevallen dat de reële waarde niet op betrouwbare wijze is vast te stellen. De vraag is hoe de reële waarde moet worden ingevuld.

De reële waarde wordt gedefinieerd als het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld tussen terzake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen die onafhankelijk zijn. IAS 40.29, 40.31 en RJ 213.505, 213.507 verduidelijken: De reële waarde van vastgoedbeleggingen is gewoonlijk de marktwaarde.

De reële waarde wordt bepaald als de meest waarschijnlijke prijs die redelijkerwijs op de markt te verkrijgen is op balansdatum (dus niet op een datum in het verleden of in de toekomst), waarbij de definitie van reële waarde in acht wordt genomen. Het is de beste prijs die een verkoper redelijkerwijs kan verkrijgen en de meest voordelige prijs die een koper redelijkerwijs kan behalen (deze schatting sluit specifiek uit een geschatte prijs die is verhoogd of verlaagd als gevolg van bijzondere condities of omstandigheden, zoals een financiering die afwijkt van normale voorwaarden, sale and leaseback-constructies, bijzonder prestaties of concessies verleend door een bij de verkoop betrokken partij).

De beste basis om de reële waarde vast te stellen is aan de hand van courante prijzen op een actieve markt voor gelijksoortige onroerende zaken op dezelfde locatie en in dezelfde staat (IAS 40.39 en RJ 213.508). Als dat echter niet mogelijk is, wordt de reële waarde benaderd door informatie uit verschillende bronnen in aanmerking te nemen, zoals (IAS 40.40 en RJ 213.509):

- Courante prijzen op een actieve markt voor onroerende zaken met afwijkende aard, staat of locatie, met aanpassingen voor de betreffende afwijkingen.
- Recente prijzen op minder actieve markten, met aanpassingen die de veranderingen in de economische omstandigheden weergeven sinds de laatste transactiedata.
- De contante waarde van geprognosticeerde kasstromen gebaseerd op betrouwbare schattingen, ondersteund door de bepalingen in de bestaande lease- en andere contracten en (waar mogelijk) door extern bewijsmateriaal zoals actuele huurprijzen en uitgaven aan onderhoud en beheer voor gelijksoortige onroerende zaken op dezelfde locatie en in dezelfde staat, en gebruikmakend van een disconteringsvoet die de onzekerheid ten aanzien van de hoogte en het realisatietijdstip van de kasstromen weerspiegelt.

De gedachte dat de hier genoemde contante waarde van geprognosticeerde kasstromen gelijk zou zijn aan de bedrijfswaarde zoals corporaties die toepassen, gaat niet zonder meer op. De bedrijfswaarde neemt factoren in beschouwing die specifiek zijn voor de betreffende corporatie, het reële waardeconcept gaat uit van factoren die relevant zijn voor marktpartijen in het algemeen. Specifieke beleidskeuzes worden niet in deze waardering betrokken.

De waardering tegen reële waarde brengt tevens mee dat bepaalde resultaat-effecten optreden. In de eerste plaats dienen winsten of verliezen die voortvloeien uit een wijziging in de reële waarde te worden opgenomen in de winst- en verliesrekening van de periode waarin de wijziging zich voordoet (IAS 40.28 en RJ 213.504). Voor Nederlandse verhoudingen geldt tevens dat een herwaarderingsreserve moet worden opgenomen ter grootte van het verschil tussen de boekwaarde voor en na de herwaardering (art. 2:390 lid 1 BW). In dit geval geschiedt de vorming van deze herwaarderingsreserve ten laste van de winstbestemming of de overige reserves (RJ 213.504). In de tweede plaats wordt de reële waarde van een vastgoedbelegging bepaald onder aftrek van de transactiekosten bij aankoop (aangezien de reële waarde gericht is op het bij verkoop te ontvangen bedrag) en zonder enige aftrek voor bij verkoop of andere wijze van vervreemding te maken transactiekosten (IAS 40.30 en RJ 213.506). Dit betekent dat de transactiekosten ten laste van de winst- en verliesrekening worden gebracht in de periode waarin zij worden gemaakt. Voor de transactiekosten bij aankoop is dat feitelijk het moment van aankoop.

