

**WAARDERING VASTGOED  
WONINGCORPORATIES  
sleutel voor financiële continuïteit  
en rendement**

Naarden, 1 april 2003



# I N H O U D

Voorwoord .....	5
Samenvatting .....	6
1. Financiële continuïteit, waardering en rendement .....	10
1.1 Wettelijk kader .....	10
1.2 Financiële continuïteit, waardering en financiering .....	11
1.3 Financiële continuïteit en rendement .....	12
1.4 Financiële continuïteit, opgave en verantwoording .....	13
2. Waarderingsgrondslag in de jaarrekening .....	15
2.1 Wettelijk kader .....	15
2.2 Huidige richtlijn Raad voor de Jaarverslaggeving voor woningcorporaties .....	15
2.3 Voorstel richtlijn Raad voor de Jaarverslaggeving voor woningcorporaties .....	16
2.4 Ontwikkelingen waarderingdiscussie .....	18
3. Bruikbaarheid bedrijfswaarde .....	20
3.1 Door corporaties opgegeven bedrijfswaarde .....	20
3.2 Informatieopvraging verslagjaar 2002 .....	22
3.3 Beoordeling hoogte opgegeven bedrijfswaarde .....	23
3.4 Ontwikkeling bedrijfswaarde .....	27
4. Onrendabele top en bedrijfswaarde .....	30
4.1 Verschil in benadering corporatie en commerciële verhuurder .....	30
4.2 Berekening onrendabele top .....	31
4.3 Factoren van invloed op onrendabele top .....	32
5. Rendement op bedrijfsniveau .....	35
5.1 Begrippenkader .....	35
5.2 Uitwerking kapitaalrendement .....	39
5.3 Uitwerking vermogensrendement .....	42
5.4 Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex .....	44
Bijlagen .....	46
Bijlage 1: Toepassing bedrijfswaarde Centraal Fonds .....	46
Bijlage 2: Waardebegrippen .....	51
Bijlage 3: Bedrijfswaarde en (in)direct rendement .....	55
Bijlage 4: Berekening ontwikkeling bedrijfswaarde naar oorzaken .....	56
Bijlage 5: Bepaling 'Weighted Average Cost of Capital' (WACC) .....	58



In de voorliggende rapportage staat het vraagstuk van de waardering van vastgoed centraal. Actuele ontwikkelingen en discussies zijn voor het Fonds aanleiding bij dit thema stil te staan. Uit het onderzoek naar het financiële gedrag van corporaties uit 2002 blijkt dat de bedrijfswaarde bij de bedrijfsuitoefening en het bepalen van het weerstandsvermogen bij corporaties, nauwelijks een rol speelt. In het kader van de herstructurering en de discussie over de matching van taken en middelen speelt de vermogenspositie en de door het Fonds berekende vermogensovermaat een belangrijke rol. De waardering van het woningbezit van corporaties bepaalt in belangrijke mate de hoogte van de vermogensovermaat. Daarnaast speelt de in voorbereiding zijnde 'Richtlijn' van de Raad voor de Jaarverslaggeving over het toepassen van de actuele waarde als grondslag in de jaarrekening een rol.

In hoofdstuk 1 komt de samenhang aan de orde tussen de financiële continuïteit, de waardering en het rendement. Dit hoofdstuk geeft een totaalbeeld van de problematiek en is vertrekpunt voor de verdere rapportage. De hoofdstukken 2 en 3 hebben betrekking op de waardering van vastgoed. Om de waardering van vastgoed op z'n merites te kunnen beoordelen, dient duidelijkheid te bestaan over de toe te passen begrippen. Richtlijn 645 van de Raad voor de Jaarverslaggeving die op corporaties van toepassing is, komt in hoofdstuk 2 aan de orde. De bedrijfswaarde neemt bij het Fonds bij de uitvoering van al zijn taken een belangrijke plaats in. Een goede kwaliteit van de jaarlijks door de corporaties te verstrekken informatie over de bedrijfswaarde is voor een adequate uitvoering van het financiële toezicht van groot belang. In hoofdstuk 3 worden naast enige analyses de actuele ontwikkelingen toegelicht met betrekking tot de informatiebehoefte. Tevens wordt ingegaan op enige bijzondere aspecten die het Fonds bij de beoordeling van de hoogte van de bedrijfswaarde betreft. Hoofdstuk 4 gaat vervolgens in op de berekening van de bedrijfswaarde c.q. het rendement op projectniveau. Hierbij gaat het bij corporaties om de berekening van de onrendabele top van investeringen. In hoofdstuk 5 komt tenslotte de rendementsbepaling van corporaties op bedrijfsniveau aan de orde. Naast de definiëring van veel gehanteerde begrippen, alsmede de samenhang tussen de verschillende rendementscijfers, wordt ingegaan op de benadering die het Fonds voorstaat voor het verkrijgen van een goed inzicht. Deze benadering wordt als uitgangspunt gehanteerd voor de door het Fonds te ontwikkelen benchmarks op dit punt. Daarnaast wordt in dit hoofdstuk ingegaan op de recent gepubliceerde Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex.

Met deze publicatie beoogt het Fonds inzicht te geven in het brede begrippenkader met betrekking tot genoemde thema's en handvatten te geven voor de leiding c.q. de interne toezichthouder van de corporatie. Het terrein is te breed voor een uitputtende behandeling. Deze publicatie moet met betrekking tot het waarderings- en rendementsvraagstuk dan ook worden gezien als een bijdrage aan de discussie en zal zeker een vervolg krijgen. Het Fonds wil corporaties en andere belangstellenden ten behoeve van een verdere gedachtevorming dan ook graag uitnodigen op de inhoud te reageren.

Naarden, 1 april 2003

De actuele discussies in de volkshuisvestingssector worden sterk beheerst door de herstructurering. Hebben de corporaties voldoende middelen om de taken uit te kunnen voeren? Hoe wordt bepaald wat de ene corporatie beschikbaar heeft en de ander tekort komt? De wijze waarop de omvang en ontwikkeling van het vermogen worden vastgesteld, is derhalve van betekenis. De keuze voor de waardering van het corporatiebezit speelt daarbij een essentiële rol. Wordt gekozen voor een grondslag gebaseerd op de historische kostprijs, dan is die omvang lager dan wanneer de bedrijfswaarde wordt gehanteerd. Een waardering tegen verkoopwaarde leidt veelal tot een hoger niveau. De verschillen in uitkomsten kunnen aanzienlijk zijn. Voor het bepalen van de middelen die kunnen worden ingezet, moet de vraag worden beantwoord hoeveel beschikbaar moet blijven om de financiële continuïteit van een individuele corporatie te waarborgen. Afhankelijk van de hoogte van het beschikbare vermogen speelt het te behalen rendement een belangrijke rol.

### Samenhang tussen financiële continuïteit, waardering en rendement

De financiële continuïteit, één van de prestatievelden in het Besluit beheer sociale-huursector (BBSH), is als volgt omschreven "De toegelaten instelling voert een zodanig financieel beleid en beheer, dat haar voortbestaan in financieel opzicht is gewaarborgd". Voor de beantwoording van de continuïteitsvraag moet de financiële positie worden bepaald, die op haar beurt in belangrijke mate wordt bepaald door de waardering van het vastgoed. Vanuit de benadering als toezichthouder definieert het Fonds de financiële continuïteit als de situatie dat een corporatie financieel gezien voldoende levensvatbaar is en een beroep op saneringssteun de komende vijf jaar niet in de lijn der verwachting ligt. De financiële continuïteit wordt primair bepaald door het weerstandsvermogen. De ondergrens van de financiële continuïteit is operationeel gemaakt met de bepaling van het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen dat is gebaseerd op de risico's die de corporatie loopt. Het gecorrigeerd weerstandsvermogen, dat is bepaald op grond van de bedrijfswaarde van het vastgoed, wordt hieraan getoetst. De financiële continuïteit is niet gewaarborgd als het gecorrigeerd weerstandsvermogen minder is dan het noodzakelijk vermogen. In dat geval zal het te behalen rendement op de activiteiten van corporaties moeten bewerkstelligen dat die minimale ondergrens wordt bereikt.

In het kader van de financiële continuïteit is het van belang dat de financiering van investeringen is gewaarborgd. Corporaties met een gecorrigeerd weerstandsvermogen dat tenminste gelijk is aan het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen, zullen in principe voldoen aan de eisen van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). Corporaties die niet voor borging van het WSW in aanmerking komen, worden voor sanering doorverwezen naar het Centraal Fonds. Daartoe is het convenant 'naadloze aansluiting' tussen beide fondsen gesloten. Kernpunt van het convenant is dat corporaties na sanering weer voldoen aan de eisen van het WSW.

### Waardering van vastgoed in de jaarrekening

Eén objectieve methodiek voor het bepalen van de waarde van vastgoed bestaat niet. De keuze voor een grondslag wordt vooral bepaald door de doelstelling waarvoor de waarde, en als afgeleide daarvan het vermogen, wordt berekend. Een aantal waardebegrippen komt aan de orde bij de discussie over de toe te passen waarderingsgrondslag in de jaarrekening van woningcorporaties.

Volgens de vigerende richtlijn van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) kunnen corporaties met betrekking tot de waardering van vastgoed kiezen tussen de actuele waarde en de waarde op grond van de historische kostprijs. In de richtlijn is een duidelijke voorkeur uitgesproken voor de laatste. Inzet van de discussie in 2002/2003 voor de aanpassing van de richtlijn was het zoveel mogelijk aansluiten op de grondslagen die voor commerciële vastgoedbedrijven gelden, ofwel waardering tegen de reële waarde (fair value). Bij de laatste gaat het voor corporaties vooral om de bedrijfswaarde (voor het door te exploiteren bezit) en de marktwaarde (voor het te verkopen bezit). De discussies hebben niet geleid tot een keuze voor één van de grondslagen in de ontwerp-richtlijn. De RJ laat in de nieuwe ontwerp-richtlijn de keuze aan de corporatie. De voorkeursuitspraak in de vigerende richtlijn voor toepassing van de historische kostprijs is echter komen te vervallen.

Uit de door de RJ (niet) gemaakte keuze kan worden afgeleid dat de discussie niet is afgerond. Het voorschrijven van de actuele waarde als grondslag zal naar verwachting een kwestie van tijd zijn. Het Fonds is voorstander van het verplicht voorschrijven van de waardering tegen actuele waarde in de jaarrekening. Alhoewel een bepaalde mate van subjectiviteit bij het waarderen tegen actuele waarde een rol speelt, wordt daarmee bereikt dat het inzicht in de reële waarde, en daarmee de vermogenspositie, verbetert. Daarmee kan tevens de nu door het Fonds gevraagde aanvullende informatie worden teruggebracht. Een belangrijke voorwaarde voor toepassing van de actuele waarde in de jaarrekening is wel dat de bedrijfswaarde zodanig wordt vastgesteld dat rekening wordt gehouden met de individuele positie van de corporatie. In verband met de uiteenlopende wijze waarop corporaties de bedrijfswaarde nu berekenen, is het noodzakelijk dat er gedetailleerde regels komen die een eenduidige verantwoording bevorderen. Het via de RJ voorschrijven daarvan heeft de voorkeur.

Op grond van het BBSH dienen corporaties de middelen die zij niet dienen aan te houden, in te zetten ten behoeve van de volkshuisvesting. De financiële continuïteitsvraag geeft geen antwoord op de vraag of corporaties de (gewenste) herstructureringsopgave kunnen realiseren. Mocht blijken dat corporaties financieel niet in staat zijn de opgave aan te pakken, dan komt de vervolgvraag aan de orde hoe dit te organiseren. Met de benadering van het Fonds van de vermogensovermaat kan financieel snel inzichtelijk worden gemaakt waartoe corporaties individueel, regionaal en landelijk in staat zijn. Bij de bepaling van de overmaat wordt hetzelfde begrippenkader toegepast als bij het financiële toezicht. De grondslag voor de bepaling van de overmaat is de bedrijfswaarde van het corporatiebezit. De overmaat wordt bepaald door het verschil tussen het gecorrigeerd en minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen.

#### Bruikbaarheid bedrijfswaardeinformatie

##### *Bedrijfswaardeinformatie boekjaar 2001*

De kwaliteit van de informatie over de bedrijfswaarde is voor het Fonds van groot belang. Corporaties verstrekken die informatie conform Bijlage IV van het Besluit beheer sociale-huursector. Omdat die informatie onvoldoende is om een goed oordeel te kunnen geven, heeft het Fonds met ingang van het boekjaar 2001 aan alle corporaties aanvullende informatie gevraagd over de samenstelling van de bedrijfswaarde. Met deze informatie kan het inzicht in de bedrijfswaarde aanmerkelijk worden verbeterd.

##### *Ontwikkeling bedrijfswaarde*

De bedrijfswaarde is in 2001 met ruim 1% toegenomen. De rekenkundige ontwikkeling (de ontwikkeling als gevolg van het met een jaar opschuiven van de exploitatietermijn) is licht negatief. Gelet op de gemiddelde ouderdom van het woningbezit is dit niet verwonderlijk. De wijzigingen in de gehanteerde parameters zijn van beperkte invloed. De stijging wordt voornamelijk veroorzaakt door de voorraadmutaties die in belangrijke mate worden gecompenseerd door wijziging van het niveau van de huren en lasten van de door te exploiteren woningen. De lastenstijging betreft voornamelijk het niveau van de onderhoudskosten en in mindere mate de overige exploitatielasten.

##### *Onrendabele top*

Bij de bepaling van de onrendabele top van investeringen, die wordt berekend uit de netto contante waarde van de toekomstige kasstromen, spelen dezelfde factoren een rol als bij het waarderingsvraagstuk. Uit de opgaven van corporaties blijkt de onrendabele top per woning zeer sterk uiteen te lopen. Een van de belangrijkste factoren die van invloed is op de uitkomst bij de berekening van de onrendabele top van een nieuw te bouwen woning is het al of niet betrekken van verkoop na bijvoorbeeld 10-15 jaar. De onrendabele top zal aanmerkelijk lager uitkomen indien rekening wordt gehouden met tussentijdse verkoop (onder de aanname dat de verkoopwaarde hoger ligt dan de bedrijfswaarde). Corporaties houden hier steeds meer rekening mee. De uiteenlopende opgaven worden daarnaast veroorzaakt door de verschillen in keuze van de uitgangspunten voor de onderliggende factoren. Het huurniveau, het kostenniveau en de levensduur zijn van belangrijke invloed op de uitkomst.

Bij gecombineerde projecten, veelal in het kader van de herstructurering, worden de uiteenlopende onrendabele toppen mede veroorzaakt doordat kosten en opbrengsten worden gesaldeerd. Ten behoeve van zowel de externe als de interne toezichthouder is, voor de beoordeling respectievelijk de toetsing van het beleid, een goed inzicht in de (deel)uitkomsten van belang. Dit inzicht is eveneens absoluut noodzakelijk in het kader van de matching van taken en middelen. Op dit moment schieten de gegevens daarvoor tekort.

#### *Gegevensopvraging boekjaar 2002*

Voor de gegevensopvraging over het boekjaar 2002 heeft het Fonds de vraagstelling over de bedrijfswaarde inzichtelijker gemaakt en de toelichting aanmerkelijk uitgebreid. Daarmee wordt mogelijk gemaakt dat voor de beoordeling van de hoogte van de bedrijfswaarde, meer indicatoren kunnen worden toegepast bij de eerste zeef van de beoordelingsmethodiek. Landelijk en regionaal kan daarmee een zuiverder beeld worden gegeven van (de ontwikkeling van) het gecorrigeerd weerstandsvermogen. Om de volledigheid van de informatie te bevorderen zal het Fonds met het Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer overleggen om de aanvullend gevraagde informatie voor het boekjaar 2003 te integreren in het Besluit beheer sociale-huursector. In dit kader zal tevens worden onderzocht op welke wijze de gegevensopvraging kan worden verbeterd om het inzicht in de onrendabele toppen te bevorderen.

#### Rendement van corporaties

##### *Berekeningsmethode*

Kengetallen met betrekking tot het rendement kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan het krijgen van inzicht in de geleverde en te leveren prestaties, de doelmatigheid en de efficiency van zowel de sector als de afzonderlijke corporaties. Om het totaalrendement van alle activiteiten inzichtelijk te maken wordt onderscheid gemaakt tussen het kapitaal- en het vermogensrendement. Met het kapitaalrendement, gespecificeerd naar direct en indirect rendement, wordt het resultaat in relatie tot het daarvoor geïnvesteerde kapitaal tot uitdrukking gebracht. In principe kan dat worden berekend voor alle posten aan de activazijde van de balans. Het Fonds onderscheidt enerzijds de activiteit vastgoedbeheer en anderzijds de activiteiten beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten. Om het rendement inzichtelijker te maken wordt het vastgoedbeheer onderverdeeld in verhuur, verkoop en onrendabel. Het direct rendement heeft betrekking op de feitelijke kasstromen in de beschouwde periode, het indirecte rendement op de waardeontwikkeling. De resultaten worden gerelateerd aan de bedrijfswaarde. Bij het rendement op het vreemd vermogen (de schulden van de corporatie) kan ook onderscheid worden gemaakt tussen direct en indirect rendement. Het direct rendement betreft de feitelijk betaalde rente op de leningen en het indirecte rendement de mutatie in de rentabiliteitswaardecorrectie. Het rendement op het eigen vermogen, gedefinieerd als ongecorrigeerd weerstandsvermogen, is de resultante van het kapitaalrendement en het rendement op vreemd vermogen.

#### *Rendementen over het verslagjaar 2001*

In 2001 heeft de verhuur een direct rendement opgeleverd van 6,33%. Vermeerderd met het rendement op de verkopen (1,13%) en verminderd met het onrendabel (0,87%) komt het direct rendement op het vastgoedbeheer uit op 6,59%. Het indirecte rendement op de vastgoedportefeuille wordt bepaald door de mutatie in de bedrijfswaarde (als gevolg van voorraadmutaties, de rekenkundige ontwikkeling, parameterwijzigingen en veranderingen in huur- en lastenniveaus). In 2001 is het indirecte rendement 0,35% negatief, zodat het totale kapitaalrendement in 2001 uitkomt op 6,24%.

Het rendement op vreemd vermogen is 6,25%, bestaande uit een direct rendement van 7,57% en een negatief indirect rendement van 1,32%. Het negatieve indirecte rendement sluit aan bij de in 2001 gedaalde marktrente.

Het totaalrendement op het eigen vermogen (ongecorrigeerd weerstandsvermogen) komt in 2001 uit op 8,27%. Exclusief verkoop en onrendabel zou dit 7,52% zijn geweest. De hefboomwerking, die wordt bepaald door de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen en weerstandsvermogen, komt in de cijfers goed tot uitdrukking. Het totale kapitaalrendement is 6,80%, terwijl het rendement op vreemd vermogen 6,25% is. Het in dit geval positieve verschil verhoogt het rendement op het weerstandsvermogen sterker, naarmate het aandeel van het weerstandsvermogen in het totale vermogen lager is.

### *Aedex/IPD-index*

Recent zijn rendementscijfers van de Aedex/IPD-index over 2001 gepresenteerd. Deze cijfers hebben betrekking op 20 corporaties met 322.000 verhuureenheden. Het totaalrendement van de index komt uit op 4,3%, bestaande uit een bruto rendement van 3% en een indirect rendement van 1,3%. Het netto totaalrendement voor het vastgoed dat het gehele jaar in portefeuille is gehouden, is 3,9%. Het verschil van 0,4% wordt verklaard door activiteiten die niet direct aan het vastgoed zijn toe te schrijven.

Deze cijfers liggen op een duidelijk lager niveau dan door het Fonds is berekend. De belangrijkste oorzaak daarvoor is dat in de index de marktwaarde in verhuurde staat (uitpondwaarde) als grondslag wordt gebruikt. Deze waarde ligt aanmerkelijk hoger dan de bedrijfswaarde (gebaseerd op reëel verwachte kasstromen) die het Fonds toepast. Het resultaat ten behoeve van de berekening van het direct bruto rendement moet in beide benaderingen in principe overeenkomen. Op basis van het resultaat van Aedex en de bedrijfswaardegegevens van het Fonds is het direct rendement berekend. Deze berekening komt uit op 6,29% en verschilt derhalve nauwelijks van het door het Fonds voor de gehele sector berekende direct rendement van 6,33%.

De Aedex-index kan een belangrijke bijdrage leveren aan het verbeteren van het inzicht in de prestaties van corporaties en de vergelijking tussen corporaties en toetsing aan de cijfers van commerciële marktpartijen mogelijk te maken. Indien de index echter wordt gebruikt om een beeld te geven van de marktwaarde van de corporatieportefeuille, ontstaat het gevaar van een verkeerd financieel beeld van de ontwikkelingen in de sector. Het is immers een fictie te veronderstellen dat de door Aedex toegepaste marktwaarde daadwerkelijk zal kunnen worden gerealiseerd. Gelet op de doelstelling van corporaties en het kader conform het Besluit beheer sociale-huursector, is deze veronderstelling niet reëel. Het Fonds hanteert daarom een waardebegrip waarbij wordt uitgegaan van het feitelijk gebruik en de bestemming van de woning. Daarmee wordt een zo reëel mogelijk beeld gegeven van de daadwerkelijke rendementen.

# 1. FINANCIËLE CONTINUÏTEIT

## 1. Financiële continuïteit, waardering en rendement

10

Primaire doelstelling van het financiële beleid van de corporatie is het waarborgen van de financiële continuïteit. Daarvoor is een weerstandsvermogen nodig als buffer om risico's op te kunnen vangen. De noodzakelijke omvang van het weerstandsvermogen wordt in de eerste plaats door de corporatie zelf bepaald. Daarvoor moeten de bedrijfsrisico's worden ingeschat op grond van de eigen marktpositie. Het Fonds vormt zich daarover een oordeel door middel van het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen.

Voor het bepalen van het beschikbare weerstandsvermogen speelt de waarderingsgrondslag voor het vastgoed van corporaties een belangrijke rol. Het Fonds past de bedrijfswaarde als grondslag toe waarvan de hoofdlijnen en de toepassingen in bijlage 1 zijn weergegeven. Dit resulteert in het gecorrigeerd weerstandsvermogen. Als dit weerstandsvermogen voldoende is, kan het behalen van een rendement uit de activiteiten van de corporatie als secundaire doelstelling worden beschouwd. Indien het vermogen niet toereikend is, zal binnen een bepaalde tijd een rendement moeten worden gerealiseerd om het vastgestelde niveau te bereiken. Het realiseren van het noodzakelijke rendement wordt daarmee een hoofddoelstelling van beleid. In dit hoofdstuk komen de begrippen financiële continuïteit, rendement en waardering in hun onderlinge samenhang aan de orde.

Het belangrijkste verschil tussen profit organisaties en corporaties is de relatie tussen de continuïteit (waarop beiden zijn gericht) en de hoogte van het daarvoor minimaal te maken rendement op het eigen vermogen. Bij profit organisaties is het van essentieel belang dat de toegang tot de markt van risicodragend kapitaal wordt opengehouden. Dit betekent dat het rendement op het eigen vermogen marktconform zal moeten zijn. Indien deze markt afgesloten raakt, zal dit van invloed zijn op de continuïteit van deze organisaties. De 'bottom line' zal hierbij worden bepaald door de verstrekkers van vreemd vermogen. Indien de verwachting tussen eigen en vreemd vermogen uit balans raakt door slechte resultaten en/of groei, zal worden verlangd dat de organisatie nieuw risicodragend vermogen aantrekt. De verstrekkers van risicodragend vermogen zullen in dat geval voldoende vertrouwen moeten krijgen ten aanzien van het toekomstige rendement, willen zij nieuw vermogen ter beschikking stellen. Corporaties hebben geen toegang tot de markt van risicodragend kapitaal. Conform het Besluit beheer sociale-huursector is het voor corporaties niet toegestaan om aandelen uit te geven. Het weerstandsvermogen van corporaties is het gevolg van gerealiseerde resultaten en de waardeontwikkeling van het bezit (direct en indirect rendement) in relatie tot de ontwikkeling van het vreemd vermogen. Vanuit de continuïteitsdoelstelling heeft het weerstandsvermogen alleen een functie in relatie tot het behouden van een minimale omvang van dit vermogen. Dit is de enige voorwaarde om toegang tot de kapitaalmarkt te behouden.

### 1.1 Wettelijk kader

---

De financiële continuïteit is één van de prestatievelden waarover de corporaties jaarlijks conform het Besluit beheer sociale-huursector verantwoording dienen af te leggen. In het Besluit is dit prestatieveld in artikel 21, lid 1 als volgt omschreven: "De toegelaten instelling voert een zodanig financieel beleid en beheer, dat haar voortbestaan in financieel opzicht is gewaarborgd." Het tweede lid van dit artikel geeft vervolgens een nadere opdracht: "De toegelaten instelling zet de middelen, die zij niet dient aan te houden om te voldoen aan het eerste lid, in ten behoeve van de volkshuisvesting." De financiële continuïteit, zoals bedoeld in het eerste lid, wordt gedefinieerd als de situatie dat een corporatie financieel gezien voldoende levensvatbaar is en een beroep op saneringssteun de komende vijf jaar niet in de lijn der verwachting ligt. Met het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen wordt de ondergrens voor de financiële continuïteit gekwantificeerd. Aan het tweede lid geeft het Fonds vorm door middel van de vermogensovermaat, het verschil tussen het gecorrigeerd en minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen.

Op 5 november 2001 zijn de Woningwet en het Besluit Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting aangepast. Volgens dit aangepaste wettelijke kader is onder meer aan het Fonds opgedragen te rapporteren over de financiële positie van individuele corporaties, mede ter signalering van mogelijke toekomstige saneringsgevallen. Deze taakuitbreiding geeft geen aanleiding de definitie voor financiële continuïteit aan te passen. Het begrip financiële continuïteit wordt immers operationeel gemaakt met het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen. De feitelijke vermogenspositie, uitgedrukt in het gecorrigeerd weerstandsvermogen, geeft aan of dit toereikend is.

In verband met de taakverbreding worden echter wel de beoordelingsnormen op onderdelen aangepast. Het gaat dan onder meer om het in kaart brengen van de omvang van de risico's in relatie tot de beheersingsmaatregelen ('controls') van de corporatie.

## 1.2 Financiële continuïteit, waardering en financiering

---

De continuïteitsvraag kan niet worden beantwoord zonder dat de financiële positie van een corporatie is bepaald. Hiertoe moeten de belangrijkste bedrijfsmiddelen (activa) en de schulden worden gewaardeerd. De waardering van het vastgoed vervult hierin een cruciale rol. De bedrijfswaarde op basis van doorexploiteren wordt hierbij als waardegrondslag gehanteerd. Mede op basis van de door de corporatie verstrekte bedrijfswaarde wordt onderzocht of er sprake is van over- of onderwaardering. Onderzoek naar de wijze van waardering van het bezit neemt daarom een centrale plaats in bij de financiële beoordeling door het Fonds.

Veelal leidt de bedrijfswaarde tot een hogere waarde voor het vastgoed dan de door de corporaties verantwoorde boekwaarde. Bij de waardering van de schulden wordt de rentabiliteitswaarde toegepast. Bij de bepaling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen, waarbij rekening wordt gehouden met het verschil tussen bedrijfswaarde en boekwaarde, wordt een rentabiliteitswaardecorrectie toegepast en vindt een aftrek plaats vanwege onzekerheid over het kunnen realiseren van de bedrijfswaarde.

Het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen wordt bepaald op basis van het risicoprofiel van de corporatie. Het risicoprofiel is een weergave van de score op de drie belangrijkste risico's die worden onderkend: de financiële positie, de woningmarkt en de kwaliteit van de organisatie.

Het verschil tussen het gecorrigeerd weerstandsvermogen en het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen vormt de vermogensovermaat, respectievelijk het vermogenstekort als het verschil negatief is.

Indien het gecorrigeerd weerstandsvermogen groter is dan het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen, heeft het meerdere geen functie in het kader van de financiële continuïteit. De ontwikkeling van het weerstandsvermogen kent daarnaast geen druk van aandeelhouders die een marktconforme vergoeding willen hebben op het door hen verstrekte kapitaal. Deze overmaat is dus beschikbaar om in te zetten in het kader van de taakstelling conform het Besluit beheer sociale-huursector.

### Vermogensdoelstelling corporaties

Bovenstaande benadering van het continuïteitsbegrip is gezien vanuit de invalshoek van de toezichthouder op de corporatiesector. Het is denkbaar dat corporaties hieraan een eigen invulling geven. Invullingen die leiden tot een lagere eis aan het door de corporatie aan te houden weerstandsvermogen dan het door het Fonds bepaalde minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen, staan op gespannen voet met de werkwijze van het Fonds. Als het gecorrigeerd weerstandsvermogen lager is dan het minimaal noodzakelijk vermogen, zal het Fonds immers vanuit zijn taakopdracht aan dergelijke corporaties extra aandacht schenken en zich een oordeel vormen of de betreffende corporatie een zodanig beleid voert dat op afzienbare termijn zal leiden tot een voldoende vermogen.

Corporaties kunnen ook normen hanteren die uitgaan boven het niveau dat het Fonds hanteert. Hiervoor kunnen verschillende motieven worden gehanteerd. Het in 2002 in opdracht van het Fonds door RIGO Research en Advies B.V. uitgevoerde onderzoek naar het financieel gedrag bij corporaties leverde een schakering aan gehanteerde normen op. Wat opviel was dat de onderbouwing van de gekozen grondslag over het algemeen bescheiden was. Het is op zichzelf positief dat er expliciet een grenswaarde is gekozen en dat in de beleidsvoering deze waarde nadrukkelijk als toetsteen wordt gebruikt. De opdracht die uit het Besluit beheer sociale-huursector voortvloeit, te weten de inzet van de vermogensovermaat ten behoeve van de volkshuisvesting, heeft tot gevolg dat sterk afwijkende grenswaarden zouden moeten worden geïmplementeerd. Een hogere norm leidt immers tot een geringere omvang van de overmaat.

Het gecorrigeerd weerstandsvermogen kan door wijzigingen in het beleid en de omgeving een andere ontwikkeling krijgen. Het risicoprofiel kan daarnaast ook veranderen. Het behoud van de zelfstandige positie is voor corporaties, die net binnen de grenswaarden van het Fonds uitkomen, geen vanzelfsprekendheid. Dit zou voor corporaties een overweging kunnen zijn een hogere grenswaarde aan te houden.

#### Relatie met de financiering

In het kader van de financiële continuïteit is het van belang dat de financiering van investeringen is gewaarborgd. Het is derhalve van belang dat de criteria voor sanering en kredietwaardigheid naadloos op elkaar aansluiten. Corporaties met een gecorrigeerd weerstandsvermogen groter of gelijk aan het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen, zullen in principe voldoen aan de eisen die het Waarborgfonds Sociale Woningbouw stelt. Corporaties die door het Centraal Fonds zijn gesaneerd, voldoen niet automatisch aan de vermogensseis die hij stelt. Deze corporaties blijven onderwerp van nader toezicht totdat zij een voldoende weerstandsvermogen hebben opgebouwd. Het Centraal Fonds heeft met het Waarborgfonds een convenant gesloten. Kernpunt in het convenant is dat corporaties na een sanering voldoen aan de voorwaarden die het Waarborgfonds stelt, zodat zij weer gebruik kunnen maken van de borgingsfaciliteit van dit Waarborgfonds. De borgingsfaciliteit heeft daarbij primair betrekking op de bestaande voorraad van een corporatie.

Ook voor private organisaties is de omvang van het weerstandsvermogen een belangrijke factor bij het verkrijgen van toegang tot de kapitaalmarkt. Alleen vanwege het verschil in arrangementen tussen de private en volkshuisvestingssector, zal de bepaling van de gewenste verhouding tussen het eigen en het vreemd vermogen op een andere wijze plaatsvinden. In de private sector zal de financier deze verhouding zelf bepalen terwijl in de corporatiesector de financier grotendeels zal afgaan op het oordeel van het Waarborgfonds. Het Waarborgfonds houdt bij zijn oordeelsvorming rekening met de afspraken die in het convenant zijn gemaakt. Daarnaast bestaat er door deze borgingstructuur een verschil in de kosten van vreemd vermogen tussen corporaties en private organisaties. Het precieze verschil is afhankelijk van de sector waarin een private organisatie functioneert en de kenmerken van het specifieke bedrijf. In essentie is de bufferfunctie van het weerstandsvermogen bij private organisaties niet wezenlijk anders dan bij corporaties.

### **1.3 Financiële continuïteit en rendement**

---

Vanuit het voorgaande kan een verbinding worden gemaakt naar het rendement. Het minimale rendement dat corporaties op hun weerstandsvermogen moeten maken is mede afhankelijk van het verschil tussen het gecorrigeerd en het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen, alsmede van de gewenste ontwikkeling hiervan. Corporaties met een grote vermogensovermaat zouden het zich kunnen veroorloven een negatief rendement te maken. Omgekeerd zullen corporaties die tegen de grenswaarden aanzitten, gehouden zijn om een voldoende positief rendement te maken.

Corporaties met veel ambities (groeiportefeuille door nieuwbouw) worden geconfronteerd met een verhoging van het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen als gevolg van het hogere risicoprofiel. Indien het weerstandsvermogen in aanvang ongeveer op het niveau van het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen ligt, heeft dit tot gevolg dat de betreffende corporatie te maken krijgt met de noodzaak een bepaald rendement te maken dat leidt tot toename van het weerstandsvermogen. Omgekeerd zal de rendementsdruk bij corporaties met geringe ambities beperkt zijn.

Aan het weerstandsvermogen zijn dus geen zelfstandige rendementseisen verbonden. Het is in dit verband van belang dat er inzicht ontstaat in de samenstelling van het rendement. Is een negatief rendement het gevolg van een volkshuisvestelijke inzet of is het veroorzaakt door een slechte waardeontwikkeling van de vastgoedportefeuille? De financiële effecten van het bedrijfsmatig en volkshuisvestelijk handelen van corporaties zouden daarom zo goed mogelijk moeten worden onderscheiden.

De samenstelling van het gerealiseerde rendement is hierbij ook van groot belang. Het Fonds maakt onderscheid tussen het kapitaalrendement, het vermogensrendement over het vreemd vermogen en het vermogensrendement over het eigen vermogen. De verbijzondering van het kapitaalrendement biedt mogelijkheden om de performance van de vastgoedportefeuille in beeld te brengen in relatie tot de marktontwikkelingen. Het gehanteerde waardebegrip maakt het hierbij mogelijk om de effecten van (des)investeringen afzonderlijk in beeld te brengen. Door de waardering tegen bedrijfswaarde kan de volkshuisvestelijke inzet afzonderlijk als onrendabel in beeld worden gebracht. Het effect van verkoop kan als resultaat van een bestemmingsverandering in beeld worden gebracht. Het kapitaalrendement exclusief verkoop en nieuwbouw kan worden afgezet tegen hetgeen voorcalculatorisch is geraamd.

Naast het kapitaalrendement wordt ook het vermogensrendement bepaald. Verschillen tussen het kapitaal- en vermogensrendement kunnen door een verschillende omvang van de kapitaalwaarde en de omvang van het vreemd vermogen (de waarden waartegen het resultaat wordt afgezet), een hefboomeffect hebben op het rendement op het eigen vermogen. Naast de vergelijking van het rendement op het eigen vermogen ten opzichte van hetgeen minimaal noodzakelijk is, ontstaat hiermee ook een vergelijkingsbasis voor de afzonderlijke onderdelen. Hierdoor kunnen vragen worden beantwoord als: is het totaalrendement op het weerstandsvermogen laag als gevolg van de volkshuisvestelijke inzet, van een niet goed presterende bestaande portefeuille of van een relatief hoogrentend vreemd vermogen?

De vergelijking op het niveau van de samenstellende onderdelen kan een belangrijke functie vervullen in de verantwoording die corporaties afleggen met betrekking tot hun (maatschappelijk) handelen. De uitsplitsing maakt een kwantificering van de maatschappelijke inzet mogelijk en biedt daarnaast een alternatief voor het ontbreken van enige vorm van aandeelhouderswaarde. De rendementsdruk vanuit de continuïteit is een onvoldoende instrument als meetlat waartegen het gerealiseerde rendement kan worden afgezet. De vergelijkingsmogelijkheden die op deze wijze ontstaan, kunnen bruikbare middelen zijn voor de interne en externe toezichthouder om het functioneren van een corporatie af te meten.

#### 1.4 Financiële continuïteit, opgave en verantwoording

---

Het is duidelijk dat de continuïteitsvraag geen antwoord geeft op de vraag of corporaties de maatschappelijk gewenste opgave (kunnen) realiseren. Deze vraag kan worden beantwoord indien enerzijds de overheid helder en concreet de opgave formuleert, zodat anderzijds getoetst kan worden of de (voorgenomen) activiteiten van corporaties zicht bieden op de realisatie van deze opgave. De afgelopen jaren is door het Ministerie van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer gewerkt aan het formuleren van de volkshuisvestelijke opgave. Dit proces is nog niet afgerond maar zal de komende periode bij de totstandkoming van de zogenaamde regioakkoorden naar verwachting meer aan concreetheid winnen. De inbreng vanuit de regio zal aan kracht winnen als de belangrijkste participanten in de regio, de gemeenten en corporaties, ambities weten te verbinden met concrete plannen.

Het Fonds kan in dit proces twee belangrijke rollen vervullen. Enerzijds door in het kader van het financieel toezicht te toetsen of de omvang van de voorgenomen plannen van corporaties aansluit bij de opgave die door de overheid wordt geformuleerd. Anderzijds door vast te stellen of de corporaties (regionaal, landelijk) financieel in staat zijn deze opgave te realiseren. Mocht blijken dat de sector financieel in staat is de gewenste opgave tot stand te brengen, dan komt de vervolgvraag aan bod hoe dit moet worden georganiseerd. De benadering die is ontwikkeld met betrekking tot de vermogensovermaat biedt goede mogelijkheden om snel inzichtelijk te maken waartoe de corporaties individueel, regionaal en landelijk in staat zijn.

De taakopdracht van corporaties, het inzetten van middelen (onrendabel) ten behoeve van de volkshuisvesting en de daarmee verbonden functie van de vermogensovermaat, draagt bij aan het belang van de verantwoording met betrekking tot het gerealiseerde rendement. Binnen de sector zijn verschillende initiatieven ontwikkeld met als oogmerk het vergroten van deze transparantie. De behoefte om verantwoording af te leggen over het (maatschappelijk) optreden van corporaties wordt breed gedeeld. Een verbetering van de maatschappelijke verantwoording door corporaties zou bij uitstek een uitdrukking zijn van het traject van verzelfstandiging. Het vergroten van de kennis en inzichten met betrekking tot waardering en rendement in de corporatiesector kan aan dit proces een belangrijke bijdrage leveren.

Het initiatief van Aedex komt voort uit dezelfde behoefte aan transparantie en de wens om verantwoording af te leggen over het gevoerde beleid. De index beoogt een benchmark op te leveren die als sturingsinstrument voor de betrokken corporaties kan functioneren. Een belangrijk verschil tussen de Aedex-index en de benadering die het Fonds ontwikkelt voor rendementskengetallen is de gekozen waardegrondslag. Aedex beperkt zich tot het kapitaalrendement op vastgoed. Het Fonds neemt ook het kapitaalrendement op beleggingen en projectontwikkeling mee om aansluiting te houden met de totaalcijfers van corporaties. Daarnaast richt het Fonds zich op de gehele keten van kapitaalrendement via rendement op vreemd vermogen naar het rendement op het weerstandsvermogen.

Het Fonds hanteert een waardebegrip waarbij wordt uitgegaan van het feitelijk gebruik en de bestemming van de woning. In de waarde die hieruit naar voren komt, is het effect van de volkshuisvestelijke keuzes verwerkt. Het Fonds richt zich op de waarde die de woningen op de woningmarkt hebben conform de doelstelling van de corporatie en het Besluit beheer sociale-huursector. De realiseerbaarheid van de waarde is hierbij een belangrijke maatstaf. Aedex neemt voor alle woningen de marktwaarde als grondslag. Hierbij wordt onder meer verondersteld dat de minimaal wettelijk toegestane huurverhoging wordt gevraagd en dat de woningen na verhuizing van de huurder worden verkocht (uitpondwaarde). Het toepassen van de marktwaarde acht het Fonds niet reëel, omdat het niet aansluit bij het feitelijk beleid van de corporatie en er met waarden wordt gerekend die niet gerealiseerd zullen worden.

De bedrijfswaarde is ook onderdeel van de discussie over toepassing van de actuele waarde als grondslag voor het vastgoed in de jaarrekening van de corporatie. Naar verwachting zal eind 2003 voor corporaties de nieuwe richtlijn 645 van de Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) gepubliceerd worden. Het ligt in de lijn der verwachting dat de richtlijn met ingang van het boekjaar 2004 van toepassing zal zijn. De waarderingsgrondslag voor vastgoed is het belangrijkste onderdeel van de aanpassing in de richtlijn. In dit hoofdstuk wordt inzicht gegeven in de gevoerde discussies, de voorstellen en de mening van het Fonds.

### 2.1 Wettelijk kader

---

Voor de waardering van het vastgoed in de jaarrekening is bepalend hetgeen hierover wordt voorgeschreven in de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving. Deze richtlijnen worden uitgegeven door de RJ die daarmee invulling geeft aan de door de wet opgelegde verplichting aan bedrijven om de jaarrekening te maken 'volgens normen die in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar worden beschouwd'. De richtlijnen van de RJ vormen een uitwerking en inkleuring van hetgeen in zeer algemene zin over het afleggen van verantwoording is neergelegd in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. De uitspraken van de RJ hebben geen kracht van wet, doch hebben door werkwijze en samenstelling van de RJ wel veel gezag. De RJ-uitspraken zijn te onderscheiden in verplicht op te volgen richtlijnen en in niet-verplicht op te volgen aanbevelingen. In richtlijn 645 zijn beide aan de orde. In de praktijk blijken ook niet-verplichtende aanbevelingen een grote invloed te hebben op de inrichting door organisaties van haar externe verantwoordingsstukken.

In toenemende mate wordt de laatste jaren belang gehecht aan een grotere harmonisatie van de regelgeving met betrekking tot de wijze waarop en de mate waarin bedrijven in het steeds internationaler wordende verkeer hun (financiële) verantwoording afleggen. In dit kader wordt op mondiaal, Europees en nationaal niveau gewerkt aan het aanpassen van de jaarrekeningregels, vooral om de vergelijkbaarheid van de te verstrekken informatie te verbeteren. In Europa en ook in Nederland wordt met name belang gehecht aan de International Accounting Standards (IAS) die worden opgesteld door de IAS Committee Foundation, meestal aangeduid met de IASC. Door de Europese Commissie en daarmee de gehele Europese Unie is al in 1995 gekozen voor IAS als grondslag voor de jaarrekeningregels. De richtlijnen van de RJ zijn de laatste jaren dan ook in toenemende mate een vertaling geworden van IAS naar de Nederlandse situatie. Bedacht moet worden dat IAS en daarmee de daarvan afgeleide RJ-richtlijnen, primair bedoeld zijn om te worden toegepast bij de grotere beursgenoteerde ondernemingen. Het gaat daarbij vooral om de geconsolideerde jaarrekening. Het blijkt echter dat in de praktijk ook niet-beursgenoteerde ondernemingen zich in sterke mate conformeren aan de IAS/RJ-regels.

### 2.2 Huidige richtlijn Raad voor de Jaarverslaggeving voor woningcorporaties

---

De RJ heeft een aantal jaren geleden de richtlijn 645 vastgesteld voor de jaarverslaggeving van woningcorporaties. De behoefte aan een afzonderlijke richtlijn heeft vooral te maken met het in de jaarverslaggeving recht willen doen aan het specifieke karakter van woningcorporaties. Corporaties hebben als primaire en ook wettelijk vastgelegde taak, zorg te dragen voor de huisvesting van financieel zwakkere huishoudingen. Met betrekking tot de waardering van het vastgoed is in de huidige richtlijn 645 een duidelijke voorkeur uitgesproken voor de verkrijgings- of vervaardigingsprijs.

Tot op dit moment wordt door nagenoeg alle corporaties dan ook de waardering op basis van de historische kostprijs, met in achtneming van de minimumwaarderingregel, het meest toegepast. Indien in de balans op historische kostprijs wordt gewaardeerd, wordt door corporaties overigens de bedrijfswaarde van het totale bezit in het algemeen wel weergegeven in de toelichting bij de balans.

Het toepassen van de reële of actuele waarde - hierna verder aangeduid als actuele waarde - is als waarderingsgrondslag in de huidige richtlijn 645 wel toegestaan. In het boekjaar 2001 hebben slechts tien van de 600 corporaties de actuele waarde in de balans als waarderingsgrondslag voor haar vastgoed gehanteerd. Voor het door te exploiteren woningbezit is de actuele waarde in dat geval steeds de bedrijfswaarde.

Zowel het Centraal Fonds als het Waarborgfonds Sociale Woningbouw vragen jaarlijks aan corporaties, ongeacht de informatie die de corporatie in haar jaarrekening opneemt, informatie over het bezit op basis van een bedrijfswaardeberekening. Het Centraal Fonds gebruikt de bedrijfswaarde van het totale bezit bij haar beoordeling van de financiële positie van corporaties. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw gebruikt de bedrijfswaarde per complex, berekend tegen vastgestelde parameters, voor het bepalen van de maximale borgruimte.