### **Waardering van onroerende zaken bij woningcorporaties tegen bedrijfswaarde**

De onroerende zaken die bij woningcorporaties voorkomen kunnen worden onderverdeeld in onroerende zaken in exploitatie en onroerende zaken in ontwikkeling. RJ 645 onderscheidt binnen de onroerende zaken in exploitatie vastgoed dat bestemd is voor de verhuur en vastgoed dat (op langere of korte termijn) bestemd is voor de verkoop. Binnen de onroerende zaken in ontwikkeling onderscheidt de Richtlijn zaken bestemd voor eigen exploitatie en zaken bestemd voor de verkoop aan derden. Bij de regels voor de waardering van deze onroerende zaken speelt deze indeling een rol. De waardering van onroerende zaken in exploitatie volgt de regels van RJ 213.

Voor onroerende zaken in exploitatie geldt als waarderingsregel bij eerste waardering: verkrijgings- of vervaardigingsprijs (inclusief transactiekosten) dan wel lagere reële waarde. Deze reële waarde dient te worden vastgesteld op basis van RJ 121 (RJ 645.206). Dit laatste brengt mee dat in bepaalde gevallen de realiseerbare waarde ('recoverable amount') moet worden vastgesteld. Deze realiseerbare waarde is de hoogste van de opbrengstwaarde en de bedrijfswaarde (RJ 121.301). Hier speelt de bedrijfswaarde dus een rol bij de eerste waardering.

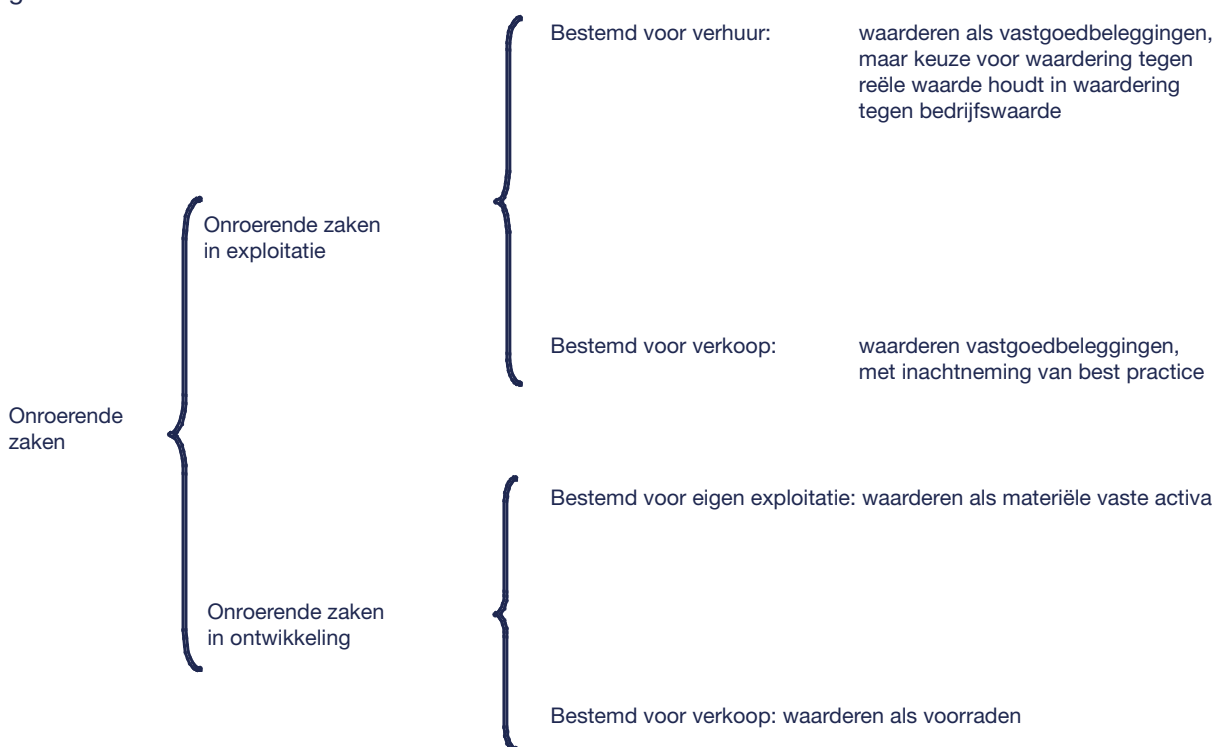
Na de eerste verwerking van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verhuur vindt de latere waardering, zoals hiervoor al aangegeven, plaats tegen hetzij reële waarde (als invulling van de actuele waarde) hetzij historische kosten.