Sinds kort zijn, naast het Besluit waardering activa, ook de door de RJ definitief vastgestelde richtlijnen 212 (Materiële vaste activa) en 213 (Vastgoedbeleggingen) van toepassing. Deze twee richtlijnen vormen in belangrijke mate de weerslag van hetgeen is opgenomen in IAS-40 Investment Property. IAS-40 is met name van betekenis in het kader van de waardering van vastgoed. Zij gaat in op de waardering in de balans en de resultaatbepaling bij vastgoedbeleggingen van ondernemingen in terreinen en gebouwen, waarbij IAS-40 verplicht uitgaat van waardering van vastgoedbeleggingen tegen reële waarde (fair value). Hierbij wordt niet zoals bij waardering tegen historische kosten volgens een bepaalde systematiek op de waarde van het bezit afgeschreven, maar muteert de waarde van dit bezit door het regelmatig vaststellen van waardevermeerderingen of -verminderingen. Deze waardemutaties dienen via de Winst- en Verliesrekening te worden verantwoord.

### 2.3 Voorstel richtlijn Raad voor de Jaarverslaggeving voor woningcorporaties

---

#### Aanleiding en doelstelling

Aanleiding voor het opstellen van een nieuwe ontwerp-richtlijn vormen met name:

- de ontwikkelingen bij corporaties in de laatste jaren, waarbij zij in het directe financiële verkeer steeds verder van de overheid zijn komen te staan
- een toenemende mate van productdifferentiatie, schaalvergroting en het gaan uitvoeren van meerdere vormen van dienstverlening door corporaties en de daarmee gepaard gaande behoefte aan het verstrekken en willen ontvangen van gesegmenteerde informatie
- het toenemende belang dat gehecht wordt aan het verkrijgen van een zo groot mogelijke vergelijkbaarheid in regelgeving met die welke van toepassing is bij andere (vastgoed)ondernemingen.

Bij het aanpassen door de RJ van richtlijn 645 is door haar aangegeven dat zij bij de voor corporaties geldende waarderingsgrondslagen zoveel mogelijk wil blijven aansluiten bij hetgeen in vergelijkbare situaties, zoals ten dele bij commerciële vastgoedbedrijven, als waarderingsgrondslag wordt gehanteerd. In dat kader is door haar expliciet aansluiting gezocht bij richtlijnen die ook voor andere ondernemingen gelden, zoals de richtlijnen 212 en 213. Met name is daarbij voor corporaties van belang hetgeen als Vastgoedbeleggingen in richtlijn 213 is gedefinieerd, namelijk 'onroerende zaken die worden aangehouden om huur-opbrengsten of waardevermeerdering, of beide, te realiseren'. Vastgoed dat gebruikt wordt voor eigen (bedrijfs)gebruik, in de productie, of voor verkoop als onderdeel van de gewone bedrijfsuitoefening, wordt derhalve niet als een vastgoedbelegging gezien. Hiervoor geldt richtlijn 212 Materiële vaste activa.

Als waarderingsbegrippen voor vastgoedbeleggingen van woningcorporaties worden de actuele waarde en de historische kosten (verkrijgingsprijs) gehanteerd. Met betrekking tot de waardering van het woningbezit wordt aan corporaties door de RJ met haar nieuwe richtlijn 645 volledige keuzevrijheid gelaten voor waardering tegen historische kosten of tegen actuele waarde. De voorkeur voor historische kosten is derhalve komen te vervallen. Een door de corporatie gemaakte keuze voor actuele waarde of historische kosten dient te gelden voor het gehele bezit van de corporatie. Dit betekent dat bij de keuze voor historische kosten ook de voor verkoop bestemde woningen in de jaarrekening gewaardeerd worden tegen historische kosten. Deze keuzevrijheid van corporaties is in tegenstelling tot commerciële vastgoedbeleggingsfondsen. Deze fondsen zijn volgens de RJ-richtlijn 213 verplicht hun vastgoed te waarderen tegen actuele waarde.

### Waardering tegen historische kostprijs

Het waarden in de jaarrekening van de materiële vaste activa tegen historische kostprijs vindt haar voorstanders vooral bij degenen die de nadruk leggen op de jaarrekening als een verantwoordingsstuk over het afgelopen boekjaar en bij hen die vinden dat het opnemen van op toekomstverwachtingen gebaseerde subjectieve schattingen, een te grote onzekerheid in de jaarrekening brengt.

De boekwaarde van het woningbezit bij waardering tegen historische kostprijs vindt veelal plaats met inachtneming van een levensduur van 50 jaar. Deze periode kan na ingrijpende renovaties soms verlengd of, afhankelijk van de marktpositie, verkort worden.

Het toepassen van de minimumwaarderingsregel, waarbij een waardevermindering op de historische kostprijs wordt toegepast als de bedrijfswaarde lager is dan de op historische kostprijs gebaseerde boekwaarde, vindt bij corporaties nogal eens op verschillende wijze plaats. Dit wordt enerzijds vooral veroorzaakt door verschillen in betekenis en interpretatie bij de gehanteerde definitie en afbakening voor de complexindeling (produkt-marktcombinaties). In de nieuwe richtlijn 645 wordt ten aanzien van dit punt aangegeven dat het nadrukkelijk niet is toegestaan om voor de toepassing van de minimumwaarderingsregel uit te gaan van de ééncomplexgedachte (totaal woningbezit). Anderzijds is de wijze waarop de bedrijfswaarde wordt berekend (zoals de parameters) van invloed op de hoogte van een vast te stellen waardemutatie en bij nieuwe investeringen het onrendabel deel van een investering.

De eerste waardering van een vastgoed, dat wil zeggen de waardering op het moment dat activa voor het eerst in ontwikkeling/exploitatie genomen worden, zal altijd tegen verkrijgings-/vervaardigingsprijs of lagere bedrijfswaarde dienen plaats te vinden.

Als in de balans het bezit wordt gewaardeerd tegen historische kosten zal in de toelichting op de jaarrekening aanvullende informatie moeten worden gegeven over de actuele waarde van de materiële vaste activa en op de mutaties daarin ten opzichte van het vorige jaar.

### Waardering op actuele waarde

Het toepassen van de actuele waarde (fair value) als waarderingsgrondslag in de jaarrekening stoelt op de wens het vastgoed te presenteren en derhalve in de balans te waarden tegen een waarde die op dat moment in het economisch verkeer aan een actief kan en mag worden toegedacht. Hierbij is uitgangspunt het oogmerk waarvoor door corporaties het vastgoed wordt aangehouden. Voor het bezit dat wordt aangehouden met als voornaamste doel dit door verhuur te exploiteren, vormt de bedrijfswaarde de meest aangewezen invulling van de actuele waarde. Voor bezit dat (nadrukkelijk) bestemd is voor de verkoop, is de opbrengstwaarde de aangewezen vorm van actuele waarde. Bij waardering tegen actuele waarde wordt derhalve meer gekeken naar de huidige waarde die aan een actief is te geven. In deze benadering heeft de historische uitgaafprijs slechts een 'historische' verantwoordingsfunctie, die nauwelijks meer betekenis heeft voor de waardering in de balans.

Voor de waardering in de jaarrekening, waarbij in de richtlijn 645 'slechts' twee segmenten in de woningvoorraad worden onderkend, namelijk een huur- en een verkoopvoorraad, is het volgende van belang:

- een juiste berekening van de bedrijfswaarde en vaststelling (taxatie) van de marktwaarde
- een juiste segmentering van het bezit naar 'verhuurvoorraad' en naar 'verkoopvoorraad'
- regelmatige en tijdig uitgevoerde herallocatie van woningen over beide voorraadsegmenten, waarbij mutaties tussen beide voorraadsegmenten inzichtelijk worden verantwoord.

Woningcorporaties bieden het overgrote deel van hun woningen niet ter verkoop aan. Daar waar expliciet sprake is van woningen die bestemd zijn voor de verkoop, is een waardering op basis van de verkoopwaarde op haar plaats, rekening houdend met de wettelijke voorwaarden die voor woningcorporaties gelden. In de praktijk waarden corporaties hun woningen evenmin tegen de onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat. Corporaties hebben als doelstelling te voorzien in huisvesting door het aanbieden van woondiensten tegen in het algemeen een prijs onder de 'commerciële marktwaarde'. Wel verdient het aanbeveling om kennis te nemen van de 'marktwaarden', zodat corporaties verantwoording af kunnen leggen over het economische offer dat wordt gebracht en de manier waarop dat wordt besteed. In bijlage 2 is een aantal waardebegrippen gedefinieerd en de toepassing daarvan weergegeven.

De financiële verslaggeving heeft tot doel inzicht te bieden in de financiële positie van de corporatie. Ze zal duidelijk moeten maken in hoeverre corporaties hun financiële verplichtingen kunnen nakomen. Het beeld dat wordt gegeven in de financiële verslaggeving zal daarom moeten worden gebaseerd op de verwachte kasstromen en niet op historische gegevens dan wel 'marktwaarden' die niet in overeenstemming zijn met de doelstelling c.q. het beleid van de woningcorporatie.

Het waarden tegen actuele waarde stelt in de jaarrekening hoge eisen aan een duidelijke toelichting van de mutaties die hebben plaatsgevonden in de waardering ten opzichte van de beginbalans. Daarmee wordt ook inzicht gegeven in de gevolgen hiervan voor de bepaling van het jaarresultaat. Voor het kunnen uitvoeren van zijn toezichtstaak acht het Fonds een adequate toelichting op deze punten van groot belang.

## 2.4 Ontwikkelingen waarderingsdiscussie

---

### Positie van het Fonds

Het Centraal Fonds schrijft geen richtlijnen voor de jaarrekening voor. Als belangrijke gebruiker is het Fonds wel gebaat bij een verantwoording in de jaarrekening die zoveel mogelijk aansluit bij zijn informatiebehoefte. Voor de uitvoering van de toezichtstaak maakt het Fonds gebruik van onder meer het overzicht Cijfermatige Kerngegevens en prognoses (Bijlage II bij het Besluit beheer sociale-huursector). Van dit overzicht maken de Balans en de Winst- en Verliesrekening deel uit. Deze worden direct ontleend aan de jaarrekening van de corporatie.

### Standpunt van het Fonds

Het Fonds is voorstander van het in de jaarrekening voorschrijven van een waardering tegen bedrijfswaarde, indien deze door de corporatie wordt vastgesteld op een wijze die rekening houdt met de individuele positie van de betreffende corporatie. Daarbij is zorgvuldig, transparant en gespecificeerd weergegeven informatie, die een betrouwbaar beeld geeft van de waarde van het vastgoed, van essentieel belang.

Uit de door corporaties opgegeven bedrijfswaarden blijkt dat de wijze van samenstelling en berekening van de bedrijfswaarde zeer divers is en dat de door corporaties opgegeven bedrijfswaarden onvoldoende consistent zijn, zodat volgtijdelijke en gelijktijdige vergelijkbaarheid wordt bemoeilijkt.

Uit de ervaringen die het Fonds heeft opgedaan met het beperkte aantal corporaties, dat de bedrijfswaarde als grondslag in de jaarrekening hanteert, blijkt dat de administratieve verwerking veel verschillen laat zien en dat het inzichtelijk maken van de (ontwikkeling van de) bedrijfswaarde corporaties veel moeite kost.

Gelet op de weerbaarheid van de problematiek is het op dit moment voorschrijven van de actuele waarde in de Balans en de Winst- en Verliesrekening nog niet aan te bevelen. Corporaties kunnen in de eerstkomende jaren eerst ervaring opdoen door het in de toelichting bij de Balans en Winst- en Verliesrekening inzichtelijk maken van de (ontwikkeling van de) bedrijfswaarde. Als voorbeeld kan daarbij gebruik worden gemaakt van de in het 'Verslag financieel toezicht woningcorporaties' van het Centraal Fonds over het jaar 2001 opgenomen analyse van de bedrijfswaarde zoals die door corporaties worden opgegeven (paragraaf 1.6.1). Hierin komt naar voren dat zich zowel in 2000 als in 2001 onveranderd forse wijzigingen hebben voorgedaan in de opgegeven bedrijfswaarden per woning, zowel naar boven als naar beneden.

De bedrijfswaarde blijkt erg gevoelig te zijn voor veranderingen in de aannames die door corporaties worden gemaakt, zoals onder meer voor de aanvangsniveaus van de variabele lasten, de restant levensduur en de grond- en restwaarde.

Ten behoeve van de financiële beoordeling zal het Fonds voor het verkrijgen en behouden van aansluiting met de informatie in de Cijfermatige Kerngegevens van de corporatie verlangen dat zij, ongeacht de keuze die op het punt van waardering in de Balans en Winst- en Verliesrekening wordt gemaakt, de verschillen respectievelijk de financiële consequenties van de gemaakte keuze ten opzichte van de andere waarderingsmogelijkheid in de jaarrekening, meerjarenprognoses of anderszins, toelicht en inzichtelijk maakt.

### Vervolg van de discussies

De discussie over de voor- en nadelen van waardering tegen historische kostprijs of tegen actuele waarde en over de omstandigheden en voorwaarden die daarbij van belang zijn, is nog volop aan de gang. Dit vormt een belangrijke reden voor de keuzevrijheid die de RJ-richtlijn gaat bieden aan corporaties bij het waarderen in de jaarrekening van haar vastgoed. Op grond van de discussies is echter wel te verwachten dat de nadruk steeds sterker zal komen te liggen op waardering tegen actuele waarde. Hoewel in beginsel bij deze wijze van waarderen het gevaar bestaat van subjectiviteit (door het moeten werken met onzekerheidselementen), zal het inzicht in de reële waarde van het bezit en daarmee in de vermogenspositie van de corporatie, verbeteren. Uiteraard blijft ook de verantwoording over het verleden van belang. Deze mag en hoeft niet in het gedrang te komen bij een op de toekomst gerichte waardering op actuele waarde.

# 3. BRUIKBAARHEID BEDRIJFSWAARDE

## 3. Bruikbaarheid bedrijfswaarde

20

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de van corporaties ontvangen informatie over de bedrijfswaarde van zowel Bijlage IV van het Besluit beheer sociale-huursector als de door het Fonds gevraagde aanvullende informatie. Op grond van de analyse en beoordeling hiervan komen de aanpassingen van de gegevensopvraging voor het verslagjaar 2002 aan de orde. Daarnaast wordt ingegaan op de wijze waarop het Fonds de hoogte van de bedrijfswaarde beoordeelt.

### 3.1 Door corporaties opgegeven bedrijfswaarde

#### De bedrijfswaarde volgens opgave BBSH verslagjaar 2001

Op grond van Bijlage IV van het BBSH is over het verslagjaar 2001 de volgende bedrijfswaarde van de corporaties ontvangen.

**Tabel 3.1: Samenstelling (ongecorrigeerde) bedrijfswaarde volgens opgave BBSH 1999 tot en met 2001**

	1999	2000	2001	Stijging 1999/2000	Stijging 2000/2001
Aantal woningen	2.437.532	2.438.831	2.440.460		
Materiële vaste activa in exploitatie (exclusief herwaarderingsreserve in € miljoen)	65.352	65.357	66.021		
Boekwaarde ten opzichte van huursom	7	7	7		
Bedrijfswaarde in € miljoen					
CW huren minus huurderwing	131.718	136.805	143.438		
CW bijdragen	1.394	1.185	1.147		
CW onderhoudsuitgaven	28.718	31.050	33.497		
CW overige lasten	24.564	27.031	30.233		
(ongecorrigeerde) bedrijfswaarde	79.830	79.909	80.855		
Bedrijfswaarde ten opzichte van MVA in exploitatie	122	122	122		
Bedrijfswaarde ten opzichte van huursom	9,0	8,8	8,6		
Bedrijfswaarde per woning in €					
CW huren minus huurderwing	54.038	56.095	58.775	3,8	4,8
CW bijdragen	572	486	470	-15,1	-3,3
CW onderhoudsuitgaven	11.781	12.732	13.726	8,1	7,8
CW overige lasten	10.078	11.084	12.388	10,0	11,8
(ongecorrigeerde) bedrijfswaarde	32.750	32.765	33.131	0,0	1,1
Parameters					
Gemiddelde huurstijging eerste 5 jaar	2,5	2,6	2,7		
Huurstijging 6e jaar en later	2,4	2,5	2,5		
Lastenstijging	2,4	2,6	2,6		
Discontovoet	6,6	6,5	6,5		
Restant levensduur	25,8	24,8	24,2		

Opvallend is de sterke stijging van de contante waarde van de onderhoudsuitgaven en de overige lasten. Deze stijging staat tegenover de stijging van de contante waarde van de huren. Per saldo verandert de bedrijfswaarde nauwelijks. Onder meer door de toevoeging van nieuwbouw met een relatief hoge bedrijfswaarde en sloop van woningen met een relatief lage bedrijfswaarde zou een stijging van de bedrijfswaarde verwacht mogen worden.

#### De op basis van de aanvullende informatie gespecificeerde bedrijfswaarde 2001

De informatie volgens Bijlage IV van het Besluit beheer sociale-huursector is onvoldoende om een goed oordeel te kunnen geven over de opgegeven bedrijfswaarde. Daarom wordt aanvullende informatie opgevraagd over de samenstelling van de bedrijfswaarde. De aanvullende informatie is als proef over het verslagjaar 2000 bij een deel van de corporaties opgevraagd en gebruikt voor de beoordeling. In 2001 is de informatie opgevraagd bij alle corporaties.

Over het verslagjaar 2001 hebben 153 corporaties (26%) de aanvullende vragenlijst zodanig volledig ingevuld dat een onderscheid gemaakt kon worden tussen de bedrijfswaarde van de normaal door te exploiteren woningen en de bedrijfswaarde van verzorgingstehuizen, overige verhuureenheden en te verkopen en slopen woningen. Met betrekking tot de verzorgingstehuizen is voor circa 70% van de eenheden de betreffende informatie ontvangen. Van de corporaties met meer dan 3% overige verhuureenheden heeft circa de helft de bedrijfswaarde gespecificeerd. Met de gespecificeerde informatie is eveneens inzicht verkregen in de waardering van te verkopen en te slopen woningen. Door 32 corporaties werd aangegeven dat in de bedrijfswaarde van Bijlage IV verkoopopbrengsten waren opgenomen. Door 34 corporaties werd aangegeven dat in de bedrijfswaarde van Bijlage IV rekening is gehouden met sloop. Duidelijk is geworden dat met name ten aanzien van te slopen woningen er bij de bepaling van de bedrijfswaarde veel verschillende manieren van waardering zijn. Met de ontvangen informatie kon de specificatie worden gemaakt zoals weergegeven in tabel 3.2.

**Tabel 3.2: Gespecificeerde bedrijfswaarde 2001 (x € 1 miljoen)**

Omschrijving	Normaal door te exploiteren eenheden			Overige eenheden		Aantal/ bedrag ten behoefte van aansluiting cijfers	Totaal conform opgave BBSH
	Woningen c.q. wooneenheden	Eenheden verzorgings- tehuizen	Overige eenheden	Te verkopen	Ingrijpend aan te pakken (zoals sloop)		
Aantal woningen	2.379.215	35.804		12.367	17.586	-4.512	2.440.460
Materiële vaste activa	63.664	1.125	655	372	162	44	66.021
CW netto huren	137.426						
CW bijdragen	1.015						
CW onderhoud	31.891						
CW overige exploitatie lasten	29.212						
Bedrag ten behoeve van aansluiting cijfers	<b>299</b>						
<b>Bedrijfswaarde</b>	<b>77.039</b>	<b>1.846</b>	<b>1.071</b>	<b>741</b>	<b>458</b>	<b>-300</b>	<b>80.855</b>
Gemiddelde restant levensduur	24						
Surplus	13.375	721	415	369	296		14.834



Met deze gewijzigde indeling en de gedetailleerde toelichting mag worden verwacht dat over het boekjaar 2002 sprake zal zijn van een verdere verbetering van de bedrijfswaardeinformatie.

De gegevensopvraging vindt niet meer in de vorm van een aanvullende vragenlijst plaats, maar is geïntegreerd in de diskette waarmee de Cijfermatige Kerngegevens conform het Besluit beheer sociale-huursector worden opgevraagd. Deze integratie maakt het tevens mogelijk de controle van de gegevens te verbeteren.

#### Mutatie in de bedrijfswaarde ten opzichte van vorig jaar

Het geven van inzicht in de ontwikkeling van de bedrijfswaarde over het verslagjaar wordt door veel corporaties als erg lastig ervaren. Meerdere corporaties hebben ook aangegeven dat zij deze niet kunnen uitrekenen. De vraagstelling is niet alleen van belang voor het Fonds maar ook voor de corporatie zelf. Het inzicht in de wijzigingen ten opzichte van vorig jaar behoort een onderdeel van de verantwoording te zijn. De informatie wordt gebruikt voor:

- de beoordeling van de stabiliteit van de bedrijfswaarde
- het verkrijgen van inzicht in de oorzaken van de wijziging op grond waarvan de ontwikkeling van de bedrijfswaarde kan worden geprognosticeerd
- het kunnen uitvoeren van een (indirecte) rendementsberekening.

Als hulpmiddel kunnen corporaties gebruik maken van de door het Fonds gemaakte analyse voor geheel Nederland. In paragraaf 3.4 van de rapportage is deze gepresenteerd. De toelichting per post op deze analyse is in bijlage 5 van de rapportage opgenomen.

### **3.3 Beoordeling hoogte opgegeven bedrijfswaarde**

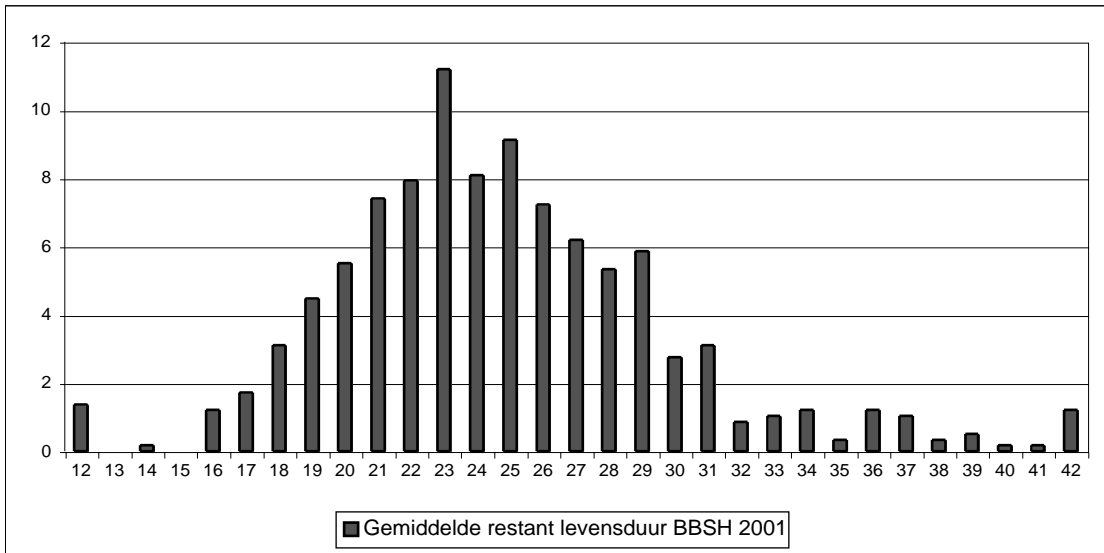
---

Het Fonds vormt zich een oordeel over de hoogte van de door de corporaties opgegeven bedrijfswaarde. De hiernavolgende analyse heeft met name betrekking op de normaal door te exploiteren woningen.

#### Parameterkeuze

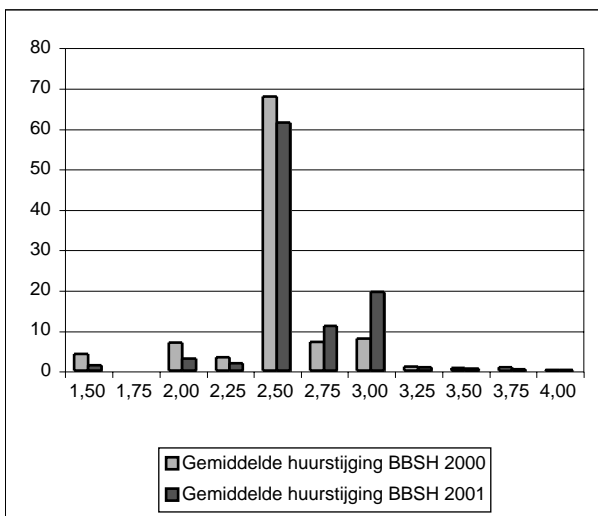
Eén van de mogelijkheden om de hoogte van de opgegeven bedrijfswaarde te beoordelen zijn de gebruikte parameters. In de volgende grafieken is de procentuele verdeling weergegeven van de gemiddelde restant levensduur en de overige parameters.

**Grafiek 3.1: Procentuele verdeling van de gemiddelde restant levensduur van het woningbezit ultimo 2001**

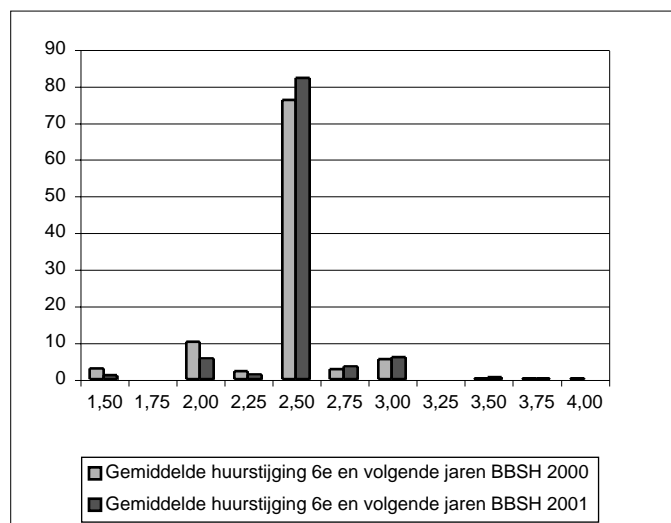


De gewogen gemiddelde restant levensduur is 24,2 jaar.

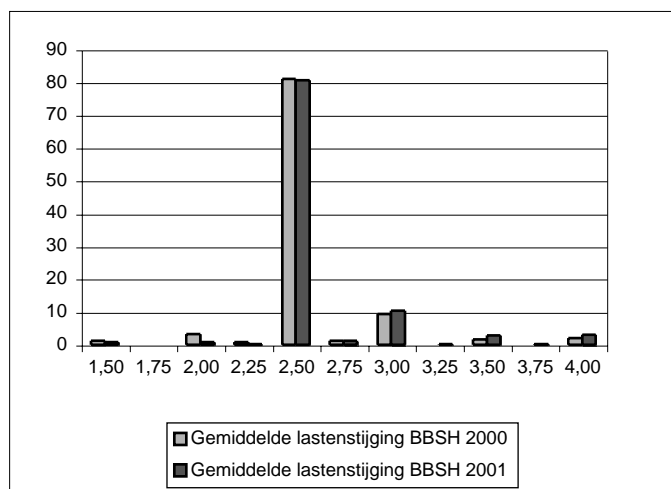
**Grafiek 3.2: Procentuele verdeling van de opgegeven huurtoeslagpercentage gemiddeld voor de eerste vijf jaar**

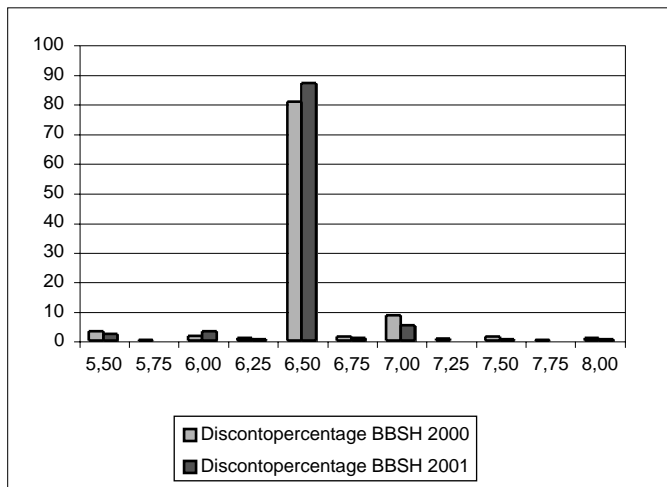


**Grafiek 3.3: Procentuele verdeling van de opgegeven huurstijgingspercentage gemiddeld voor het zesde en latere jaren**



**Grafiek 3.4: Procentuele verdeling van het opgegeven stijgingspercentage van de onderhouds- en overige exploitatie-uitgaven**



**Grafiek 3.5: Procentuele verdeling van het opgegeven discontopercentage**

Ten aanzien van de restant levensduur en de huurverhoging voor de eerstkomende vijf jaar wordt corporaties gevraagd de specifieke omstandigheden en het beleid in de cijfers tot uitdrukking te brengen. De indruk bestaat dat de meeste corporaties voor de restant levensduur blijven uitgaan van de historisch (op basis van subsidievoorwaarden) bepaalde restant levensduur. Veranderende marktomstandigheden en ontwikkelingen van wijken en buurten zouden meer in de hoogte van de restant levensduur tot uitdrukking moeten komen. Dit geldt ook voor de huurverhoging voor de eerstkomende vijf jaar. Er is sprake van een lichte toename van het aantal corporaties, dat uitgaat van een huurverhoging die iets hoger is dan 2,5%. Het toenemend gebruik van 'standaard' parameters voor de discontovoet en de huurverhoging op langere termijn (zesde en latere jaren), is een goede ontwikkeling. Het verbetert de onderlinge vergelijkbaarheid van de cijfers.

#### Overige indicatoren bij de beoordeling van de hoogte van de bedrijfswaarde

Naast de beoordeling van de hoogte van de parameters hanteert het Fonds meerdere indicatoren. De beoordeling op grond van deze indicatoren is temeer van belang omdat corporaties voor een groot deel op basis van min of meer gangbare standaardgegevens de bedrijfswaarde berekenen en niet op basis van de specifieke omstandigheden en het beleid van de corporatie. Mede in samenhang met elkaar past het Fonds bij de beoordeling de navolgende factoren toe als indicatie voor een te hoge bedrijfswaarde.

- de opgegeven restant levensduur is meer dan drie jaar langer dan normatief uit de samenstelling van het bezit is berekend
- de verhouding bedrijfswaarde/huursom is meer dan twee punten hoger dan de normatieve huurkapitalisatiefactor
- de bedrijfswaarde ligt meer dan € 5.000,- per woning hoger dan het gemiddelde van de van toepassing zijnde referentiegroep
- het door het Fonds berekende aanvangsniveau van de huur ligt meer dan € 300,- per woning per jaar hoger dan in de Winst- en Verliesrekening
- het door het Fonds berekende aanvangsniveau van de totale lasten ligt meer dan € 1.200,- per woning per jaar lager dan in de Winst- en Verliesrekening
- de reële rentevoet is lager dan 3,5%.

Volgens de beoordelingsmethodiek vindt toetsing voor te hoge bedrijfswaarden in de eerste zeef alleen plaats op basis van de factor bedrijfswaarde/huursom versus de normatieve huurkapitalisatiefactor. Indien het verschil met de normatieve huurkapitalisatiefactor groter is dan eenmaal de huurwaarde, wordt het meerdere voor de helft in mindering gebracht op het berekende surplus.

Toepassing van eerder genoemde indicatoren vindt plaats in de tweede zeef, ofwel bij de corporaties die met behulp van zeef 1 zijn geselecteerd en nader worden beoordeeld. Onderzocht wordt of de indicatoren ook kunnen worden toegepast in de eerste zeef. Daarmee wordt bereikt dat ook voor de niet-geselecteerde corporaties een beter beeld van het gecorrigeerd weerstandsvermogen kan worden bepaald.

#### Door het Fonds vastgestelde bedrijfswaarde in de eerste zeef

In tabel 3.4 is de bedrijfswaarde en het surplus (verschil tussen bedrijfswaarde en boekwaarde) voor geheel Nederland weergegeven.

**Tabel 3.4: Bedrijfswaarde en surplus in zeef 1 in 2000 en in 2001 (x € 1 miljoen)**

	2000	2001
Bedrijfswaarde volgens het BBSH	79.909	80.855
Bedrijfswaarde zoals vastgesteld door het Fonds		79.396
Bedrijfswaarde na aftopping voor te hoge waarden in zeef 1	79.369	79.119
Boekwaarde (exclusief herwaardering)	65.357	66.021
Surplus bij zeef 1	14.012	13.098
Surplus per woning in €	5.745	5.367

Het Fonds beoordeelt of de door de corporatie opgegeven bedrijfswaarde moet worden gecorrigeerd voor onder- of overwaardering. Een toegepaste correctie heeft vervolgens effect op het surplus (verschil tussen bedrijfswaarde en boekwaarde). Uit de tabel blijkt dat het surplus in 2001 met bijna € 1 miljard is gedaald. Dit wordt vooral veroorzaakt door een in 2001 aangebrachte wijziging van de beoordeling van de bedrijfswaarde van verzorgingshuizen en overige eenheden. Het op voorhand accepteren van het surplus bij de vermogensbepaling is voor deze onderdelen van het bezit minder vanzelfsprekend dan voor woningen. Reden waarom, vanuit een oogpunt van voorzichtigheid, het door de corporatie opgegeven surplus in 2001 bij de eerste zeef niet is meegenomen. Bij de voor nader onderzoek geselecteerde corporaties wordt bij de nadere beoordeling (zeef 2) nagegaan of c.q. in welke mate het surplus op deze onderdelen kan worden meegenomen in de bepaling van het gecorrigeerd vermogen. Uit de praktijk is gebleken dat het surplus in zeef 2 voor een (beperkt) deel is meegenomen in de vermogensbepaling. Onderzocht wordt of in het kader van het boekjaar 2002 een (voorzichtige) norm kan worden bepaald voor het in zeef 1 opnemen van een deel van het surplus.

### 3.4 Ontwikkeling bedrijfswaarde

#### Berekening van de verandering in de bedrijfswaarde naar oorzaak

Over het verslagjaar 2001 heeft het Fonds een berekening gemaakt van de mutatie in de bedrijfswaarde ten opzichte van vorig jaar, gespecificeerd naar oorzaak. In tabel 3.5 is deze weergegeven.

**Tabel 3.5: Mutatie in de bedrijfswaarde naar oorzaak (x € 1 miljoen)**

Bedrijfswaarde ultimo 2000	79.909
Rekenkundige ontwikkeling door te exploiteren woningen	-45
Effect voorraadmutaties	1.239
Effecten parameterwijzigingen door te exploiteren woningen	261
Effecten wijzigingen niveau's door te exploiteren woningen	-1.140
Overige mutaties en diversen	632
Bedrijfswaarde door te exploiteren woningen	77.039
Bedrijfswaarde overige eenheden	3.817
Bedrijfswaarde totaal ultimo 2001	80.856

Uit tabel 3.5 blijkt dat de rekenkundige ontwikkeling (de ontwikkeling als gevolg van het met een jaar opschuiven van de contante waardeberekening) van de bedrijfswaarde voor alle corporaties tezamen slechts gering is. Op zich is dit niet verwonderlijk gezien de gemiddelde ouderdom van het corporatiebezit. Per individuele corporatie kunnen echter grote verschillen bestaan, afhankelijk van de (gemiddelde) leeftijd van het bezit. De wijziging in de bedrijfswaarde als gevolg van parameterwijzigingen is eveneens per saldo relatief gering.

De grootste fluctuatie in de bedrijfswaarde wordt veroorzaakt door voorraadmutaties en wijzigingen in de aan de berekeningen ten grondslag liggende niveaus van huren en lasten. De toename als gevolg van de voorraadmutaties (saldo van onder meer nieuwbouw, verbetering en verkopen) wordt gecompenseerd door een daling van de bedrijfswaarde als gevolg van een wijziging van de niveaus van huren en lasten. Het betreft met name een stijging van de aan de berekeningen ten grondslag liggende onderhoudskosten en in mindere mate aan de overige exploitatielasten.

In Bijlage 4 is toegelicht op welke wijze de berekeningen zijn gemaakt.

#### Ontwikkeling bedrijfswaarde, materiële vaste activa in exploitatie en surplus

Het financiële oordeel strekt zich uit over een periode van vijf jaar. Het Fonds wenst daarom inzicht te hebben in de ontwikkeling van de bedrijfswaarde en de materiële vaste activa en het daaruit voortvloeiende surplus over deze periode. Omdat die informatie niet van corporaties wordt gevraagd, worden normatieve berekeningen gemaakt. In tabel 3.6 zijn de ontwikkeling van de bedrijfswaarde, de materiële vaste activa in exploitatie en het surplus volgens deze berekeningen weergegeven.

**Tabel 3.6: Prognose ontwikkeling materiële vaste activa in exploitatie, bedrijfswaarde en surplus 2001 tot en met 2006 (x € 1 miljoen)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Aantal woningen (totaal)	2.440.460	2.429.333	2.422.571	2.420.856	2.410.570	2.402.555
<b>Materiële vaste activa in exploitatie</b>						
Per 1 januari		66.021	66.624	67.705	69.768	70.825
Afschrijvingen		-1.262	-1.314	-1.362	-1.408	-1.452
Voorraadmutaties		1.865	2.395	3.425	2.465	2.174
Per 31 december	<b>66.021</b>	<b>66.624</b>	<b>67.705</b>	<b>69.768</b>	<b>70.825</b>	<b>71.547</b>
<b>Bedrijfswaarde</b>						
Per 1 januari		79.396	80.904	82.558	84.935	86.637
Rekenkundige ontwikkeling		-93	-184	-262	-350	-451
Voorraadmutaties		1.517	1.647	2.455	1.790	1.554
Overige factoren		85	191	184	262	257
Per 31 december	<b>79.396</b>	<b>80.905</b>	<b>82.559</b>	<b>84.936</b>	<b>86.638</b>	<b>87.998</b>
<b>Surplus</b>	<b>13.375</b>	<b>14.281</b>	<b>14.854</b>	<b>15.168</b>	<b>15.813</b>	<b>16.451</b>
Idem per woning (totaal) in €	5.480	5.878	6.131	6.256	6.559	6.847
Effect voorraadmutaties		-349	-748	-970	-675	-620

N.B. Het surplus zoals dat in zeef 1 gebruikt wordt is iets lager vanwege aftopping voor (individueel) te hoge waarden

Zoals uit tabel 3.6 blijkt, groeit per saldo het surplus voornamelijk door de afschrijvingen (bij de bedrijfswaardenbenadering wordt geen rekening gehouden met op basis van historische kostprijs bepaalde afschrijvingen; hier komt de rekenkundige ontwikkeling voor in de plaats). De rekenkundige ontwikkeling van de bedrijfswaarde is gemiddeld toenemend negatief.

Tussen de door de corporaties opgegeven geactiveerde bedragen en de opgegeven voorraadmutaties in aantallen kan niet per jaar een één-op-één-relatie worden gelegd. Daarom worden de door de corporaties opgegeven aantallen c.q. geactiveerde bedragen voor de eerstvolgende vijf jaar gesommeerd en wordt vervolgens een op basis van de aantallen gerelateerd verloop van de materiële vaste activa in exploitatie berekend. Op basis van de uitsplitsing van de wijzigingen in de bedrijfswaarde naar oorzaken, wordt ook een prognose van het verloop van de bedrijfswaarde gemaakt voor de eerstvolgende vijf jaar. Ook bij de bedrijfswaarde dient rekening gehouden te worden met voorraadmutaties. Op basis van algemeen gemiddelde uitgangspunten wordt een normatieve ontwikkeling van deze mutaties berekend.

Uit tabel 3.6 blijkt dat de voorraadmutaties met betrekking tot de materiële vaste activa hoger liggen dan deze mutaties bij de bedrijfswaarde. Corporaties activeren blijkbaar hogere bedragen dan op grond van een berekening op project- c.q. complexniveau rendabel zou zijn. Men doet dit door bij de verschillende berekeningen van andere uitgangspunten uit te gaan of een breder complexbegrip toe te passen. Dit blijkt ook uit het vorig jaar gehouden onderzoek naar het financieel gedrag van corporaties.

Over het verslagjaar 2001 is hiermee een indicatie van de activering van mogelijk onrendabele delen van de investeringen in beeld gebracht. Per saldo laat daardoor de ontwikkeling van het surplus, en daarmee de gecorrigeerde vermogenspositie, voor de eerstkomende vijf jaar een iets minder stijgend verloop zien dan vorig jaar nog werd aangenomen. De prognose heeft daarmee aan realiteitswaarde gewonnen.

# 4. ONRENDABELE TOP EN BEDRIJFSWAARDE

## 4. Onrendabele top en bedrijfswaarde

30

Bij het nemen van investeringsbeslissingen spelen dezelfde elementen een rol als bij het waarderings- en rendementsvraagstuk. In de volkshuisvestingsector gaat het dan om de berekening van de onrendabele top van de investering. Onder een onrendabele top wordt verstaan het deel van de investering dat op basis van de huidige inzichten en verwachtingen niet wordt terugverdiend. De onrendabele top bij de nieuwbouw van huurwoningen loopt tussen corporaties sterk uiteen. Uit het in 2002 uitgevoerde onderzoek naar het financiële gedrag van corporaties blijkt dat dit onder andere wordt veroorzaakt door verschillen in de hoogte van de stichtingskosten, het huurniveau en de gehanteerde parameters. Het krijgen van een goed inzicht in de hoogte van de onrendabele top wordt echter verstoord doordat bij gecombineerde projecten, veelal in het kader van herstructurering, kosten en opbrengsten worden gesaldeerd. Zo wordt bijvoorbeeld de opbrengst van de verkoop van woningen in mindering gebracht op de onrendabele top van de nieuwbouwhuurwoningen. In de commerciële sector komt het begrip onrendabele top minder vaak voor. Presteert de corporatie, bedrijfseconomisch gezien, minder? In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de berekeningsmethoden en de factoren die de uitkomsten bepalen.

### 4.1 Verskil in benadering corporatie en commerciële verhuurder

---

De corporatie en de commerciële verhuurder benaderen het investeringsvraagstuk verschillend. Dit wordt veroorzaakt door het verschil in doelstelling waarvoor woningen worden gebouwd dan wel het bezit wordt aangehouden. Doelstelling van de corporatie is primair het zorgdragen voor de huisvesting van de doelgroepen van beleid. Bij de commerciële verhuurder gaat het primair om het behalen van een beleggingsrendement.

De commerciële verhuurder gaat uit van een relatief korte verhuurperiode en veronderstelt de woning na bijvoorbeeld 10-15 jaar te verkopen. Behalve met het resultaat uit de exploitatie (direct rendement) wordt dus ook rekening gehouden met de waardeontwikkeling van de woning (indirect rendement). Uitgaande van het investerings-, huur- en lastenniveau en de ontwikkeling daarvan, wordt het ingeschatte rendement van de investering berekend. Dit berekende rendementspercentage van het project wordt vervolgens afgezet tegen een door de belegger bepaald minimaal gewenst rendement. Dat het begrip onrendabele top bij commerciële verhuurders niet voorkomt, heeft - naast de uitgangspunten in de financiële analyse - te maken met een verschil in toetsingskader. Waar de commerciële verhuurder het rendement als beoordelingscriterium hanteert, wordt in de corporatiesector - bij een vooraf vastgesteld rendement - de berekende onrendabele top als beoordelingskader gehanteerd.

De corporatie gaat bij de financiële analyse van een nieuw te bouwen woning veelal uit van voortgezette verhuur voor de gehele verwachte levensduur. In die benadering worden, gegeven het investeringsniveau, de gewenste huurprijs (rekening houdend met het wettelijke kader) en een lange termijn rentepercentage, inschattingen gemaakt voor de huurontwikkeling, het niveau van de te verwachten kosten en de ontwikkeling van de diverse parameters. Het deel van de initiële investering dat, op basis van deze uitgangspunten, naar verwachting niet kan worden terugverdiend, wordt met onrendabele top aangeduid. Bedrijfseconomisch is de investering dus niet haalbaar. Indien realisatie vanuit volkshuisvestelijk oogpunt en vanuit de doelstelling van de corporatie wel gewenst is, zal de corporatie beoordelen of de vermogenspositie voldoende is om dit verwachte verlies te nemen. Is de financiële positie niet toereikend dan zal worden nagegaan of die positie kan worden versterkt door bijvoorbeeld verkoop van bestaande huurwoningen of het bouwen van koopwoningen. In de praktijk betrekken corporaties overigens steeds meer tussentijdse verkoop bij de investeringsbeslissing. Dit betekent dat de onrendabele top aanmerkelijk lager uitkomt.

Bij toepassing van dezelfde uitgangspunten en parameters in de berekening door corporatie en commerciële verhuurder, verschilt de financiële uitkomst van een nieuwbouwproject overigens niet. Of de uitkomst nu wordt gepresenteerd in een rendementscijfer of een onrendabel bedrag doet niet ter zake: het zijn twee kanten van dezelfde medaille.