Deze reële waarde wordt gedefinieerd als de bedrijfswaarde (RJ 645.208). Hier komt de bedrijfswaarde dus naar voren als mogelijke keuze van bij de bepaling van de waarderingsgrondslag voor deze categorie onroerende zaken. Ter zake van de invulling van deze grondslag verwijst RJ 645.208 naar RJ 121. In deze richtlijn treft men regels aan ter bepaling van de bedrijfswaarde, die zowel betrekking hebben op de bepaling ervan per kasstroomgenererende eenheid (RJ121.304, 121.5 en 645.204) als op de schatting van toekomstige kasstromen en de bepaling van de toe te passen disconteringsvoet (RJ 121.309 en 121.327). Ten aanzien van de disconteringsvoet wordt een afwijking geïntroduceerd die specifiek geldt voor woningcorporaties (RJ 645.208).

Na de eerste verwerking van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verkoop vindt de latere waardering plaats tegen reële waarde, zoals vermeld in RJ 213 als uitwerking van de waardering tegen actuele waarde (RJ 645.209), of tegen historische kosten. In dit geval komt de bedrijfswaarde in RJ 645 noch in RJ 213 naar voren als impliciete of expliciete invulling van het begrip reële waarde.

Voor onroerende zaken in exploitatie geldt in het algemeen, dat bij de keuze voor waardering tegen historische kosten de regels in acht moeten worden genomen die gelden voor materiële vaste activa en bijzondere waardevermindering (RJ 212 en 121).

Samengevat komen de waarderingsregels voor onroerende zaken van woningcorporaties op het volgende neer:



## Fair value versus bedrijfswaarde?

Bij de beantwoording van de vraag 'Is de waardering tegen bedrijfswaarde van onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verhuur in de jaarrekening van woningcorporaties in overeenstemming met IFRS, zoals opgenomen in IAS 40?' gaat het in feite om de in RJ 645.208 vermelde gelijkstelling voor onroerende zaken in exploitatie bestemd voor de verhuur van de reële waarde ('fair value') en de bedrijfswaarde.

Allereerst kan worden opgemerkt dat deze gelijkstelling binnen IFRS al ter discussie is gesteld. IAS 40 wijst er uitdrukkelijk op dat de 'fair value' niet gelijk is aan de 'value in use' (bedrijfswaarde) zoals die voorkomt in IAS 36 Impairment of Assets (en in Nederland terugkomend in RJ 121). Dit is voor woningcorporaties van belang, omdat corporaties de bedrijfswaarde als invulling van de reële waarde toepassen. Met andere woorden: door het specifieke karakter van woningcorporaties, zoals vastgelegd in het BBSH, is gekozen om de reële waarde uit te drukken als 'value in use'. Het punt is dat de reële waarde de kennis en schattingen van marktpartijen reflecteert, evenals factoren die relevant zijn voor marktpartijen in het algemeen.

Daartegenover reflecteert de bedrijfswaarde factoren die specifiek zijn voor de betrokken rechtspersoon en die niet toepasbaar zijn voor rechtspersonen in het algemeen. Reële waarde houdt bijvoorbeeld geen rekening met:

- Additionele waarde die ontstaat door een portefeuille van bezittingen op te bouwen op verschillende locaties.
- Synergie tussen de vastgoedbeleggingen en andere activa.
- Juridische rechten en beperkingen die alleen gelden voor de huidige eigenaar; belastingvoordelen of –nadelen die alleen gelden voor de huidige eigenaar.
- Beleidskeuzes van de corporatie inzake toekomstige huurstijgingen en onderhoudsuitgaven.
- Beleidskeuzes van de corporatie over de hoogte van de indirecte kosten van de werkorganisatie.

Het is belangrijk te beseffen dat de reële waarde wordt ingevuld door een hiërarchie te hanteren waarbij de marktverkoopwaarde in een actieve markt het uitgangspunt vormt en pas daarna andere invullingen, waaronder de contante waarde van geprognosticeerde kasstromen, als benadering daarvan aan de orde komen. Anders dan bij de bedrijfswaarde gaat het bij deze prognoses dus om een surrogaat dat dient om in bepaalde gevallen de ontbrekende marktverkoopwaarde te benaderen.

Is de in RJ 645 genoemde bedrijfswaarde inderdaad geënt op factoren die specifiek zijn voor de betrokken rechtspersoon? Voor de bepaling van de bedrijfswaarde verwijst RJ 645, zoals in de voorgaande paragraaf vermeld, naar de regels die zijn geformuleerd in het kader van de bijzondere waardevermindering (in RJ 121.309 en 121.327) en vermeldt enkele bijzonderheden over de te hanteren disconteringsvoet. De regels in RJ 121 zijn inderdaad wat betreft de schatting van de toekomstige kasstromen geformuleerd vanuit de betrokken rechtspersoon. Het gaat om schattingen van de leiding, gebaseerd op de budgetten van de rechtspersoon (RJ 121.310). Dit betekent dat er een verschil bestaat tussen de reële waarde zoals die in IAS 40 en RJ 213 wordt gehanteerd en de bedrijfswaarde zoals die in RJ 645 is ingevuld aan de hand van IAS 36 en RJ 121. Het is dan ook niet gerechtvaardigd om voor onroerende zaken in exploitatie bestemd voor verhuur bij het maken van de (toegestane) keuze voor actuele waarde, en de invulling daarvan met de reële waarde, de bedrijfswaarde gelijk te stellen aan de reële waarde zoals die in het kader van IFRS wordt gehanteerd. De reële waarde is in de eerste plaats een marktwaarde, het feit dat daarvoor soms een benadering moet worden gehanteerd doet daaraan niets af. De bedrijfswaarde is in de eerste plaats een waarde die is gekoppeld aan het voortgezette gebruik van het bestaande actief en de daaruit te verwachten opbrengsten.

## Bijlage 3: Best practice Richtlijn 645

58

Met ingang van het verslagjaar 2004 is een gewijzigde Richtlijn voor de Jaarverslaggeving door corporaties (RJ 645) van kracht. De oude richtlijn is sterk 'opgefrist', beter ingebed in de internationale ontwikkelingen en specifiek op de sector geschreven. Een gewijzigde Richtlijn vraagt om een actualisering van de interpretatie van de Richtlijn. In een Richtlijn is immers niet alles te regelen. Diverse geledingen binnen de sector hebben de afgelopen periode hieraan een bijdrage geleverd. Zo zijn er door verschillende corporaties gezamenlijk in overleg met enkele accountantskantoren best practices voor RJ 645 uitgewerkt. In een sectorbrede discussie met vertegenwoordigers van Aedes, Waarborgfonds Sociale Woningbouw, Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer, advies- en accountantskantoren, de universitaire wereld en het Centraal Fonds Volkshuisvesting is een nadere invulling gegeven aan RJ 645 en een aantal relevante issues binnen de sector, toegespitst op de bepaling van de bedrijfswaarde van het vastgoed en het verwerken van diverse soorten van verplichtingen. In deze discussie zijn de samen met corporaties ontwikkelde best practices betrokken. Doel van deze best practices is te komen tot een hoge mate van eenduidige wijze van verantwoording en betere mogelijkheden tot vergelijkbaarheid tussen corporaties als het gaat om de gepresenteerde financiële positie. Een verbeterde vergelijkbaarheid van de individuele financiële positie draagt bij aan het debat over de financiële spankracht van corporaties in relatie tot bijvoorbeeld de nieuwbouw- en herstructureringsopgave.