Berekening bij aanvang van de exploitatie

Met een nieuw te bouwen woning is een investeringsuitgave gemoeid, waar verwachte huurinkomsten en exploitatie-uitgaven tegenover staan. De Contante Waarde-methode (CW-methode) is een algemeen geaccepteerde methode om de huidige waarde van deze toekomstige kasstromen te bepalen. Het principe van de CW-methode is gebaseerd op de rendementsberekening, waarbij rekening wordt gehouden met toekomstige kasstromen. Zo is een nieuwbouwinvestering financieel haalbaar als geldt dat de uitgave voor de investering ten hoogste gelijk is aan de contante waarde van de opbrengsten die ermee zijn gemoeid. Als de contante waarde van de toekomstige huurontvangsten, verminderd met de contante waarde van de exploitatie-uitgaven, ten minste gelijk is aan de investeringsuitgave, wordt voldaan aan de rendementseis en kan de woning worden gebouwd. De investering is dan rendabel. Is dat niet zo, dan is de investering, bij de gehanteerde rendementseis, bedrijfseconomisch niet haalbaar en is sprake van een onrendabele top.

Een voorbeeld:

- investering nieuwbouwwoning	€ 125.000,-
- aanvangshuur (€ 471,67 per maand)	€ 5.660,- per jaar
- huurderving	2% per jaar
- huurstijging	2,5% per jaar
- exploitatie-uitgaven (onderhoud, beheer, etc.)	€ 1.500,- per jaar
- stijging exploitatie-uitgaven	2,5% per jaar
- rendementseis	6,5% per jaar
- exploitatietermijn	50 jaar

De contante waarde van de exploitatieopbrengst bedraagt bij deze uitgangspunten € 85.250,-, dat wil zeggen dat wordt verwacht dat dit bedrag gedurende de exploitatietermijn van 50 jaar kan worden terugverdiend als op het vreemd of eigen vermogen een rendement van 6,5% moet worden betaald c.q. aan wordt toegerekend. Voor de corporatie is in het voorbeeld sprake van een onrendabele top van € 39.750,- (€ 125.000,- minus € 85.250,-), die direct ten laste wordt gebracht van het eigen vermogen.

Voor de commerciële belegger is niet de onrendabele top, maar het projectrendement de uitkomst van de berekening. Bij dezelfde uitgangspunten (zonder de rendementseis) van het voorbeeld levert de investering een projectrendement van 4,46% van de investering op. Bij dit rendement is de contante waarde van de netto exploitatieopbrengst gelijk aan de investering. Wordt het project uitgevoerd, dan wordt, als alle verwachtingen uitkomen, een beleggingsrendement van 4,46% behaald. Daar waar de corporatie de onrendabele top direct in het eerste jaar afboekt op het eigen vermogen en vervolgens 50 jaar een rendement (ten behoeve van de financieringslasten) van 6,5% realiseert, haalt de commerciële belegger een jaarlijks rendement van 4,46% en is ten opzichte van een rendementseis van 6,5% uiteindelijk sprake van hetzelfde verschil ter grootte van de onrendabele top, die echter gedurende de exploitatietermijn via het jaarresultaat ten laste van het eigen vermogen komt.

Berekening tijdens de exploitatie

Niet alleen bij nieuwbouw maar ook tijdens de exploitatieperiode krijgt de corporatie te maken met onrendabele top-berekeningen. In het kader van het voorraadbeleid en met de aanpak van de herstructurering zullen investeringsafwegingen moeten worden gemaakt. De benodigde berekeningen worden eveneens bepaald met behulp van de CW-methode. In de praktijk wordt dan veelal gesproken over de bedrijfswaarde. De berekening van de onrendabele top bij bijvoorbeeld de aanpak van een herstructureringswijk verschilt in principe niet van die van een complex nieuwbouwwoningen, zij het dat het nu gaat om een pakket van maatregelen die nauw met elkaar samenhangen. Daarbij gaat het om nieuwbouw, aankoop, verkoop, sloop en ingrepen zoals woningverbetering, samenvoeging of splitsing van woningen. De ene maatregel staat niet los van de ander.

Op grond van die samenhang dienen weliswaar onrendabele toppen te worden berekend per deelactiviteit, maar de financiële haalbaarheid wordt beoordeeld voor het geheel van maatregelen voor de wijk. Inzicht in de individuele onrendabele toppen is in de ontwikkelingsfase wel nodig om te kunnen beoordelen ten aanzien van welke activiteiten de maatregelen kunnen worden bijgesteld om het tekort van het gehele plan terug te kunnen brengen. Voor de beoordeling van de financiële haalbaarheid kunnen de deelresultaten derhalve worden gesaldeerd. In de verantwoording dienen deze echter wel afzonderlijk tot uitdrukking te worden gebracht.

### 4.3 Factoren van invloed op onrendabele top

---

De hoogte van de onrendabele top wordt, naast het wel of niet opnemen van tussentijdse verkoop, onder meer beïnvloed door de gehanteerde uitgangspunten en parameters. Hierbij gaat het niet alleen om het goed inschatten van de (aanvangs)niveaus van de verschillende uitgangspunten, maar ook om de inschatting van de parameters en de (externe) factoren die op langere termijn van invloed zijn. Vanuit de eigen specifieke situatie dienen daarom samenhangende keuzes te worden gemaakt ten aanzien van deze factoren en de risico's die de bedrijfswaarde c.q. de onrendabele top zo realistisch mogelijk bepalen. Hiernavolgend wordt ingegaan op een aantal factoren dat van invloed is op de uitkomsten van de onrendabele top c.q. de bedrijfswaarde. Daarbij worden op onderdelen indicaties gegeven van het financiële effect op de onrendabele top.

#### De investeringsuitgaven en (verkoop)opbrengsten

Voor de berekening van de bedrijfswaarde is een goede kwaliteit van de ramingen voor de investeringen dan wel de (verkoop)opbrengsten nodig. Bij de beoordeling van de uitkomst van de bedrijfswaarde is dit een belangrijk aandachtspunt. Bij bijvoorbeeld verkoop dient met name rekening te worden gehouden met de verkoopsnelheid, de verkoopwaarde en de verkoopkosten. De verkoopsnelheid heeft zowel te maken met de inschatting van het aantal direct te verkopen woningen (aan bijvoorbeeld de huidige huurders) als met het tempo waarin woningen vrijkomen bij mutatie, alsmede de ontwikkelingen op de koopmarkt. Op basis van taxaties en afhankelijk van de verkoopvorm kan de verkoopwaarde worden bepaald. Ook over de toekomstige ontwikkeling van de verkoopmogelijkheden en de verkoopwaarde zullen inschattingen moeten worden gemaakt. Omdat deze sterk afhankelijk zijn van macro-economische en demografische ontwikkelingen, zoals inkomensontwikkeling en woonvoorkeuren, is dit moeilijk te voorspellen. Bij de beoordeling van de geraamde verkoopaantallen en -opbrengsten is het dus van belang om na te gaan of deze realistisch c.q. niet te optimistisch zijn vastgesteld.

#### De exploitatie-inkomsten en -uitgaven

De huurontvangsten vormen de belangrijkste inkomstenbron bij de exploitatie. Bij een nieuwbouwwoning is het aanvangsniveau van de huur één van de belangrijkste factoren die de omvang van de bedrijfswaarde c.q. de onrendabele top bepaalt. In het in de vorige paragraaf opgenomen voorbeeld van een investering van € 125.000,- in een nieuwbouwwoning is, bij gelijke overige parameters, een circa € 155,- hoger aanvangshuurniveau (€ 626,- per maand in plaats van de veronderstelde € 472,-) nodig om de investering volledig rendabel te maken. Beoordeling van het, binnen de wettelijke en volkshuisvestelijk gewenste grenzen, op te nemen aanvangshuurniveau bij nieuwbouw, is dus uiterst relevant voor de beoordeling en bepaling van de onrendabele top.

Bij het door te exploiteren bezit wordt het huurbeleid tot uitdrukking gebracht in een gemiddeld huurstijgingspercentage voor het gehele bezit of een gedifferentieerd percentage per woningmarktcluster/complex, eventueel gecombineerd met extra huuropbrengsten bij mutatie.

Bij de bepaling van de onderhoudsuitgaven voor de onderscheiden portefeuilledelen, dient met de jaarlijkse werkelijke uitgaven voor onderhoud, waaronder te verstaan het dagelijks, planmatig en het groot onder-

houd, rekening te worden gehouden. De geraamde uitgaven zullen in de regel gebaseerd zijn op een meerjarenonderhoudsbegroting voor de resterende exploitatietermijn. Bij voorgenomen verkoop, sloop of extra investeringen, dient uiteraard met het financiële effect hiervan op de onderhoudsuitgaven rekening te worden gehouden.

Het niveau van de exploitatie-uitgaven is van belangrijke invloed op de onrendabele top. Een verhoging met € 100,- per jaar leidt in het cijfervoorbeeld in de vorige paragraaf tot een hogere onrendabele top van € 2.132,-.

Ten aanzien van de in de bedrijfswaardeberekening op te nemen parameters (huurstijgings- en kostenstijgingspercentages) is het gebruikelijk deze na een beperkt aantal jaren als vast op te nemen. Daarbij is met name de keuze van het reële rendement, het verschil in de rendementseis/disconteringsvoet en de stijgingspercentages, van betekenis voor de hoogte van de bedrijfswaarde c.q. de onrendabele top.

#### De (restant) levensduur

De verwachte economische levensduur wordt in de corporatiesector veelal gelijk gesteld aan 50 jaar. In geval van (voortijdige) sloop, verkoop en ingrijpende verbeteringsinvesteringen is een nieuwe inschatting van de restant levensduur noodzakelijk. Overigens geldt dit ook voor het door te exploiteren bezit, wanneer er twijfel is of de huidige restant levensduur, gezien bijvoorbeeld de marktpositie van het bezit, haalbaar is. Levensduurverlenging c.q. -verkorting heeft een sterke invloed op de bedrijfswaarde en dient daarom zowel in de analyse als in de beoordeling van de bedrijfswaarde een prominente plaats te krijgen. Een verkorting van de levensduur met vijf jaar leidt in het cijfervoorbeeld in de vorige paragraaf tot een hogere onrendabele top van € 3.111,-.

#### De restwaarde

De invloed van een eventuele restwaarde op de hoogte van de onrendabele top is sterk afhankelijk van de veronderstelde resterende levensduur. Hoe korter de beschouwde toekomstige periode, hoe zwaarder de invloed op de onrendabele top. Bij een sloopproject wordt de restwaarde in principe bepaald door de actuele grondwaarde c.q. inbrengwaarde van de grond bij nieuwbouw gecorrigeerd voor de sloopkosten. Bij een nieuwbouwproject kan met de restwaarde in het vijftigste jaar rekening worden gehouden door de huidige grondwaarde (rekening houdend met sloopkosten en het gehanteerde inflatiepercentage als aan de grond geen reële waardeontwikkeling wordt toegerekend) in het vijftigste jaar in de bedrijfswaardeberekening in te brengen. In contante waarde resteert dan een vrijwel te verwaarlozen deel van de huidige grondwaarde.

#### De rendementseis c.q. disconteringsvoet

Het gewenste rendement moet door de corporatie vooraf worden vastgesteld. Dit rendement dient ter dekking van de gemiddelde financieringslasten over het aan te trekken vreemd en eventueel ingebrachte eigen vermogen. Vaak wordt als gewenst rendement het momenteel in de sector gebruikelijke percentage van 6,5% genomen, als indicatie van het te verwachten rentepercentage dat gemiddeld op lange termijn voor leningen op de kapitaalmarkt moet worden betaald. Wanneer de investering echter meer risico in zich houdt, ligt het voor de hand een hoger rendement vast te stellen.

Het hanteren van een rendementseis, afgeleid van het huidige (lage) rentepercentage voor leningen op de kapitaalmarkt, is niet verstandig. In de rendementseis dient het langetermijnrentepercentage tot uitdrukking te worden gebracht. Daarbij kan eventueel rekening worden gehouden met de duur van de rentevastperiode van de aan te trekken lening.

#### Het schaalniveau en de timing

De bedrijfswaarde kan op verschillende schaalniveau's worden berekend, variërend van het totale woningbezit tot de individuele woning. In de praktijk wordt de bedrijfswaarde berekend per complex, de woningen die als één geheel beschouwd kunnen worden op basis van een aantal gemeenschappelijke kenmerken zoals geografische ligging, bouwperiode en de marktvraag en waarvoor de corporatie een gelijk beleid ontwikkelt. Als binnen een bestaand complex een mix van maatregelen wordt overwogen, is het van belang de bedrijfswaarde afzonderlijk per maatregel te berekenen. Voor een inzichtelijke afweging is het van belang het financiële effect van de achterliggende maatregelen afzonderlijk op hun merites te beoordelen. Daarnaast is de inschatting van de timing van de uitgaven en (verkoop)opbrengsten van belang. Een combinatie van latere investeringsuitgaven en eerdere ontvangsten kan een belangrijk effect op de (samengestelde) bedrijfswaarde en onrendabele top hebben, omdat kasstromen in de eerste jaren in de contante waardeberekening een grotere invloed hebben dan de kasstromen in latere jaren.

#### De afweging van onzekerheden van toekomstberekeningen

De bedrijfswaarde heeft een prospectief karakter, omdat gerekend wordt met toekomstige, en dus onzekere, uitgangspunten, bedragen en stijgingspercentages. Naarmate de restant levensduur c.q. de looptijd van een project langer is, zullen de schattingen met meer onzekerheden zijn omgeven. Omdat de realisatie van de bedrijfswaarde onzeker is, zullen de werkelijke uitkomsten afwijken binnen een bandbreedte, met aan de bovenkant een (onwaarschijnlijke) optimistische uitkomst en aan de onderkant een (eveneens onwaarschijnlijke) pessimistische uitkomst. Het is van belang deze risico's in beeld te brengen door middel van bijvoorbeeld scenarioanalyses.

Voor het krijgen van inzicht in de door corporaties geleverde en te leveren financiële prestaties, kunnen kengetallen, die het rendement van activiteiten tot uitdrukking brengen, een belangrijke bijdrage leveren. Daarnaast kunnen deze getallen worden gebruikt om inzicht te krijgen in de doelmatigheid en efficiency van de sector. De rendementsbenadering kan eveneens een belangrijke bijdrage leveren aan het verkrijgen van een beter inzicht in de portefeuillewaardering.

Om de discussie over het rendement in de sociale huursector zuiver te kunnen voeren, is transparantie en duidelijkheid van de te hanteren begrippen gewenst. In de vastgoedsector worden vele begrippen gebruikt om het rendementsvraagstuk te benaderen<sup>1</sup>.

In dit hoofdstuk komt daarom eerst het begrippenkader aan de orde. De wijze waarop de commerciële marktpartijen (particuliere beheerder/belegger) het rendement benaderen, verschilt van die van de corporatiesector. Uit de gepresenteerde kenmerken blijken de essentiële verschillen. Daarmee wordt tevens de door het Fonds gemaakte keuze van de toe te passen rendementsbegrippen duidelijk gemaakt. De toepassing door het Fonds wordt vervolgens nader toegelicht, gevolgd door de cijfermatige vertaling in kengetallen op grond van de beschikbare BBSH-gegevens over het boekjaar 2001. Tenslotte wordt ingegaan op de recent gepubliceerde kengetallen van de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex.

## 5.1 Begrippenkader

---

### Toepassing Centraal Fonds

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

#### *Kapitaalrendement*

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

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

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

Bij het kapitaalrendement kan het direct en het indirect rendement worden onderscheiden. Bij vastgoedbeheer heeft het directe rendement betrekking op de feitelijke kasstromen in de beschouwde periode. Het indirecte rendement betreft de waardeontwikkeling van het betreffende vastgoed ten gevolge van algemene marktontwikkelingen en/of veranderde inzichten over de toekomstige kasstromen van het vastgoed. In bijlage 3 is een samenvattende toelichting met een vereenvoudigd cijfervoorbeeld opgenomen waarin de relatie tussen direct en indirect rendement is weergegeven met de bedrijfswaarde als grondslag.

---

<sup>1</sup> In het 'Vastgoedbeheer Lexicon' van prof. ir. W.G. Keeris MRICS, een uitgave waarin veel begrippen op het gebied van het vastgoedbeheer worden gedefinieerd en toegelicht, wordt veelvuldig in de toelichting op de begrippen 'het begrip is niet eenduidig gedefinieerd' vermeld.

### *Vermogensrendement*

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

### *Samenhang rendementen*

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

Niet uitgekomen verwachtingen kunnen invloed hebben op:

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

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

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

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

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

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

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

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

In formule-vorm ziet de samenhang er als volgt uit:

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

Een cijfervoorbeeld kan dit illustreren:

- discontovoet 6,5%, dus vermogensrendement vreemd vermogen is ook 6,5%
- bedrijfswaarde woningen 100
- verwacht rendement woningen 6,5%
- gerealiseerd rendement woningen 8,0%
- omvang eigen vermogen 20
- omvang schulden 80
- overige activa en passiva 0

Berekend kan worden dat het vermogensrendement eigen vermogen 14% is.

#### *Waardegrondslag*

Bij het vastgoedbeheer worden de resultaten afgezet tegen de waarde van het vastgoed. De keuze van de waardegrondslag heeft een belangrijke invloed op de uitkomst van het kengetal (waardering tegen historische kostprijs geeft een hoger rendementsgetal dan waardering op basis van bedrijfswaarde). De bedrijfswaarde wordt gedefinieerd als de waarde die de woningen op de woningmarkt hebben, op basis van doorexploitatie conform de doelstelling van de corporatie en het Besluit beheer sociale-huursector. De realiseerbaarheid van de waarde op basis van de individuele marktpositie van de corporatie is daarbij essentieel.

De rendementskengetallen voor het vastgoedbeheer worden gepresenteerd op portefeuilleniveau. Op grond van de over het boekjaar 2002 te ontvangen informatie zal worden beoordeeld of uitsplitsingen kunnen worden gemaakt van het corporatiebezit naar woningen, verzorgingshuizen en overige eenheden. Daarnaast kan een uitsplitsing naar sociale portefeuille, marktportefeuille en herontwikkelingsportefeuille (verkoop, sloop en ingrijpende verbetering) het inzicht verder verbeteren.

#### Toepassing commerciële marktpartijen

De wijze waarop commerciële marktpartijen het rendement tot uitdrukking brengen, verschilt van die van de corporatiesector. Het belangrijkste verschil ligt in de doelstelling en de randvoorwaarden waaronder het vastgoedbeheer mogelijk is. In tabel 5.1 is een aantal te onderkennen verschillen en overeenkomsten weergegeven.

**Tabel 5.1: Verschillen particuliere beheerder/belegger en corporatie**

<b>Particuliere beheerder/belegger</b>	<b>Corporatie</b>
<u>Doel:</u> het behalen van rendement	<u>Doel:</u> het verschaffen van huisvesting met name voor de doelgroep
<u>Randvoorwaarden:</u> BW en huurprijzenwet	<u>Randvoorwaarden:</u> BW, huurprijzenwet én BBSH
<u>Primaire activiteit:</u> verhuur en (onder de huidige marktomstandigheden) verkoop	<u>Primaire activiteit:</u> Verhuur Verkoop als 7 <sup>e</sup> prestatieveld
<u>Bijzonderheid:</u> vermijden van onrendabele investeringen	<u>Bijzonderheid:</u> doen van onrendabele investeringen
<u>Activawaardering:</u> uitpondwaarde	<u>Activawaardering:</u> Verhuurwaarde
<u>Samenstelling vermogen:</u> eigen vermogen en (eventueel) vreemd vermogen	<u>Samenstelling vermogen:</u> weinig (risicodragend) eigen vermogen en veel (niet risicodragend) vreemd vermogen
<u>Minimale omvang eigen vermogen:</u> niet van toepassing	<u>Minimale omvang eigen vermogen:</u> gericht op financiële continuïteit, bepaald door risicoprofiel
<u>Bepaling kapitaalrendement bestaande voorraad:</u> direct en indirect rendement	<u>Bepaling kapitaalrendement bestaande voorraad:</u> direct en indirect rendement
<u>Beoordeling kapitaalrendement:</u> realisatie dient minimaal conform aannames te zijn (beoordeling is nacalculatorisch van aard)	<u>Beoordeling kapitaalrendement:</u> realisatie dient conform aannames te zijn (beoordeling is nacalculatorisch van aard)
<u>Bepaling vermogensrendement (eigen vermogen):</u> gelijk aan bepaling kapitaalrendement	<u>Bepaling vermogensrendement (eigen vermogen)</u> <u>exclusief onrendabele investeringen:</u> kapitaalrendement minus rendement vreemd vermogen
	<u>Bepaling vermogensrendement inclusief onrendabele investeringen:</u> bovenstaand rendement minus onrendabele investeringen
<u>Bestemming vermogensrendement:</u> toevoeging aan eigen vermogen en uitkering aan vermogensverschaffers	<u>Bestemming vermogensrendement:</u> toevoeging aan eigen vermogen ten behoeve van aanwending volkshuisvesting
<u>Beoordeling vermogensrendement:</u> vergelijkbaar met alternatieve beleggingsmogelijkheden	<u>Beoordeling vermogensrendement:</u> voldoende voor handhaving financiële continuïteit
<u>Beoordeling (financiële) continuïteit:</u> voldoende vermogensrendement en liquiditeit	<u>Beoordeling (financiële) continuïteit:</u> handhaving minimale omvang eigen vermogen

Vanuit financieel oogpunt bezien is de primaire doelstelling van de corporatie het waarborgen van de financiële continuïteit. Het te behalen rendement komt op de tweede plaats. Is het vermogen onvoldoende om de continuïteit te waarborgen dan komt een rendementseis op de eerste plaats. In de commerciële sector komt het behalen van het rendement op de eerste plaats. In de wijze waarop het rendement wordt berekend komt dat ook tot uitdrukking. Daarvoor wordt veelal gebruik gemaakt van de Weighted Average Cost of Capital (WACC). Dit begrip kan worden beschouwd als de referentiewaarde voor het minimaal te behalen rendement, gelet op de dekking van de gemiddelde financieringslasten en het behoud van de waarde van het geïnvesteerde kapitaal in relatie tot de prijs- en welvaartsontwikkelingen<sup>2</sup>. Het op deze wijze bepaalde rendement dient dekking te geven aan de onderkende te lopen beleggingsrisico's. Om het risiconiveau voor vastgoedbeleggingen uit te drukken wordt als uitgangspunt het gunstigste percentage voor een alternatieve belegging genomen, dat vervolgens wordt verhoogd met enerzijds de aan de vastgoedmarkt, het betreffende marktsegment en aan die beleggingen toegekende risico's, respectievelijk het marktrisico en het objectrisico en anderzijds de ingeschatte ondernemingsrisico's. In bijlage 5 is een nadere uitwerking opgenomen van de wijze waarop de WACC wordt bepaald.

## 5.2 Uitwerking kapitaalrendement

### Direct rendement

In deze paragraaf wordt ingegaan op de (cijfermatige) uitwerking van het kapitaalrendement. De gepresenteerde kengetallen zijn gebaseerd op de Cijfermatige Kerngegevens van het verslagjaar 2001. In tabel 5.2 is de specificatie weergegeven van het resultaat (de teller voor het te berekenen rendementskengetal) verdeeld over de resultaatgebieden van enerzijds het vastgoedbeheer (Verhuur, Verkoop en Onrendabel) en anderzijds gesommeerd voor de overige activiteiten.

**Tabel 5.2: Specificatie resultaat per deelactiviteit (x € 1.000)**

	Verhuur	Verkoop	Onrendabel	Beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten	Totaal
<b>Bedrijfsopbrengsten</b>					
Huren	9.439.012				9.439.012
Vergoedingen	565.366				565.366
Overheidsbijdragen, vrijval egalisatierekening en verrekening DKPH	347.077				347.077
Overige bedrijfsopbrengsten				313.783	313.783
<b>Bedrijfslasten</b>					
Erfpacht, personele lasten, onderhoud en overig	5.352.601				5.352.601
Rentebaten				559.963	559.953
Overige financiële baten				93.394	93.394
Buitengewone baten uit verkoop		892.451		59.000	951.451
Onrendabele investeringen			-413.619		-413.619
Correctie geactiveerde investeringen			-276.924		-276.924
Overige buitengewone baten/lasten				167.686	167.686
<b>Totaal</b>	<b>4.998.854</b>	<b>892.451</b>	<b>-690.543</b>	<b>1.193.816</b>	<b>6.394.578</b>

De wijze waarop een aantal posten is toegerekend, is hiernavolgend toegelicht.

<sup>2</sup> Bron: Vastgoedbeheer Lexicon Prof. ir. W.G. Keeris MRICS

### *Verhuur*

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

### *Verkoop*

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

### *Onrendabel*

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

### *Beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten*

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

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

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

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

Het berekende resultaat uit verhuur wordt vervolgens gerelateerd aan de ongecorrigeerde bedrijfswaarde aan het begin van het verslagjaar, vermeerderd met de helft van de voorraadmutaties gedurende het verslagjaar (de noemerwaarde). Het Fonds heeft in het verslagjaar 2001 voor het eerst in de bedrijfswaarde een correctie aangebracht op basis van de aanvullend van corporaties ontvangen informatie. Ten behoeve van de berekening van het rendement is deze correctie eveneens toegepast op de bedrijfswaarde primo 2001. De gemiddelde ongecorrigeerde bedrijfswaarde bedraagt € 78,4 miljard + € 0,6 miljard = € 79 miljard.

Uit tabel 5.3 komt naar voren dat het resultaat, gerelateerd aan deze waarde, leidt tot een direct rendement in 2001 van 6,33%.

**Tabel 5.3: Specificatie direct rendement vastgoedbeheer (x € 1 miljard)**

	Verhuur	Verkoop	Onrendabel	Totaal
Resultaat	5,0	0,9	-0,7	5,2
Bedrijfswaarde	79,0	79,0	79,0	79,0
Rendement	6,3%	1,1%	-0,9%	6,5%

Verkoop leidt tot een verhoging en de onrendabele top van de investeringen leidt tot een vermindering van het rendement. Door verkoop stijgt het rendement met 1,13% en door de onrendabele investeringen daalt het met 0,87%. Het direct rendement uit verhuur, verkoop en onrendabel is over 2001 derhalve 6,59%.

#### Indirect rendement

De ontwikkeling van de bedrijfswaarde bepaalt de omvang van het indirect rendement. De ontwikkeling wordt veroorzaakt door voorraadmutaties, de rekenkundige ontwikkeling, parameterwijzigingen en veranderingen in huur- en lastenniveaus.

De rekenkundige ontwikkeling betreft het financiële effect van het met een jaar opschuiven van de berekening van de bedrijfswaarde. Het aanvangsniveau van de huren en de lasten schuift eveneens een jaar op, terwijl het aantal jaren waarover de opbrengsten en lasten worden berekend met een jaar afneemt.

Daarnaast wordt de huur- en lastenkasstroom met een jaar bekort. Afhankelijk van de exploitatiefase waarin een complex woningen zich bevindt, kan dit tot een groei of daling van de bedrijfswaarde leiden. In bijlage 3 is de relatie tussen de bedrijfswaarde en het direct en indirect rendement uiteengezet. De disconteringsfactor is van grote invloed op de hoogte van de bedrijfswaarde. Het Fonds gebruikt een disconteringsvoet van 6,5% die is afgeleid van de verwachtingen met betrekking tot de kapitaalmarktrente voor de lange termijn. Bij de bepaling van de disconteringsvoet wordt derhalve geen rekening gehouden met de elementen die in de bepaling van de WACC zijn opgenomen.

Veronderstellingen met betrekking tot huur- en lastenstijgingen kunnen mede als gevolg van marktveranderingen wijzigen, evenals de verwachting ten aanzien van de restant exploitatieduur. Dit levert een positieve of negatieve bijdrage aan het indirect rendement. In het verslagjaar kunnen de huren en lasten zich anders hebben ontwikkeld dan in de bedrijfswaardeberekening van het voorgaande jaar was vastgelegd. Een snellere of langzamere stijging heeft een doorwerking in de kasstroom voor de resterende exploitatieperiode. Contant gemaakt tegen het gehanteerde disconteringspercentage heeft dit effect op het indirect rendement.

Het indirect rendement is gebaseerd op de verandering in de bedrijfswaarde van de gehele portefeuille gedurende een jaar, rekening houdend met de (des)investeringen.

**Tabel 5.4: Ontwikkeling bedrijfswaarde 2001 (x 1 € miljoen)**

Rekenkundige ontwikkeling bedrijfswaarde	-45
Waardeontwikkeling op grond van andere marktverwachtingen en beleidskeuzes	-233
<b>Totaal</b>	<b>-278</b>

Uit tabel 5.4 blijkt dat de ontwikkeling van de bedrijfswaarde in 2001 negatief is. Naast het effect van de rekenkundige ontwikkeling (het met een jaar opschuiven van de berekening leidt niet langer tot een groei in waarde omdat de gemiddelde restant levensduur voorbij het omslagpunt is), leiden aanpassingen in de parameters en een hoger lastenniveau tot een daling. Afgezet tegen de gemiddelde bedrijfswaarde geeft dit een rendement van negatief 0,35% zoals uit tabel 5.5 blijkt.

**Tabel 5.5: Indirect rendement verhuur (x € 1 miljard)**

Verandering bedrijfswaarde	-0,3
Bedrijfswaarde	79,0
Indirect rendement	-0,4%

**Totaal kapitaalrendement**

Gesommeerd is het totaal kapitaalrendement op de verhuuractiviteit van de vastgoedexploitatie in tabel 5.6 weergegeven.

**Tabel 5.6: Totaal kapitaalrendement verhuur (in procenten)**

Direct rendement verhuur	6,3
Direct rendement verkoop en onrendabel	0,2
Indirect rendement	-0,4
<b>Totaal rendement</b>	<b>6,1</b>

Het totaalrendement exclusief verkoop en onrendabel is 5,98%. Indien de verwachtingen van de voorcalculatie in de nacalculatie worden gerealiseerd, zou een percentage van 6,5%, gelijk aan de discontovoet, verwacht mogen worden. De afwijking heeft betrekking op zowel het direct als het indirect rendement. Voorcalculatorisch is het direct rendement 6,56% en het indirect rendement 0,06% negatief. De afwijking kan deels worden verklaard door de uitsplitsing van de Winst- en Verliesrekening naar de verschillende activiteiten die, in verband met het ontbreken van gespecificeerde informatie, door het Fonds is berekend. Daarnaast speelt het verschil tussen voor- en nacalculatie een rol.

Het resultaat op de vastgoedexploitatie (exclusief verkoop en onrendabel) en de beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten bedraagt € 5,9 miljard. De hiermee gemoeide activawaarde bedraagt € 90 miljard. Het rendement is derhalve 6,57%. Het resultaat inclusief verkoop en onrendabel bedraagt € 6,1 miljard, een rendement van 6,80%.

### 5.3 Uitwerking vermogensrendement

---

Bij de bepaling van het vermogensrendement hanteert het Fonds het ongecorrigeerd weerstandsvermogen als eigen vermogensbegrip. Voor het Fonds zijn zowel het kapitaalrendement als het vermogensrendement van groot belang. Het kapitaalrendement kan met name worden gebruikt om in beeld te brengen of de verwachtingen met betrekking tot de exploitatie van de vastgoedportefeuille worden gerealiseerd. Het vermogensrendement is een maatstaf om te kunnen beoordelen of het kapitaalrendement voldoende is om de kosten van het vreemd vermogen op te vangen. Het rendement op het weerstandsvermogen kan worden gebruikt om te toetsen of de vermogensdoelstelling die voor het weerstandsvermogen is vastgelegd, wordt gerealiseerd. Deze doelstelling is verbonden met de na te streven omvang van het weerstandsvermogen. Deze taakstelling zal sterk worden beïnvloed door de minimaal noodzakelijke omvang die vanuit het oogpunt van financiële continuïteit wenselijk is. Het rendement op het weerstandsvermogen is geen bruikbare maat om vast te stellen hoe een corporatie presteert. Op basis van een analyse van de samenstellende delen (kapitaalrendement en rendement op vreemd vermogen) kan hier meer over worden gezegd. Zonder uitsplitsing bestaat het gevaar dat oplossingen worden gekozen voor het verkeerde probleem. Het rendement op het vreemd vermogen kan bijvoorbeeld een zware druk leggen op een op zichzelf goede portefeuille, maar ook maskeren dat de portefeuille relatief slecht rendeert.

De lasten en de nominale waarde van de leningen zijn uit de Winst- en Verliesrekening en de Balans afgeleid. Het indirecte rendement op de leningenportefeuille is bepaald door het verschil in rentabiliteitswaardecorrectie op de leningenportefeuille van 2000 en 2001.

De correctie vindt plaats door de kasstromen, die voortvloeien uit de portefeuille, te disconteren tegen hetzelfde percentage als dat waarmee de bedrijfswaarde wordt bepaald. Het verschil in het percentage van de leningenportefeuille en het disconteringspercentage en het vervalschema van de leningen bepaalt de omvang van de rentabiliteitswaardecorrectie. De correctie was in 2000 negatief en is in 2001 omgeslagen naar positief. De verandering van de rentestructuur van de portefeuille en de gunstige kapitaalmarkt komt hierin tot uitdrukking.

**Tabel 5.7: Samenstelling rendement vreemd vermogen (x € 1 miljard)**

	Direct	Indirect	Totaal
Lasten leningen	4,6	-0,7	3,9
Waarde leningen	60,8	60,8	60,8
In procenten	7,6	-1,1	6,5

Het indirect rendement is de resultante van het verschil in rentabiliteitswaardecorrectie tussen 2001 en 2000. In 2001 is de methode van berekening van de rentabiliteitswaardecorrectie verbeterd. Ten behoeve van de rendementsberekening is deze berekeningswijze ook toegepast op de cijfers van 2000. Voor de rendementsberekening dienen de grondslagen voor beide jaren immers identiek te zijn.

Het kapitaalrendement minus het rendement op vreemd vermogen zou moeten overeenkomen met de groei van het ongecorrigeerd weerstandsvermogen. Door het groot aantal boekhoudkundige correcties in het verslagjaar, de vertaalslag van de waarderingsgrondslag historische kostprijs naar bedrijfswaarde en het hanteren van een breed vermogensbegrip, sluiten de berekeningen echter niet volledig op elkaar aan. Als noemerwaarde voor de rendementsberekening wordt de gemiddelde omvang van het ongecorrigeerd weerstandsvermogen in 2001 gehanteerd. Het gecorrigeerd weerstandsvermogen wordt daartoe aangepast. In de eerste plaats is de aftrek voor onzekerheid bij de berekening van de bedrijfswaarde achterwege gelaten. In de tweede plaats is met de neerwaartse correctie in de bedrijfswaarde per 1 januari 2001 het weerstandsvermogen aangepast.

Met het kapitaalrendement en het rendement op vreemd vermogen, kan het rendement op het eigen vermogen worden berekend. In tabel 5.8 zijn de rendementen weergegeven voor verschillende deelactiviteiten. Door de activiteiten verkoop en onrendabel afzonderlijk toe te voegen, is de bijdrage die deze activiteiten aan het rendement leveren inzichtelijk gemaakt. Tabel 5.8 laat zien dat indien de corporaties geen verkoop en onrendabele investeringen hadden gedaan, het rendement 7,52% zou zijn geweest. Als gevolg van verkoop en onrendabele investeringen komt het rendement uit op 8,27%. Geen verkoop maar wel onrendabele investeringen zou nog steeds een positief resultaat hebben opgeleverd. Het rendement zou dan zijn gedaald naar 5,26%.

**Tabel 5.8: Rendement eigen vermogen (x € 1 miljard)**

	Verhuur en beleggingen	Verhuur, beleggingen en verkoop	Verhuur, beleggingen, verkoop en onrendabel
Totaal netto opbrengsten	2,0	2,8	2,2
Weerstandsvermogen	26,6	26,6	26,6
Rendement	7,5%	10,5%	8,3%

De hefboomwerking komt in de cijfers goed tot uitdrukking. Het kapitaalrendement op verhuur, beleggingen, projectontwikkeling en overige activiteiten tezamen is 6,80%, terwijl het rendement op vreemd vermogen (inclusief het indirect rendement) 6,25% is. Door verschillen in de noemerwaarde leidt dit tot een hoger rendementspercentage op het weerstandsvermogen.

#### Achtergrond en opzet

De belangrijkste drijfveer voor de ontwikkeling van de Aedex-index is het vergroten van de transparantie in de corporatiesector en daarmee het verbeteren van de wijze waarop verantwoording kan worden afgelegd over het maatschappelijk functioneren van corporaties. Het doel van de index is dat een vergelijking met zowel collega-corporaties als marktpartijen mogelijk wordt. Hiertoe worden resultaten berekend die het gevolg zijn van zowel het gevoerde beleid als de resultaten die zouden optreden wanneer een corporatie als marktpartij zou optreden.

De vastgoedportefeuille wordt onderscheiden in segmenten waarbij rekening wordt gehouden met type woning, ouderdom en locatie. Daarnaast is de portefeuille verdeeld in een primair maatschappelijk deel, een niet-primair maatschappelijk deel en een portefeuille zonder duiding. Dit onderscheid is van belang omdat voor het primair maatschappelijk deel een afwijking van het geschatte commercieel rendement kan worden verbonden aan het maatschappelijk optreden van een corporatie. In taxatieprotocollen heeft Aedex vastgelegd hoe corporaties te werk moeten gaan om de marktwaarde te bepalen. Voor de bepaling van de waardeontwikkeling zijn de leegwaarde, de mutatiegraad, de wettelijke mogelijkheden voor huurverhoging, de discontofactor en de exityield het meest bepalend.

Vergelijking van de elementen die bepalend zijn voor de berekening van de bedrijfswaarde en de waarde in verhuurde staat laat zien dat de leegwaarde en de exityield niet in de bedrijfswaarde worden meegenomen. Voor de bepaling van de waarde in verhuurde staat wordt geen rekening gehouden met het huurbeleid van de corporatie. Daarnaast zijn de grondslagen, waarvan de disconteringsfactor wordt afgeleid, verschillend. Ontwikkelingen in de koopmarkt werken in de bedrijfswaarde niet rechtstreeks door. De marktwaarde in verhuurde staat kent een directe afhankelijkheid van ontwikkelingen in de koopmarkt. De huurontwikkeling als belangrijke variabele is in de marktwaardeberekening alleen afhankelijk van het verschil tussen de markthuurlen en de feitelijke huur en de mogelijkheden die het rijksbeleid in deze biedt.

De verschillen hangen voor een belangrijk deel samen met de verschillende doelstellingen. Centraal in het waardebegrip van het Fonds staat de realiseerbaarheid van de waarde. De waarde die het Fonds vaststelt, wordt immers gebruikt om te toetsen of de financiële continuïteit is gewaarborgd. In de Aedex-index staat de vergelijkbaarheid voorop tussen enerzijds corporaties onderling en anderzijds corporaties en marktpartijen.

Voor de berekening van het direct rendement worden bij de Aedex-index twee resultaten berekend. De eerste betreft het resultaat dat voortvloeit uit de gerealiseerde huur minus de variabele lasten. In de tweede berekening wordt getracht dit resultaat te abstraheren van het volkshuisvestelijk handelen van de corporatie. Twee elementen staan hierbij centraal. Indien de feitelijke huur lager is dan de vastgestelde markthuurlen wordt de laatste toegepast. Daarnaast wordt nagegaan of er onder de lasten elementen zijn besloten die voor een marktpartij niet relevant zijn. De uitgaven van corporaties in het kader van de leefbaarheid zijn goede voorbeelden van de posten die worden geëlimineerd. Met het eerstgenoemde resultaat wordt het 'bruto rendement' berekend, met het tweede het 'geschatte commercieel rendement'. Met het bruto rendement kan vergelijking plaatsvinden met collega-corporaties. Het geschatte commercieel rendement kan ook worden vergeleken met marktpartijen. Een aandachtspunt in de vergelijking met marktpartijen is dat het bij marktpartijen gaat om het gerealiseerde rendement, terwijl het bij corporaties gaat om het geschatte commercieel rendement. De onvermijdelijke spanning die er bij marktpartijen bestaat tussen markt- en contracthuren is in de index niet geproblematiseerd. Strikt genomen zou bij corporaties bij alleen de primair maatschappelijke portefeuille naar het geschatte commercieel rendement gekeken kunnen worden. De niet-primair maatschappelijke portefeuille zou in beginsel op basis van het feitelijk gerealiseerde rendement kunnen worden vergeleken. De maatschappelijke inzet van corporaties, het beleidseffect, kan worden afgeleid uit het verschil tussen het geschatte commercieel rendement en het bruto rendement.

### Gepresenteerde cijfers over 2001

Van de 20 deelnemende corporaties in 2001, met in totaal 322.000 verhuureenheden, zijn de volgende cijfers door Aedex gepresenteerd.

**Tabel 5.9 Direct rendement en beleidseffect in 2001 (in procenten)**

	Bruto rendement	Geschat commercieel rendement	Beleidseffect
Primair maatschappelijke portefeuille	3,0	4,9	1,9
Niet-primair maatschappelijke portefeuille	3,0	4,4	1,5

Het indirect rendement van de deelnemende corporaties is 1,3%. Gesommeerd met het totale bruto rendement van 3% (gemiddelde van 2,9% en 3,4%) komt het totale rendement daarmee uit op 4,3%. Het netto totaalrendement voor het vastgoed dat het gehele jaar in portefeuille is gehouden is 3,9%. Het verschil van 0,4% negatief wordt door Aedex verklaard door activiteiten die niet direct aan het beheer van het vastgoed in portefeuille zijn toe te schrijven.

### Vergelijking rendementscijfers Aedex/IPD en Centraal Fonds

Om meerdere redenen zijn de rendementscijfers niet vergelijkbaar. Behalve het feit dat de cijfers van het Fonds zijn gebaseerd op alle corporaties en de Aedex-index op 20 corporaties, heeft het belangrijkste verschil betrekking op het gehanteerde waardebegrip. Het Fonds relateert het resultaat aan de bedrijfswaarde op basis van doorexplotatie en Aedex hanteert de marktwaarde in verhuurde staat (uitpondwaarde). Vooralsnog heeft het Fonds geen uitwerking gegeven aan het afzonderlijk tot uitdrukking brengen van de financiële effecten van het maatschappelijk handelen van corporaties. In het vervolg wordt de vergelijking beperkt door alleen te kijken naar het bruto rendement in de Aedex-index, en het indirect rendement in dezelfde index.

Het resultaat ten behoeve van de berekening van het direct bruto rendement moet in beide benaderingen in principe overeenkomen. Het Fonds berekent het direct rendement op basis van de cijfers van alle corporaties, terwijl de Aedex-index betrekking heeft op 20 corporaties met 332.000 eenheden. In tabel 5.10 is op basis van het resultaat van Aedex het direct rendement weergegeven zowel op grond van de door Aedex berekende markthuurwaarde als op grond van de door het Fonds berekende gemiddelde bedrijfswaarde voor de gehele sector. Ter vergelijking is het direct rendement weergegeven dat het Fonds voor de sector heeft berekend. Uit de tabel blijkt dat de rendementen in relatie tot de gemiddelde bedrijfswaarde nauwelijks verschillen.

**Tabel 5.10: Direct rendement op basis van bedrijfswaarde (in procenten)**

	Aedex-index	Centraal Fonds
Markthuurwaarde	3,00	-
Bedrijfswaarde	6,29	6,33

### Beoordeling

Met de Aedex-index wordt een bijdrage geleverd aan het inzichtelijk maken van het presteren van corporaties. Daarnaast is de index van belang voor vergelijking tussen corporaties. De vergelijkbaarheid met marktpartijen door het presenteren van het geschatte commercieel rendement is zinvol om een benadering te krijgen van maatschappelijke prestaties.

Echter indien de index wordt gebruikt om een beeld te geven van de marktwaarde van de corporatieportefeuille, ontstaat het gevaar van een verkeerd financieel beeld van de corporatiesector. Het is een fictie dat de waarde die op grond van de Aedex-index wordt bepaald daadwerkelijk kan worden gerealiseerd voor de woningen die in de index zijn opgenomen. Gelet op de sociale doelstelling van corporaties is totale verkoop geen reële veronderstelling. De waarde kan slechts worden gerealiseerd voor zover verkoop van woningen ook daadwerkelijk kan worden gerealiseerd en past binnen het corporatiebeleid.

De bedrijfswaarde van het bezit van corporaties wordt bij de uitvoering van alle taken van het Fonds toegepast: het financiële toezicht, de sanering van financieel zwakke corporaties, het toekennen van projectsteun en het geven van een financieel beeld van de sector. In het kader van het financieel toezicht is het weerstandsvermogen, gebaseerd op waardering van het corporatiebezit tegen bedrijfswaarde, grondslag voor de beoordeling van corporaties (het gecorrigeerd weerstandsvermogen). Voor het bepalen van de omvang van benodigde saneringssteun wordt de totale opbrengstpotentie van de corporatie berekend. Voor het door te exploiteren bezit wordt daarbij uitgegaan van de bedrijfswaarde. Om voor projectsteun in aanmerking te komen geldt als criterium dat, als gevolg van de uitvoering van een project, het gecorrigeerd weerstandsvermogen van de corporatie daalt onder het noodzakelijk weerstandsvermogen (op grond van het risicoprofiel). Het inzicht in de financiële positie van de sector als geheel presenteert het Fonds in zijn rapportages eveneens met het gecorrigeerd weerstandsvermogen.

In deze bijlage worden op de belangrijkste aspecten weergegeven van de toepassing van de bedrijfswaarde bij het financiële toezicht, de sanering en de projectsteun.