De Richtlijn geeft de uitgangspunten aan voor het waarderen tegen actuele waarde, maar laat ruimte voor verdere interpretatie bij de feitelijke toepassing. Het hiervoor genoemde overleg over de best practices heeft zich ten doel gesteld om tot een gezamenlijk gedragen interpretatie van de uitgangspunten bij en toepassing van de waardering tegen actuele waarde te komen en deze bij corporaties en andere stakeholders uit te dragen.

<b>Onderwerp</b>	<b>Best practice inzake actuele waarde</b> <i>Vigerende regelgeving is cursief weergegeven</i>
Onroerende zaken in exploitatie, bestemd voor verkoop	<p>Bij het bepalen van de bedrijfswaarde van voor verkoop bestemde huurwoningen verwijst de Richtlijn voor woningcorporaties (RJ 645) naar de Richtlijn voor vastgoedbeleggingen (RJ 213). In deze richtlijn komt de bedrijfswaarde uit RJ 645 niet naar voren als impliciete of expliciete invulling van het begrip reële waarde. Naar de letter van RJ 645 zouden daarom twee verschillende invullingen van het begrip reële waarde binnen de post materiële vaste activa zijn voorgeschreven. Uit oogpunt van eenduidigheid en begrijpelijkheid van de gepresenteerde financiële positie van woningcorporaties acht de projectgroep dit niet gewenst. Gegeven de aard van de bedrijfstak acht de projectgroep het wenselijk om ook voor deze specifieke categorie vastgoed de bedrijfswaarde conform RJ 645 voor de periode dat het object wordt verhuurd op te nemen met een verwachte netto-opbrengstwaarde op moment van verwachte verkoop. Deze verwachte opbrengstwaarde is gebaseerd op een taxatie van het vastgoed met een indexatie naar het geschatte moment van verkoop. Het geschatte moment van verkoop is daarbij mede gebaseerd op een realistische schatting van de mutatiegraad van de betreffende woningen.</p> <p>Gegeven de aard van de bedrijfstak (exploitatie van huurwoningen) en de in de praktijk veelal gehanteerde beleidshorizon van vijf jaar, verdient het aanbeveling om geschatte verkoopopbrengsten van voor verkoop aangewezen huurwoningen voor een periode van maximaal vijf jaar in de bedrijfswaardeberekening te betrekken. Randvoorwaarde hiervoor is dat de verkoop juridisch mogelijk moet zijn en dat er sprake is van een verkoopplan. Als aan deze voorwaarden niet wordt voldaan verdient het aanbeveling toekomstige verkoopopbrengsten niet in de bedrijfswaarde te betrekken.</p> <p><b>Best practice:</b> Bij toepassing actuele waarde is de bedrijfswaarde (value in use, RJ 121) de waarderingsgrondslag voor de geschatte periode dat de onroerende zaak wordt verhuurd en de geschatte verkoopwaarde is als netto-ontvangst onderdeel van de bedrijfswaardebepaling. Geschatte verkoopopbrengsten van huurwoningen worden voor een periode van maximaal vijf jaar 'ingerekend'.</p>

<b>Onderwerp</b>	<b>Best practice inzake actuele waarde</b> <i>Vigerende regelgeving is cursief weergegeven</i>
Uniformiteit gehanteerde parameters - Huurstijging - Indexatie verkoopopbrengsten - Inflatie, indexering onderhoudskosten  Huurharmonisatie	<p>De binnen de bedrijfswaardeberekening toegepaste parameter voor huurstijging is voor de eerste vijf prognosejaren gebaseerd op het beleid van de corporatie. Na vijf jaar wordt de huurstijging gebaseerd op sectorbreed gebruikelijke parameters (zoals vastgesteld door het WSW). De overige indexering van kosten en opbrengsten, zoals inflatie en indexering van verkoopopbrengsten en onderhoudskosten, volgt generieke, sectorbreed gebruikelijke parameters (zoals vastgesteld door het WSW).</p> <p>Verwachtingen betreffende huurharmonisatie zijn slechts na de eerste vijf prognosejaren onderdeel van de bedrijfswaardeberekening als deze voor de betreffende periode adequaat zijn verankerd in het corporatiespecifieke huurbeleid voor de betreffende complexen. Aandachtspunten hierbij zijn de ruimte binnen het vigerende huurbeleid (woningwaarderingssysteem) en bijvoorbeeld afspraken met stakeholders over de omvang van de kernvoorraad.</p>
Disconteringsvoet sociaal vastgoed (borging via WSW mogelijk)	<p>De nieuwe richtlijn voor woningcorporaties stelt dat <i>de markt van toegelaten instellingen een zeer specifieke markt is met een eigen risicoprofiel. De disconteringsvoet is daarom gebaseerd op de disconteringsvoet die gebruikelijk is in de sector.</i></p> <p>Daarom wordt voor de markt van toegelaten instellingen de disconteringsvoet gehanteerd die door het WSW wordt vastgesteld voor vastgoed dat door haar geborgd kan worden.</p> <p>Achtergrond is dat door de WSW-borging de financieringskosten voor woningcorporaties los zijn gekoppeld van het risicoprofiel van het te financieren vastgoed. De financieringskosten voor door het WSW geborgde complexen zijn daarmee gelijk geworden voor alle complexen en alle corporaties.</p>
Disconteringsvoet overig vastgoed (borging via WSW niet mogelijk)	<p>Voor overig onroerend goed waarvoor de WSW-borging niet geldt, kan een andere, van de markt afgeleide disconteringsvoet gehanteerd worden. Bij het bepalen van deze disconteringsfactor moet worden gewaakt voor een dubbeltelling in risico's. Als bij de bepaling van de kasstromen rekening wordt gehouden met een hoger risicoprofiel (bijvoorbeeld hogere leegstand, beperkte huurstijging en hogere kosten van kwaliteitsingrepen) dan dient de disconteringsvoet niet ook nog eens een extra risico-opslag te bevatten voor deze aspecten.</p>

<b>Onderwerp</b>	<b>Best practice inzake actuele waarde</b> <i>Vigerende regelgeving is cursief weergegeven</i>
Levensduur vastgoed	<p>De levensduur van vastgoed wordt bij aankoop c.q. ontwikkelen bij aanvang van de huurexploitatie gesteld op een door de corporatie geschatte economische levensduur. Het verdient aanbeveling daarbij voor door het WSW borgbaar vastgoed aansluiting te zoeken bij de door het WSW geaccepteerde economische levensduur. Voor nieuwbouwwoningen is dit in de praktijk veelal 50 jaar.</p> <p><i>Jaarlijks wordt vastgesteld of een verkorting van de levensduurinschatting noodzakelijk is.</i></p> <p>Voor complexen in de sociale verhuur, waarvoor nog geen wijzigingen in de exploitatie of bestemming zijn aangegeven is het aanvaardbaar een minimale resterende levensduur van tien jaar aan te houden. Deze minimale resterende levensduur is mede gebaseerd op ervaringen met lange doorlooptijden om complexen daadwerkelijk te slopen. Op het moment dat voor een dergelijk complex een levensduurverlengende ingreep wordt uitgevoerd of tot sloop wordt besloten, wordt de levensduur aangepast. <i>De bedrijfswaarde van het vastgoed wordt bepaald naar de staat ultimo het boekjaar. Totdat de corporatie zich verplicht tot de investeringen die de toekomstige verdien capaciteit vergroten, omvatten de schattingen van toekomstige kasstromen niet de verwachte ontvangsten die met deze investeringen verband houden.</i></p> <p>Dit betekent dat levensduurverlenging in principe gekoppeld is aan daadwerkelijke investeringen in het vastgoed. In de praktijk beoordeelt de corporatie veelal na circa 30 tot 40 jaar de technische en economische vooruitzichten en mogelijkheden van een complex. Op basis daarvan wordt beleid geformuleerd voor onder meer de restant levensduur in samenhang met eventuele renovatie van het complex.</p>
Complexindeling	<p>Het is niet mogelijk gebleken voor de gehele sector een eenduidige indeling te definiëren. Het definiëren van complexen heeft de voorkeur boven het verantwoorden op basis van de individuele verhuureenheden. Complexen kunnen in de tijd wijzigen, wat in het algemeen leidt tot zeer bewerkelijke administratieve handelingen.</p> <p>Al met al moeten corporaties een indeling zoeken die past bij hun beleid en bezit en die 'toekomstvast' is. Aanknopingspunten voor een complexindeling vormen de product-marktcombinaties (PMC's), de geografische ligging, het woningtype en de resterende levensduur. Daarbij verdient het aanbeveling bij toepassing van PMC's niet te gedetailleerd te clusteren naar complexen omdat anders in de toekomst bij het wijzigingen van beleid steeds opnieuw de complexindeling aangepast moet worden. Over de financiële effecten hiervan moet in de jaarrekening verslag worden gedaan.</p> <p>Als de corporatie nog geen beleidsmatig onderbouwde complexindeling kent, verdient het aanbeveling de 'oude' financiële complexindeling te volgen, tot het moment dat acceptabel te achten PMC's zijn vastgesteld.</p>