## Financieel toezicht

---

Tot de wijziging van de Woningwet in november 2001 was de financiële toezichtstaak van het Fonds gekoppeld aan de saneringstaak. Het Fonds heeft een beoordelingsmodel ontwikkeld dat fungeert als early-warning systematiek. Op grond van dit model wordt gesignaleerd of een corporatie binnen een periode van vijf jaar een beroep op saneringssteun van het Fonds gaat doen. Met de toepassing van deze systematiek kan het Fonds tijdig de Minister van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer adviseren, die, zonodig vanuit zijn verantwoordelijkheid, een bijstelling van het corporatiebeleid kan afdwingen waardoor sanering kan worden voorkomen.

De beoordelingsmethodiek berust op twee pijlers: de beoordeling van de waardering van het bezit en een risicoanalyse. Eerstgenoemd punt komt tot uitdrukking in de berekening van het gecorrigeerd weerstandsvermogen, het tweede punt in het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen. Toetsing van het gecorrigeerd aan het minimaal noodzakelijk vermogen kan leiden tot selectie voor door het Fonds uit te voeren nader onderzoek. De waardebepaling van het bezit van een corporatie is van belangrijke betekenis voor de uiteindelijke bepaling van de vermogenspositie van een corporatie. De beoordeling van de wijze van waardering van het bezit neemt daarom een centrale plaats in bij de financiële beoordeling. Het Centraal Fonds hanteert in dit kader twee begrippen: het gepresenteerd weerstandsvermogen en het gecorrigeerd weerstandsvermogen.

### Gepresenteerd weerstandsvermogen

Om te bewerkstelligen dat de financiële positie van elke corporatie vanuit de statutaire jaarrekening zoveel mogelijk eenduidig wordt vastgesteld, heeft het Fonds als vertrekpunt voor de beoordeling, gekozen voor een ruim vermogensbegrip: het gepresenteerd weerstandsvermogen. Het gepresenteerd weerstandsvermogen wordt bepaald door het eigen vermogen te verhogen met de egalisatierekening, alsmede de voorzieningen en te verminderen met de immateriële vaste activa (bijvoorbeeld geactiveerde tekorten DKP) en een herwaarderingsreserve.

Tien corporaties waarden in het boekjaar 2001 het bezit in de statutaire jaarrekening op bedrijfswaarde. Bij deze corporaties wordt het verschil tussen een waardering op basis van bedrijfswaarde en historische kostprijs (de herwaarderingsreserve) in mindering gebracht op het eigen vermogen. Hiermee wordt het gepresenteerd weerstandsvermogen voor alle corporaties op gelijke wijze vastgesteld op basis van de waardering van het bezit op historische kostprijs.

### Gecorrigeerd weerstandsvermogen

Bij de beoordeling van de financiële positie van de corporatie wordt vervolgens de bedrijfswaarde betrokken. De financiële mogelijkheden van corporaties worden voor het grootste deel bepaald door de opbrengst die zij kunnen genereren met de voortgezette exploitatie van hun woningbezit. Het gepresenteerd weerstandsvermogen conform de laatste jaarrekening van de corporatie brengt dit opbrengstpotentieel onvoldoende in beeld. De bedrijfswaarde laat het opbrengstpotentieel, ofwel de verdien capaciteit van het bezit, zien op lange termijn. De bedrijfswaarde is gelijk aan de contante waarde van de toekomstige inkomsten verminderd met de contante waarde van de toekomstige uitgaven over de restant levensduur van het bezit. Op basis van de door de corporatie verstrekte bedrijfswaarde wordt onderzocht of er sprake is van over- of onderwaardering van het bezit op grond waarvan het gepresenteerd weerstandsvermogen wordt aangepast. Op deze aanpassing wordt een deel in mindering gebracht in verband met de onzekerheid van het in de toekomst kunnen realiseren van de bedrijfswaarde. Daarnaast wordt de rentabiliteitswaardecorrectie in de berekening meegenomen. Aldus resulteert het gecorrigeerd weerstandsvermogen.

### Uitgangspunten en parameters

De in de bedrijfswaarde gehanteerde uitgangspunten en parameters dienen een uitdrukking te zijn van de specifieke omstandigheden van het bezit en het beleid van de corporatie. Dit betekent dat de corporatie zelf de voor haar van toepassing zijnde uitgangspunten en parameters dient vast te stellen, uitgaand van de door het Fonds algemeen vastgestelde kaders en uitgangspunten.

Het Fonds gaat bij zijn beoordeling dan ook uit van een bedrijfswaardeberekening die is gebaseerd op de volgende uitgangspunten:

- voor de eerste vijf jaar, alsmede ten aanzien van de restant levensduur van de woningen, dient rekening te worden gehouden met de specifieke omstandigheden van het bezit en het beleid van de corporatie
- voor de lange termijn wordt bij de berekening van de bedrijfswaarde uitgegaan van - door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw vastgestelde - vaste parameters (de disconteringsvoet, de jaarlijkse lastenstijging en de huurstijgingsparameter na de eerste vijf prognosejaren).

Indien er 'bijzondere' posten zijn opgenomen in de bedrijfswaarde, zoals bijvoorbeeld verkoop of investeringsingrepen, dient de bedrijfswaarde van deze portefeuille-onderdelen te zijn gebaseerd op vastgesteld beleid en niet op een financiële doorrekening van mogelijke scenario's. Scenariogerichte berekeningen representeren niet de waarde van het bezit op het moment van verslaggeving, maar geven de resultaten van een financiële doorrekening van mogelijk toekomstig beleid. In algemene zin kan als kenmerk van vastgesteld beleid worden gegeven: 'Intern geformaliseerd en extern gecommuniceerd'. Dit betekent dat er een formeel besluit moet zijn genomen tot uitvoering van een verkoop-, sloop- of investeringsplan, dat de planvoorbereiding en -uitvoering hiervan binnen een beperkte tijdshorizon wordt gerealiseerd en dat het overleg met de overheid (publiek- en privaatrechtelijk) en de bewoners is afgerond. Er dient derhalve sprake te zijn van een redelijke mate van zekerheid van het realiseren van de plannen.

### Onzekerheidsmarge

De bedrijfswaarde heeft een prospectief karakter, omdat gerekend wordt met toekomstige - en dus onzekere - uitgangspunten, bedragen en stijgingspercentages. Dit kan leiden tot grote fluctuaties in de tijd en variaties ten gevolge van gewijzigde inzichten. De risico's bij het realiseren van de bedrijfswaarde zijn hierdoor mede bepalend voor de financiële middelen die corporaties moeten aanhouden of verkrijgen om enerzijds de financiële continuïteit te waarborgen en anderzijds de volkshuisvestelijke taken te kunnen uitvoeren.

Omdat de bedrijfswaarde volgt uit onzekere toekomstige opbrengsten en uitgaven, zullen de werkelijke uitkomsten afwijken binnen een bepaalde bandbreedte, met aan de bovenkant een (onwaarschijnlijke) optimistische uitkomst en aan de onderkant een (eveneens onwaarschijnlijke) pessimistische uitkomst. Met behulp van een risicoanalyseprogramma worden deze bandbreedtes door het Fonds bepaald. Met de door de corporatie opgegeven bedrijfswaardegegevens worden op basis van vooraf ingestelde grenzen voor de verschillende parameters simulatieberekeningen uitgevoerd.

In de navolgende tabel is een voorbeeld weergegeven van de parameters en de hierbij door het Fonds toegepaste standaardwaarden.

#### Parameters en toegepaste standaardwaarden

Parameters	Opgave corporaties	Verwachte afwijking min en plus
Restant levensduur in jaren	30	2
Huurstijging in procenten	2,5	0,5
Huurderving in procenten	2,0	1,0
Lastenstijging in procenten	2,5	0,5
Exploitatielasten per woning per jaar	€ 1.375,-	€ 125,-
Financieringsrente	6,5	2,0
Rentabiliteitswaardecorrectie per woning	€ 400,-	€ 50,-

Uit de simulatie ontstaat de gemiddelde afwijking van de bedrijfswaarde, uitgedrukt in de standaarddeviatie. Bij de waardebepaling van de materiële vaste activa wordt eenmaal de standaarddeviatie als voorzichtigheidsmarge in mindering op de bedrijfswaarde gebracht. In de praktijk komt dit in de meeste gevallen neer op een correctie van circa 5 tot 10% van de door de corporatie opgegeven bedrijfswaarde, c.q. eenderde deel van het surplus (verschil bedrijfswaarden en boekwaarde).

#### Specifieke beoordelingsaspecten

Hiernavolgend is aangegeven op welke wijze het Fonds de bedrijfswaarde beoordeeld van de verzorgingshuizen, de overige verhuureenheden en de (des)investeringen.

#### *Verzorgingstehuizen en overige verhuureenheden*

Voor verzorgingstehuizen wordt het eventuele surplus in het boekjaar 2001 in eerste instantie niet in de bepaling van het gecorrigeerd eigen vermogen betrokken. De beleidswijzigingen die zich in het rijksbeleid op het gebied van de zorgverstrekking aan ouderen kunnen voordoen en de praktijk dat de economische (en markttechnische) levensduur van verzorgingshuizen veelal lager ligt dan de administratieve levensduur van 50 jaar, geven daar aanleiding toe. Daarentegen is onder de Algemene wet bijzondere ziektekosten en het regime van de Wet ziekenhuisvoorzieningen een saneringsregeling van toepassing waardoor de exploitatierisico's voortvloeiend uit capaciteitsvermindering, (na)investeringen of sluiting in principe worden afgedekt. Voor het deel van het corporatiebezit dat uit eenheden in verzorgingstehuizen bestaat, wordt daarom een lager risicopercentage voor de normale bedrijfsuitoefening voor de bepaling van het minimaal noodzakelijk vermogen vastgesteld. Indien de corporatie voor een nader onderzoek wordt geselecteerd, wordt beoordeeld of het eventuele surplus (gedeeltelijk) wordt meegenomen in de bepaling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen.

De verhuur van overige eenheden (zoals winkels en bedrijfsruimten) wordt risicovoller geacht dan de verhuur van woningen. Voor deze eenheden wordt het eventuele surplus in de eerste selectie eveneens niet meegenomen bij de bepaling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen. Indien de corporatie voor een nader onderzoek wordt geselecteerd, wordt alsnog beoordeeld of het eventuele surplus (gedeeltelijk) wordt meegenomen in de bepaling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen.

*(Des)investeringen*

Het Fonds verstaat onder de bedrijfswaarde de waarde die de woningen op de woningmarkt hebben, op basis van doorexplotatie conform de doelstelling van de corporatie en het Besluit beheer sociale-huursector. Dit neemt niet weg dat ook andere elementen (investeringen en desinvesteringen) als onderdeel van de bedrijfswaarde kunnen worden beschouwd, met name voor delen van de portefeuille waar voortgezette verhuurexploitatie niet langer aan de orde is. Het betreft hierbij met name de financiële effecten van voorgenomen verkoop, sloop en ingrijpende investeringsingrepen in bestaande woningen die leiden tot een andere marktpositionering en/of levensduurverlenging.

Voor deze delen van de portefeuille wordt een eventueel surplus in de eerste selectie niet meegenomen in de bepaling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen. Indien de corporatie voor een nader onderzoek wordt geselecteerd, wordt beoordeeld of bijvoorbeeld het surplus ten gevolge van de voorgenomen verkoop van woningen alsnog (gedeeltelijk) wordt meegenomen in de bepaling van het gecorrigeerd weerstandsvermogen. Daartoe wordt met name de realiteit en de aansluiting op het vastgestelde beleid beoordeeld van de verkoopopbrengsten en -aantallen. Daarnaast wordt rekening gehouden met de verkopen die al in de meerjarenprognose van de Balans en Winst- en Verliesrekening zijn verwerkt.

**Saneringssteun**

Wanneer woningcorporaties niet in aanmerking komen voor borging van de door hen aan te trekken geldleningen door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw, kunnen zij een beroep doen op saneringssteun van het Centraal Fonds. In een tussen het Waarborgfonds en het Fonds gesloten convenant is de naadloze aansluiting tussen de borgingstaak van het Waarborgfonds en de saneringstaak van het Fonds vastgelegd. Bij de door het Waarborgfonds en het Fonds gehanteerde criteria voor de afgrenzing van saneringsgevallen wordt uitgegaan van de bedrijfswaarde van het woningbezit van de betrokken corporaties. Van grote invloed op de uitkomst zijn de uitgangspunten en parameters waarmee deze bedrijfswaarde wordt berekend. Tussen beide fondsen is afgesproken dat over wijziging van uitgangspunten en parameters vooraf overleg wordt gevoerd. Terwijl normaliter de opbrengsten uit verkopen of andere maatregelen door het Waarborgfonds pas worden meegenomen als ze zijn gerealiseerd, kan een corporatie met een door het Fonds goedgekeurd saneringsplan, vooruitlopend op de realisatie daarvan, borging krijgen. Wel eist het Waarborgfonds dan dat tussen het Fonds en de corporatie is afgesproken binnen welk tijdsbestek die maatregelen worden genomen. Na het verstrijken van deze saneringsperiode zal de corporatie weer aan de normale criteria van het Waarborgfonds moeten voldoen om voor borging in aanmerking te komen.

Bij de huidige solvabiliteitseisen van het Waarborgfonds gaat het bij steun van het Fonds om het overbruggen van het verschil tussen een negatief 'gecorrigeerd eigen vermogen' (zoals berekend volgens de normen van het Waarborgfonds) en de opbrengst van de eigen saneringsmaatregelen van de betrokken corporatie en eventuele bijdragen van derden. De corporatie dient na steun van het Fonds dan wel als zelfstandige corporatie levensvatbaar te zijn. Uit de praktijk blijkt overigens dat sanering veelal gepaard gaat met fusie met een meer vermogende corporatie.

De eigen maatregelen die een corporatie in het kader van haar sanering kan treffen, zoals verkoop of overdracht van bezit, extra huurverhogingen, beperken van onderhouds- en beheeruitgaven (voor zover deze maatregelen vanuit volkshuisvestelijk oogpunt verantwoord zijn) en het wegnemen van onaanvaardbare renterisico's bij herfinanciering, dienen in een saneringsplan uiteen te worden gezet.

De steun wordt berekend op basis van de bedrijfswaarde. Met een aftrek voor onzekerheid, zoals het Fonds die toepast in het kader van het financieel toezicht, wordt geen rekening gehouden. Dit betekent dat de corporatie tot aan het einde van de levensduur van haar bezit niet tot vermogensopbouw kan komen. Om te bewerkstelligen dat een corporatie bij - per saldo - een beperkte tegenvaller weer bij het Fonds voor steun terug moet komen, wordt in de steunberekening rekening gehouden met 10% van de jaarhuur van het woningbezit, zoals verantwoord in de laatste jaarrekening.

Overigens is dan na sanering nog steeds sprake van een financieel zwakke corporatie, waarbij volgens de criteria gehanteerd bij het financiële toezicht van het Fonds, het gecorrigeerd weerstandsvermogen onder het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen ligt.

Blijkt de aan de afgesproken uitgangspunten en parameters ten grondslag liggende inschatting onverhoopt in de loop der jaren alsnog in negatieve zin te moeten worden bijgesteld, dan kan zonodig op dat moment verdere sanering van de betrokken corporatie plaatsvinden.

## Projectsteun

---

Corporaties kunnen een beroep doen op het Fonds voor projectsteun. Aan een aanvraag voor projectsteun gaat behandeling van het College Sluitend Stelsel vooraf. In het Convenant College Sluitend Stelsel is de aansluiting geregeld.

Gezien het uitgangspunt dat slechts projecten voor financiële steun van het Fonds in aanmerking komen waarvan is vastgesteld dat dit zonder steun niet verantwoord mogelijk is, terwijl realisering dringend gewenst is uit een oogpunt van volkshuisvestingsbelang, zijn (financiële) criteria bepaald om dit te toetsen. Daarbij gaat het om toetsing van enerzijds de financiële positie van de corporatie en anderzijds het projectplan.

Voor de toetsing van de financiële positie van de corporatie is aangesloten bij het begrippenkader dat het Fonds hanteert bij het financiële toezicht. Als criterium om voor projectsteun in aanmerking te komen geldt het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen als grens. Een corporatie komt voor projectsteun in aanmerking indien, als gevolg van de uitvoering van een project, het gecorrigeerd weerstandsvermogen daalt onder het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen. Daarbij wordt voor de bepaling van het weerstandsvermogen uitgegaan van de laatste Cijfermatige Kernegegevens en de jaarrekening. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw houdt bij het borgen van leningen ten behoeve van bestaande en nieuwe investeringen eveneens rekening met de verdien capaciteit van een corporatie. Voor de corporatie die projectsteun aanvraagt, moet zekerheid bestaan dat voor de financiering van het rendabele deel van het project, borging door het Waarborgfonds kan worden verkregen.

Bij de bepaling van het weerstandsvermogen op grond van de bedrijfswaarde van het bezit wordt de netto contante waarde van mogelijke woningverkoop in de eerstkomende vijf jaar betrokken. Uitgaande van de primaire eigen verantwoordelijkheid van de corporatie voor het kunnen realiseren van het project, wordt uiteraard ook nagegaan welke maatregelen - naast verkopen van woningen over de eerstvolgende vijf jaar - de aanvragende corporatie heeft genomen en kan nemen om de financiële dekking van het project te vergroten. Het gaat hierbij specifiek om extra huurverhogingen en het beperken van onderhouds- en beheeruitgaven. Daarnaast kunnen bij de toekenning van financiële steun eisen worden gesteld aan de uitvoering van de werkzaamheden en het afleggen van verantwoording over de realisatie van de plannen.

Bij de financiële toetsing van het projectvoorstel wordt nagegaan of de kostenraming van het project reëel is, of het kwaliteitsniveau in evenwichtige verhouding staat tot doel en middelen en of de lastenverdeling tussen diverse betrokkenen aannemelijk is.

De projectsteun zal de omvang hebben van het onrendabele deel van het project. Indien het verschil tussen het minimaal noodzakelijk weerstandsvermogen en het gecorrigeerd weerstandsvermogen na uitvoering van het project geringer is dan het onrendabel deel van het project, is de subsidie niet hoger dan dit verschil. Als onrendabel deel wordt aangemerkt, dat deel van de investering dat niet wordt gedekt door (exploitatie)inkomsten. Als uitgangspunt dienen hierbij de in de sector gebruikelijke exploitatietermijnen te worden gehanteerd.

Corporaties moeten volgens het Besluit beheer sociale-huursector voldoende financiële middelen aanhouden om de financiële continuïteit te waarborgen. Om vast te stellen of die middelen voldoende zijn, is de waarderingsgrondslag van het woningbezit één van de belangrijkste factoren. Binnen het voor corporaties geldende wettelijk kader kunnen corporaties een keuze maken. Voor het maken van die keuze is inzicht in de verschillende waardebegrippen van belang. In deze bijlage komen de meest voorkomende begrippen en de toepassing daarvan aan de orde.

### Definiëring waardebegrippen

---

Er bestaat een flink aantal begrippen en methoden, die kunnen worden gebruikt om de waarde van woningen in geld uit te drukken. Door de waarde van een woning in geld uit te drukken, wordt de indruk gewekt dat er sprake is van een objectief meetbaar begrip. Dit is echter niet het geval. De waarde van een goed volgt onder meer uit:

- de doeleinden van het subject voor wie de waarde van het goed wordt vastgesteld (zoals eigenaar-bewoner, commerciële verhuurder, sociale verhuurder, financier of toezichthouder)
- de inzichten van de taxateur over de wijze waarop de waarde moet worden bepaald
- de factoren die van invloed zijn op de waarde
- de mate waarin die factoren de waarde beïnvloeden.

Het vaststellen van de waarde is geen statisch gegeven. Afhankelijk van externe ontwikkelingen (zoals macro-economische, demografische en politieke) en aanpassingen in het corporatiebeleid (zoals huur-, onderhouds-, sloop-, verkoop- en nieuwbouwbeleid) kan de waarde van een woning in de loop der tijd sterk fluctueren. Omdat de invulling van het waardebegrip afhankelijk is van het doel waarvoor zij wordt gebruikt, zijn meerdere waardebegrippen van toepassing. Deze kunnen worden gevonden in de boekhoudkunde, de taxatieleer voor onroerende zaken en het fiscale recht.

#### Waardebegrippen uit de boekhoudkunde/jaarverslaggeving

In de boekhoudkunde worden vier waarderingsgrondslagen onderscheiden.

##### *Waarde op grond van de historische kostprijs*

Als een woning wordt gewaardeerd op basis van de historische kostprijs, wordt de waarde gelijk gesteld aan de oorspronkelijke verkrijgings- en/of vervaardigingsprijs, verminderd met de afschrijvingen. De afschrijvingen vinden plaats volgens een bij aanvang van de exploitatie vastgestelde methodiek, zodat het waardeverloop van de woning vooraf is vastgesteld.

##### *Vervangingswaarde*

De vervangingswaarde is het bedrag dat, bij de huidige prijzen, nodig zou zijn om een voor de bedrijfsvoering bestemd actief te vervangen door een actief dat voor de bedrijfsvoering een in economisch opzicht gelijke betekenis heeft. De vervangingswaarde van woningen kan op veel verschillende manieren worden vastgesteld. Men kan bijvoorbeeld uitgaan van de herbouwkosten van een identieke woning, maar ook van de prijs van een soortgelijke woning bij aankoop. In de praktijk zal het moeilijk zijn om een reële vervangingswaarde vast te stellen, aangezien woningen (en de daarmee samenhangende woondiensten) in de loop der tijd van kwaliteit veranderen. Vervanging in de meest zuivere vorm, dus met een gelijk economisch nut, zal in de praktijk niet plaatsvinden.

##### *Directe opbrengstwaarde*

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

*Indirecte opbrengstwaarde*

De indirecte opbrengstwaarde (bedrijfswaarde) is de waarde van het aan het actief toe te rekenen deel van de netto-opbrengst die kan worden verkregen met de exploitatie van dat actief. Bij huurwoningen wordt de bedrijfswaarde gelijk gesteld aan de contante waarde van de ontvangsten (huren en bijdragen) en uitgaven (onderhoud, beheer en zakelijke lasten) die voortkomen uit de exploitatie van de woning. De kosten voor rente en afschrijving op de oorspronkelijke investering blijven hierbij buiten beschouwing. De bedrijfswaarde vertegenwoordigt daarmee de huidige waarde van hetgeen in de toekomst met de woning naar verwachting kan worden verkregen.

De vervangingswaarde en de (in)directe opbrengstwaarde zijn in de boekhoudkunde vormen van de zogenaamde actuele waarde. De Raad voor de Jaarverslaggeving omschrijft de actuele waarde als de in geld uitgedrukte betekenis van een actief, gegeven de aard en plaats van de activiteiten ten behoeve waarvan het actief moet worden aangewend op het tijdstip van het bepalen van die waarde. 'Actueel' geeft aan dat de waarde wordt afgeleid uit de situatie op het moment van de waardering en niet uit historische kosten en eerder vastgestelde uitgangspunten.