<b>Onderwerp</b>	<b>Best practice inzake actuele waarde</b> <i>Vigerende regelgeving is cursief weergegeven</i>
Restwaarde bij einde economische exploitatie	<p><i>De schatting van de toekomstige kasstromen die samenhangen met de exploitatie van een complex moet ook bevatten de netto- kasstroom die te ontvangen of te betalen is aan het einde van de economische levensduur.</i></p> <p>Bij huurwoningen betreft dit de resultante van de op kasstromen gebaseerde waarde van de grond, gegeven de verwachte bestemming aan het eind van de levensduur, gecorrigeerd voor te maken kosten zoals uitplaatsingskosten, kosten van sloop en opnieuw bouwrijp maken. Deze kasstromen worden geïndexeerd naar het einde van de levensduur en contant gemaakt met de disconteringsfactor. Uitgangspunt bij de verwachte bestemming van de grond is bouwrijpe grond met een sociale huurbestemming. Indien zich een bestemmingswijziging voordoet, bijvoorbeeld bij inbreng in een project dat te verkopen nieuwbouwwoningen betreft, verandert de restwaarde van de grond van de desbetreffende huurwoning in het bestaande complex.</p>
Rekening houden met rechten en verplichtingen die rechtstreeks op (de exploitatie van) het vastgoed drukken	Verplichtingen en/of rechten die verder reiken dan vijf jaar en die samenhangen met de huidige exploitatie van het vastgoed zoals cyclisch planmatig onderhoud, huurharmonisatie en erfpacht worden gedurende de gehele levensduur/contractduur in de waardering betrokken.
Toerekening directe kosten	<p>De directe kosten worden complexspecifiek toegerekend. Dit betekent dat bijvoorbeeld klachtenonderhoud op basis van redelijke veronderstellingen en ervaringen uit het verleden per complex worden geschat. Cyclische onderhoudskosten worden bijvoorbeeld op basis van complexspecifieke onderhoudsschattingen toegerekend.</p>
Toerekening indirecte kosten/overhead corporatie	<p>In de bedrijfswaarde worden eveneens de op een indirecte wijze aan het vastgoed toegerekende overheadkosten/kasstroom opgenomen. Gegeven de aard van de corporatie en de uitwerking hiervan in bestaande regelgeving als het BBSH, vindt een integrale toerekening van de indirecte kosten plaats aan het vastgoed ten behoeve van de bedrijfswaardeberekening. <i>De meest recente, door het bestuur goedgekeurde budgetten voor maximaal vijf jaar zijn hierbij uitgangspunt.</i></p> <p>In het algemeen zullen incidentele uitgaven niet en structurele uitgaven wel onderdeel vormen van de bedrijfswaarde. Veel corporaties kennen een relatief vast niveau van kosten die samenhangen met een continue stroom van ad hoc-projecten binnen de bedrijfsvoering. Voorbeelden hiervan zijn vaak diverse - veelal niet begrote - advieskosten. Met dergelijke uitgaven dient in de bedrijfswaardeberekening rekening te worden gehouden.</p> <p>Voor niet in de bedrijfswaarde op te nemen doorberekeningen aan andere rechtspersonen c.q. activiteiten kan aansluiting worden gezocht bij de standpunten van de fiscus. Uitgaven die fiscaal mogen worden doorbelast aan andere rechtspersonen en ook daadwerkelijk met de corporatie verrekend worden, worden niet in de bedrijfswaardeberekening betrokken.</p>

<b>Onderwerp</b>	<b>Best practice inzake actuele waarde</b> <i>Vigerende regelgeving is cursief weergegeven</i>
Toerekening maatschappelijk gebonden kosten	Uitgangspunt is dat alle kasstromen voorzover deze verbonden zijn aan het vastgoed, zo mogelijk direct of anders indirect gespecificeerd, per complex toegerekend, ook deel uit maken van de bedrijfswaarde van het vastgoed. Dit is ook van toepassing op mogelijk toe te rekenen maatschappelijke kosten. Voorbeelden hiervan zijn leefbaarheidbudgetten en kosten van huismeesters.
Feitelijke verplichtingen	<p>Naast verplichtingen met betrekking tot de exploitatie van het vastgoed in de staat waarin het zich ultimo het boekjaar bevindt, kan er sprake zijn van andere verplichtingen waaraan de corporatie zich heeft gebonden. Deze verplichtingen worden als voorziening of afzonderlijk als 'niet in de balans opgenomen verplichtingen' gepresenteerd.</p> <p><i>Onder een feitelijke verplichting van een toegelaten instelling wordt mede verstaan uitingen namens de toegelaten instellingen aan huurders/ge-meenten/overige stakeholders aangaande verplichtingen, bijvoorbeeld uit hoofde van herstructurering van bestaande onroerende zaken in exploitatie dan wel onroerende zaken die in ontwikkeling worden genomen. Deze verplichtingen kunnen worden gekwalificeerd als 'intern geformaliseerd en extern gecommuniceerd' en dienen als zodanig in de jaarrekening te worden verwerkt.</i></p> <p>Bij herstructurering is hiervan bijvoorbeeld sprake als er een met stakeholders ondertekend masterplan is, dat extern is gecommuniceerd en waar de corporatie zich zodanig aan heeft geëngaat aan het accepteren van een bepaald verlies dat de corporatie hier feitelijk niet op terug kan komen. Het opnemen van een herstructureringslast in de meerjarenprognose is niet voldoende voor het criterium extern gecommuniceerd, intern geformaliseerd.</p> <p>Met betrekking tot verplichtingen uit hoofde van bijvoorbeeld planmatig onderhoud dienen naast het feit dat het werk aan een derde is opgedragen (juridische verplichting) tevens de werkzaamheden te zijn uitgevoerd. Uitgegaan dient te worden van de ratio van de voortgang van de werkzaamheden op basis van bijvoorbeeld de facturen van de leveranciers. Eventueel is tevens aanvaardbaar (wanneer de voortgang niet valt vast te stellen) uit te gaan van het feit dat de werkzaamheden zijn gestart in het verslagjaar. Overigens dienen de lasten in alle gevallen integraal onderdeel uit te maken de bepaling van de bedrijfswaarde en dienen dubbeltellingen met de opgenomen verplichtingen te worden uitgesloten.</p>
Herstructurering	Alleen feitelijke verplichtingen worden opgenomen voorzover het onrendabele investeringen betreffen onder de voorwaarde dat de financiële schattingen een zekere basiskwaliteit en een mate van afdwingbaarheid hebben. Er kan dan een voorziening worden gevormd ten laste van het resultaat.