Waardebegrippen uit de taxatieleer onroerende zaken

Ook in de taxatieleer worden verschillende waardebegrippen gehanteerd, afhankelijk van het doel van de waardebepaling. In de praktijk wordt de uitkomst van een taxatie vaak aangeduid als 'de marktwaarde', ofwel de meest waarschijnlijke prijs die door de meest biedende gegadigde zou worden besteed. Het is echter steeds van belang eerst vast te stellen in welke context de waardebepaling plaatsvindt.

*Onderhandse verkoopwaarde vrij van huur en gebruik*

Dit is de prijs die bij onderhandse verkoop, bij aanbieding vrij van huur en gebruik en op de voor de onroerende zaak meest geschikte wijze, na de beste voorbereiding, door de meest biedende gegadigde zou zijn besteed. Dit waardebegrip wordt gebruikt indien de onroerende zaak vrij van gebruik en huurrechten wordt aangeboden op de vrije markt.

*Onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat (bij doorexploiteren)*

Dit is de prijs die bij onderhandse verkoop, bij aanbieding in verhuurde staat en op voor de onroerende zaak meest geschikte wijze, na de beste voorbereiding, door de meest biedende gegadigde, niet zijnde de huurder, zou zijn besteed. Deze waarde wordt gebruikt indien de onroerende zaak wordt aangeboden in de vrije markt, ervan uitgaande dat de woning is of zal worden verhuurd.

*Onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat (met recht op verkoop)*

Bij de onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat kan ook rekening worden gehouden met een mogelijke verkoopopbrengst. Deze waarde wordt gebruikt indien de onroerende zaak wordt aangeboden in de vrije markt, ervan uitgaande dat de zaak is of zal worden verhuurd, maar het recht bestaat om (delen van) het bezit direct of op termijn te koop aan te bieden in de vrije markt.

In de onlangs gepubliceerde AEDX/IPD Corporatie Vastgoedindex is dit waardebegrip nader uitgewerkt voor de corporatiesector. Daarbij is de fictie geïntroduceerd: 'Wat is de waarde indien de onroerendgoedportefeuille van de corporaties op de vrije markt zou worden gebracht'. De fictie houdt in dat een commercieel huur- en verkoopbeleid wordt gedefinieerd door introductie van markthuren, beperkte lasten en verkoop vrij op naam bij mutaties.

*Executiewaarde*

In de taxatieleer wordt een drietal executiewaarden gebruikt: de waarde vrij van huur en gebruik, de waarde bij eigen gebruik en de waarde in verhuurde staat.

De executiewaarde vrij van huur of gebruik is de prijs die bij gedwongen openbare verkoop volgens plaatselijk gebruik, bij aanbieding 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 aanbieding 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.

#### Waardebegrippen uit het fiscale recht

##### *Waarde van woningen voor de Onroerende Zaakbelasting*

Als waarderingsgrondslag voor woningen wordt in de Wet Onroerende Zaakbelasting (WOZ) de waarde in het economisch verkeer gehanteerd, welke 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 indien rekening wordt gehouden met het feit dat de woningen reeds verhuurd zijn.

##### *Waarde van woningen voor de Vennootschapsbelasting*

De subjectieve vrijstelling van de vennootschapsbelasting voor woningcorporaties wordt afgeschaft. Daarvoor in de plaats komt vermoedelijk een belastingplicht voor de commerciële activiteiten van corporaties. Alleen in het geval dat voor het verhuren van woningen geen vrijstelling meer zou gelden voor de vennootschapsbelasting, speelt de waardering van het woningbezit een rol. Er zal dan een fiscale openingsbalans moeten worden opgesteld, waarin de woningen tegen de waarde in het economisch verkeer worden opgenomen. De waarde in het economisch verkeer voor de vennootschapsbelasting is veel minder stringent ingevuld dan voor de onroerende zaakbelasting. Afhankelijk van de segmentering van het woningbezit naar doel en gebruik, zoals verhuur en verkoop, zal deze gebaseerd kunnen zijn op elk van de eerder genoemde waarderingsgrondslagen. Over een nadere invulling moet met de Ministeries van Financiën en van Volkshuisvesting, Ruimtelijke Ordening en Milieubeheer overleg worden gevoerd. Deze wijze van waardering vindt eenmalig plaats bij de openingsbalans. Latere investeringen worden gewaardeerd op basis van historische kosten. Een en ander zou voor corporaties leiden tot het jaarlijks moeten opstellen van een afzonderlijke fiscale Balans en Winst- en Verliesrekening.

### **Samenhang waardebegrippen en toepassing corporaties**

---

#### Samenhang

De onderhandse verkoopwaarde vrij van huur en gebruik, de onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat en de vormen van executiewaarde uit de taxatieleer, kunnen worden opgevat als nadere definities van de opbrengstwaarde uit de boekhoudkunde die afhankelijk van de wijze van verkoop worden toegepast.

De onderhandse verkoopwaarden in verhuurde staat (bij doorexpluiten of met recht op verkoop) kunnen als maximum worden gesteld voor de waarde van hetgeen met de woning kan worden verdiend als de woning is en blijft verhuurd op de vrije markt, respectievelijk rekening wordt gehouden met verkoopopbrengsten op termijn.

Bij een kostendekkende exploitatie is de bedrijfswaarde van een huurwoning bij aanvang van de exploitatie gelijk aan de historische kostprijs. Bij sociale huurwoningen zijn momenteel de uitgaven voor verkrijging of vervaardiging van een nieuw te bouwen woning echter doorgaans hoger dan de bedrijfswaarde. Bij de waardering op basis van historische kostprijs is het dan gebruikelijk de lagere bedrijfswaarde als aanvangswaarde te kiezen (minimumwaarderingregel).

Het verschil wordt afgeboekt als verlies (onrendabel deel van de investering). Voor het bestaande bezit ligt de bedrijfswaarde echter veelal hoger dan de boekwaarde op basis van historische kostprijs. De economische waarde volgens de wet WOZ lijkt sterk op de onderhandse verkoopwaarde vrij van huur en gebruik uit de taxatieleer.

#### Toepassing corporaties

Bij de afweging en de keuze van het toepassen van een waardebegrip voor corporaties, is het belangrijk eerst het doel vast te stellen. Vervolgens wordt bepaald hoe groot het (verwachte) vermogen is dat voortkomt uit de doelstelling waarvoor de woning wordt aangehouden, dan wel alternatieve aanwendingsmogelijkheden van de woning af te wegen. De vermogenspositie, berekend op grond van de historische kostprijs, geeft deze waarde niet aan. Dit vermogen geeft slechts de resultante weer van de inkomsten en uitgaven uit het verleden. Uitgaven die in het verleden zijn gedaan, kunnen niet meer worden beïnvloed zodat ze ook niet relevant zijn voor de keuzen die nu en in de toekomst moeten worden gemaakt. Het vaststellen van de vermogenspositie op basis van deze waarde geeft derhalve geen goed inzicht om verantwoorde beleidsbeslissingen te kunnen nemen ten aanzien van bijvoorbeeld de volkshuisvestelijke taakstelling van corporaties.

De bedrijfswaarde geeft de waarde van een woning beter aan omdat mede rekening wordt gehouden met het voorraadbeleid. De financiële mogelijkheden van corporaties worden voor het grootste deel bepaald door de opbrengst die zij kunnen genereren met de voortgezette exploitatie (rekening houdend met het voorgenomen voorraadbeleid) van hun woningbezit. Als nadeel voor het hanteren van de bedrijfswaarde wordt wel genoemd dat deze is gebaseerd op een groot aantal variabelen dat is gebaseerd op toekomstverwachtingen. Aanpassing van de variabelen, alsmede wijziging van het corporatiebeleid, kunnen leiden tot grote fluctuaties in de tijd. Overigens geldt deze dynamiek ook voor alle andere waardebegrippen, zelfs bij de waardering op grond van historische kostprijs.

Omdat de bedrijfswaarde volgt uit de geraamde toekomstige opbrengsten en uitgaven is het realiseren daarvan per definitie onzeker. De risico's moeten worden onderkend en zijn mede bepalend voor de financiële middelen die corporaties moeten aanhouden of verkrijgen om enerzijds de financiële continuïteit te waarborgen en anderzijds de middelen in te kunnen zetten voor de volkshuisvestelijke taken.

Een marktwaarde op basis van één van de begrippen uit de taxatieleer is voor het bepalen van de potentiële vermogenspositie de meest reële benadering voor situaties waarbij (delen van) het woningbezit dan wel het overig vastgoed (zoals winkels, bedrijfsruimten en eventuele delen van het bezit die in aanmerking komen voor commerciële(re) verhuur), wordt afgestoten. Voor het overgrote deel van het door de woningcorporatie door te exploiteren bezit heeft dit waardebegrip voor het bepalen van de financiële vermogenspositie geen betekenis. Corporaties zijn geen commerciële verhuurders. Zij zijn gehouden aan de kaders zoals die zijn neergelegd in de Woningwet en het Besluit beheer sociale-huursector met betrekking tot bijvoorbeeld de doelgroep, het te voeren huurbeleid en het verkoopbeleid. Waardering van dit bezit tegen een vorm van 'vrije marktwaarde' is dan onjuist omdat die waarde niet gerealiseerd wordt en dus een onjuist beeld geeft van de te verwachten vermogenspositie.

Alhoewel niet gebruikelijk, is het, mede ter objectivering en toetsing van de door de corporatie berekende bedrijfswaarde, de vraag of een 'sociale marktwaarde' zou kunnen worden toegepast. Dit zou inhouden dat, op basis van de criteria die een onafhankelijke externe taxateur toepast, de 'sociale marktwaarde' van de corporatiewoningen wordt bepaald, waarbij rekening wordt gehouden met de wettelijke voorwaarden die voor woningcorporaties gelden. Of een externe taxateur beter dan de corporatie in staat is om de 'sociale marktwaarde' van een woning te bepalen en de toekomstige marktpositie en -mogelijkheden van het sociale huurwoningbezit in te schatten, is overigens de vraag.

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

Ter illustratie het volgende voorbeeld:

Als over precies één jaar een opbrengst wordt verwacht van € 107,- en de discontovoet bedraagt 7%, is de contante waarde van deze opbrengst gelijk aan € 100,-. Anders geformuleerd: de verwachte kasstroom van € 107,- over één jaar is equivalent aan een belegging nu ter grootte van € 100,- die vervolgens over één jaar een rendement van 7% oplevert. Wanneer alle toekomstige kasstromen van een woning op deze wijze contant worden gemaakt, ontstaat als resultaat de bedrijfswaarde.

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

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

Ter illustratie het volgende voorbeeld:

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

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

# B I J L A G E N

## Bijlage 4: Berekening ontwikkeling bedrijfswaarde naar oorzaken

56 De analyse van de ontwikkeling van de bedrijfswaarde in 2001 is als volgt:

<b>Bedrijfswaarde door te exploiteren woningen</b>	
Bedrijfswaarde overige eenheden	
Bedrijfswaarde ultimo 2000	79.909
Rekenkundige ontwikkeling door te exploiteren woningen	-45
Effect voorraadmutaties	1.239
Effecten parameterwijzigingen door te exploiteren woningen	261
Effecten wijzigingen niveau's door te exploiteren woningen	-1.140
Overige mutaties en diversen	632
Bedrijfswaarde door te exploiteren woningen	77.039
Bedrijfswaarde overige eenheden	3.817
Bedrijfswaarde totaal ultimo 2001	80.856

N.B. Per 31 december 2000 kon dit onderscheid nog niet gemaakt worden

Hiernavolgend is in hoofdlijnen de wijze van berekening nader toegelicht. Van de door corporaties opgegeven bedrijfswaarde zijn per onderdeel de theoretische aanvangsniveaus berekend (contante waarde van de netto huren, de onderhoudsuitgaven en de overige exploitatie-uitgaven). In werkelijkheid zullen met name de onderhoudsuitgaven die ten grondslag liggen aan de bedrijfswaardeberekening in de tijd, fluctueren. Voor analysedoeleinden wordt aangenomen dat het een waarde betreft die jaarlijks alleen wijzigt met het opgegeven stijgingspercentage. Per onderdeel is de wijziging in de contante waarde berekend. De op deze manier berekende ontwikkeling van de bedrijfswaarde (het saldo-effect van de wijzigingen in de contante waarde per onderdeel) heeft een indicatief karakter.

### Rekenkundige ontwikkeling door te exploiteren woningen

---

Indien er geen sprake is van wijzigingen is de contante waarde een grootheid die door middel van een formule wordt berekend uit de contante waarde van het vorige jaar. Voor elk onderdeel geldt de volgende formule:

$$CW_t = CW_{t-1} - (1 + \text{stijgingspercentage}) \times \text{aanvangsniveau} + \text{discontovoet} \times CW_{t-1}$$

### Effecten voorraadmutaties

---

#### Nieuwbouw

Het effect voor nieuwbouw is berekend op basis van het door de corporatie opgegeven aantal woningen. De gehanteerde standaardparameters zijn:

Aanvangsniveau jaarhuur	woningen € 4.744,- ouderenhuisvesting € 5.768,- jongerenhuisvesting € 2.605,-
Aanvangsniveau onderhoudsuitgaven	woningen € 791,- jongerenhuisvesting € 395,-
Aanvangsniveau overige lasten	€ 674,-
Restant levensduur	50 jaar
Overige parameters	conform opgave corporatie

Aankoop

Het effect voor aangekochte woningen is berekend op basis van het door de corporatie opgegeven aantal woningen. De gehanteerde standaardparameters zijn:

Aanvangsniveau jaarhuur	€ 3.488,-
Aanvangsniveau onderhoudsuitgaven	€ 791,-
Aanvangsniveau overige lasten	€ 674,-
Restant levensduur	25 jaar
Overige parameters	conform opgave corporatie

Woningverbeteringen

Basis voor de berekening is de door de corporatie opgegeven investering. Verondersteld wordt dat sprake is van een kostendekkende huurverhoging. Voor de restant levensduur wordt 25 jaar aangehouden. De overige parameters zijn conform de opgave van de corporatie.

Verkoop

Voor de berekening van het effect van verkochte woningen is uitgegaan van de gemiddelde bedrijfswaarde per woning op basis van het woningbezit van de corporatie. De overige parameters zijn conform de opgave van de corporatie.

Sloop

Het effect voor sloop is berekend op basis van het door de corporatie opgegeven aantal woningen.

De gehanteerde standaardparameters zijn:

Aanvangsniveau jaarhuur	€ 2.512,-
Aanvangsniveau onderhoudsuitgaven	€ 395,-
Aanvangsniveau overige lasten	€ 674,-
Restant levensduur	5 jaar
Overige parameters	conform opgave corporatie

Overige mutaties

Voor de overige mutaties is uitgegaan van het door de corporatie opgegeven aantal. De verdere toepassing is gelijk aan die van verkoop.

**Effecten parameterwijzigingen**

---

Het effect op de contante waarde (per onderdeel) van wijzigingen in de huurstijging, de lastenstijging, de discontovoet en de restant levensduur is berekend voor het in het verslagjaar nog aanwezige aantal normaal door te exploiteren woningen van vorig jaar. De wijziging van de restant levensduur is berekend door de restant levensduur van vorig jaar te verlagen met één jaar, waarbij een correctie wordt gemaakt voor de voorraadmutaties. Deze wordt vergeleken met de nieuwe opgegeven restant levensduur.

**Effecten wijziging in aanvangsniveaus**

---

De na bovengenoemde effecten nog niet verklaarde wijziging in de contante waarde per onderdeel wordt geacht het gevolg te zijn van een wijziging in het (theoretische) aanvangsniveau van dat onderdeel. Deze wijziging in aanvangsniveau wordt door middel van doelzoeken berekend op basis van de door de corporatie opgegeven parameters. Een beperkte wijziging in de theoretische aanvangsniveaus is normaal (bijvoorbeeld een stijging van de contante waarde van de huren als gevolg van huurharmonisatie).

Daar het berekende effect het karakter heeft van een restpost, zijn onder deze post ook onzuiverheden in de hiervoor berekende andere effecten begrepen.

De 'Weighted Average Cost of Capital', de WACC, dient dekking te geven aan de onderkende te lopen beleggingsrisico's. Om het risiconiveau voor vastgoedbeleggingen uit te drukken wordt als uitgangspunt genomen het gunstigste percentage voor een alternatieve belegging. Dit percentage wordt vervolgens verhoogd met enerzijds de aan de vastgoedmarkt, het betreffende marktsegment en aan die beleggingen toegekende risico's, respectievelijk het systematische, of marktrisico of het specifieke, of objectrisico en anderzijds de ingeschatte ondernemingsrisico's. Daarbij geschiedt het inschatten van de te lopen risico's op een tamelijk hoog aggregatieniveau, op portefeuille- en op ondernemingsniveau. Daarbij moet gedacht worden aan de volgende aspecten bij een toe te kennen waardering volgens een beoordelingschaal verlopend van +/+ naar -/-:

1. de mate van historisch gebleken volatiliteit van de behaalde rendementen in de marktsector(en) waarin de belegging actief is, of wenst te zijn (meer of minder stabiel)
2. de kwaliteit van de vastgoedobjecten in portefeuille (eerste of tweede keuze)
3. de mate van het transparant zijn van de onderneming, zoals ten aanzien van het aangetoond zijn van het voeren van de goede strategie met betrekking tot marktpositionering (goed gepositioneerd of niet-bewezen)
4. de mate van het (beoogde) aandeel van vreemd vermogen binnen de financieringsstructuur (hoog aandeel vreemd vermogen, geen hefboomwerking)
5. de wijze waarop in de groei-doelstelling volgens de scenario's voorzien wordt (voorzichtige/agressieve groei)
6. de waardering van eventuele bijzondere omstandigheden ten aanzien van bijvoorbeeld de bedrijfsuitoefening en de positie in de markten.

Het systematische, of marktrisico kan worden aangeduid met de benaming en het symbool bèta,  $\beta$  en in formule weergegeven als de verhouding tussen de covariantie van het rendement van de betreffende portefeuille, of beleggingsinstelling ( $R_i$ ) met het corresponderende algemeen marktrendement ( $R_m$ ) ten opzichte van de variatie van dat marktrendement:

$$\beta_i = \text{covariante } (R_i, R_m) / \text{variantie } (R_m)$$

Door het ontbreken van voldoende, representatieve en actuele data wordt de bijstelling van de rendementseis nog tamelijk subjectief en bij benadering vastgesteld. De hiervoor genoemde - en mogelijk nog andere - overwegingen resulteren in een aangehouden opslagpercentage voor de rendementsberekening van circa 5%, ter dekking van de risico's verbonden aan directe, volledig zelf gefinancierde vastgoedbeleggingen. Tevens wordt aangenomen dat het effect van dit opslagpercentage onder die aangehouden risico-omstandigheden resulteert in een verhoging van het basispercentage voor het minimaal te behalen rendement, de risicovrije rentevoet, met 2%. Dit percentage wordt in het algemeen door beleggers als gebruikelijk beschouwd en gehanteerd voor de verhoging van de basisrendementseis.

Deze subjectief bepaalde percentages sporen met een minimum voor de bèta van  $(2\% / 5\%) = 0,4$ . De bèta met die waarde drukt dus het aangenomen minimale risicoprofiel voor de vastgoedmarkt uit, waarmee dan bij benadering dekking gegeven wordt aan de gangbare marktrisico's, welke verbonden zijn aan het direct beleggen in volledig zelf gefinancierd vastgoed en daarbij buiten beschouwing latend - en aanvullend nog te dekken - de te lopen objectspecifieke beleggingsrisico's. Tot die aanvullend te dekken risico's moeten ook de effecten van de financiering via aangetrokken vreemd vermogen gerekend worden.

Het marktrisico, de bèta, moet afgedekt worden door een minimaal vereist te behalen rendement, dat bovenop het aan te houden basisrendement komt. Voor dat referentierentepcentage van de gunstigste alternatieve beleggingsmogelijkheid, de risicovrije rentevoet voor beleggingen, wordt in het algemeen het gemiddelde percentage van de 10-jarige staatsleningen aangehouden, de benchmark voor het lange geld. Wanneer nu de te lopen beleggingsrisico's, zoals hiervoor via de te beoordelen aspecten, voor een beleggingsinstelling worden samengevat, dan wordt daar vaak eveneens de bèta voor gehanteerd. Dit is dus feitelijk niet juist, want dan staat het voor opgerekte marktrisico's inclusief objectspecifieke risico's op portefeuille-niveau en ondernemingsrisico's. Het is echter wel pragmatisch en eenvoudig hanteerbaar.

De gehanteerde waarde voor het risico-opslagpercentage en een zodanig bepaalde bèta voor de betreffende vastgoedmarkt en beleggingsportefeuille wordt zodoende verkregen via een reeks subjectieve aannamen. In dit rekenvoorbeeld verhoogt de score volgens dergelijke beoordelingscriteria de bèta van het minimumniveau van 0,4 tot de voor die beleggingsinstelling op dat moment te hanteren waarde voor het risicoprofiel naar 0,55 en een aangenomen opslagpercentage van 5,5%. Deze bèta van 0,55 en het opslagpercentage van 5,5% resulteren dan in een verhoging van de te stellen minimale rendementseis met  $0,55 \times 5,5\% = 3,03\%$ . Was het referentieniveau voor de risicovrije rentevoet op basis van de 10-jarige staatsleningen 5,35%, dan komt het minimaal te behalen rendement bij het aangenomen risicoprofiel op  $3,03\% + 5,35\% = 8,38\%$ .

Vanwege het ontbreken van informatie van de overeengekomen rentetarieven voor het aangetrokken vreemd vermogen, is de volgende parameter bij de berekening van de WACC het verschil tussen de risicovrije rentevoet, op basis van het percentage van het gemiddelde van de 10-jarige staatsleningen en de creditrente welke in de markt betaald moet worden voor aangetrokken vreemd vermogen. Indien dit verschil gesteld wordt op 0,5% dan is, bij de in het vorige voorbeeld aangenomen risicovrije rentevoet van 5,35%, de te betalen rente over de afgesloten leningen gemiddeld 5,85%.

Wanneer uitgegaan wordt van een (beoogde) financieringsstructuur van 60% en 40% voor respectievelijk het eigen en het vreemd vermogen, dan kan de WACC bepaald worden als het gewogen gemiddelde tussen het te behalen rendementspercentage, de hiervoor berekende 8,38%, en het rentepercentage van 5,85% van de betalingsverplichtingen. Dit resulteert dan in een aan te houden percentage voor de WACC van:  $(60\% \times 8,38\%) + (40\% \times 5,85\%) = 7,37\%$ .

Bron: De Boer en Dubois, 1998

