

Investeringsafwegingen

Het toepassen van de contante waarde methode bij het maken van investeringsafwegingen is zeer gebruikelijk. Zo kan een corporatie zich afvragen of ze een bepaalde woning kan bouwen. Met de investering is een bepaalde uitgave gemoeid. Als nu de contante waarde van de toekomstige huurontvangsten, verminderd met de contante waarde van de exploitatie-uitgaven, ten minste gelijk is aan de uitgave die met de investering is gemoeid, dan voldoet men aan de rendementseis en zal de corporatie de woning willen bouwen. Voldoet men hier niet aan dan moet de corporatie hogere huren vragen, de investering verlagen of de investering niet doen.

Eigen vermogen

De contante waarde methode kan niet alleen worden gebruikt op het niveau van individuele projecten, maar kan ook worden gebruikt bij het waarderen van een heel bedrijf. Net zoals bij een project kan men ook de toekomstige kasstromen die voortkomen uit de bedrijfsuitoefening contant maken. Men kan zo het eigen vermogen bepalen als saldo van de contante waarde van de ontvangsten en uitgaven van het hele bedrijf. Dit eigen vermogen vertegenwoordigt dan de huidige waarde die het bedrijf hecht aan haar toekomstige opbrengst. [1]

Een belangrijk kenmerk van het eigen vermogen bij waardering tegen contante waarde is dat het eigen vermogen in principe van jaar tot jaar groeit met de rendementseis. Overigens moet men bij het maken van de kasstroomprognose wel goed opletten dat men eventuele kastekorten in een bepaald jaar moet bijlenen tegen de dan geldende kapitaalmarktrente en dat men kasoverschotten investeert tegen de rendementseis.

De rendementseis die een corporatie hanteert op bedrijfsniveau kan anders zijn dan de rendementseis voor individuele projecten. Een corporatie kan bij bepaalde projecten genoegen nemen met een lager rendement als zij het betreffende project van groot belang acht. Ten opzichte van de rendementseis op bedrijfsniveau vindt dan een zogenaamd onrendabele investering plaats. Onrendabel investeren betekent dat de investering hoger is dan de contante waarde van de netto-opbrengst die ermee gerealiseerd kan worden. Het verschil tussen de investering en de contante waarde van de netto-opbrengst noemt men de onrendabele top. Om aan de rendementseis op bedrijfsniveau te kunnen voldoen, zal men dan wel ter compensatie elders hogere rendementen moeten realiseren.

De hoogte van de rendementseis is van invloed op de omvang van het eigen vermogen. Het mag duidelijk zijn dat de rendementseis op zich geen invloed heeft op de ontvangsten en uitgaven die plaats vinden en ook niet op de rente die men moet betalen voor aangetrokken leningen. Het gaat puur om de waarde die men aan toekomstige kasstromen hecht. De hoogte van de rendementseis is wél van invloed op de beslissingen die men neemt. Naarmate de rendementseis hoger is, wordt de contante

De rendements- eis van woning- corporaties

waarde van toekomstige kasstromen lager. Bij een investering in een woning heeft dat tot gevolg dat bij een hogere rendementseis hogere huren moeten worden gevraagd om aan de eis te kunnen voldoen. Dit maakt het vaststellen van de rendementseis ook voor woningcorporaties van groot belang.

Huidige praktijk

Bij corporaties wordt de rendementseis doorgaans afgeleid van de rente op de kapitaalmarkt (voor corporaties). De keuze

hiervoor is gebaseerd op de financiering. Corporaties financieren de meeste activiteiten met geleend geld. De veronderstelling is dat het rendement dat zij moeten realiseren daarom ten minste voldoende moet zijn om aan hun aflossingsverplichtingen te voldoen. Vanuit dit standpunt zijn er twee mogelijkheden voor de rendementseis:

1. de actuele kapitaalmarktrente en
2. de gemiddelde vermogenskostenvoet.

1. Actuele kapitaalmarktrente

Eén mogelijkheid die vaak wordt gebruikt is dat men de rendementseis relateert aan de actuele rente. Doorgaans wordt de rendementseis dan gelijk gesteld aan de verwachte gemiddelde rente op de kapitaalmarkt voor woningcorporaties in de toekomst (en niet aan de 'rente van de dag'). Als men de rendementseis relateert aan de actuele rente en de verwachte ontwikkeling daarvan op lange termijn, dan vertegenwoordigt het eigen vermogen het bedrag dat een corporatie op dit moment onrendabel zou kunnen investeren (ten opzichte van de kapitaalmarktrente), waarbij de corporatie toch in staat blijft aan haar aflossingsverplichtingen te voldoen. Dan mogen er overigens geen tegenvallers op treden. Dit houdt onder meer in dat tijdelijke tekorten in de toekomst kunnen worden geleend tegen de op dat moment veronderstelde rente en ook dat tijdelijke overschotten in de toekomst kunnen worden belegd met een rendement dat ten minste gelijk is aan de rente op de kapitaalmarkt.

2. Gemiddelde vermogenskostenvoet

Een ander in de praktijk gehanteerd alternatief is een rendementseis gelijk aan de gemiddelde rente die de corporatie betaalt over haar huidige leningsportefeuille (=de gemiddelde vermogenskostenvoet). De redenering hierachter is dat het gemiddelde rendement uit de bestaande woningvoorraad voldoende moet zijn om de rente te kunnen betalen over de leningen die ter financiering van de woningen zijn aangetrokken. Ten opzichte van de actuele rente wordt als voordeel van de vermogenskostenvoet gezien dat deze vrij stabiel is. De verwachtingen over de actuele rente kunnen vrij snel veranderen. De vermogenskostenvoet verandert alleen bij mutaties in de leningsportefeuille. Ook lijkt de vermogenskostenvoet op het eerste gezicht eenvoudiger te bepalen dan de actuele rente. De vermogenskostenvoet kan direct worden afgeleid uit de leningsportefeuille, zodat het lijkt alsof men geen schatting hoeft te maken van de rente-ontwikkeling. Bij iedere nieuwe lening of iedere herziening van de rente

Woningcorporaties hebben in beginsel niet de doelstelling een financieel rendement te behalen om het rendement zelf. Het behalen van rendement kan worden gezien als een afgeleide doelstelling of randvoorwaarde om hun bedrijfscontinuïteit te waarborgen. De hoogte van deze (afgeleide) rendementseis kan op verschillende manieren worden beargumenteerd.

van bestaande leningen in de toekomst zal echter de gemiddelde vermogenskostenvoet veranderen, afhankelijk van de rentestand op dat moment. Om een goede prognose te kunnen maken van de kasstromen die voortkomen uit de leningen zal men dus toch verwachtingen over de rente-ontwikkeling moeten formuleren.

Alternatieven

Als men de rendementseis gelijkstelt aan de rente op de kapitaalmarkt dan wordt de rendementseis van een corporatie gelijkgesteld aan de rendementseis van een financier. Dat is op zijn minst vreemd, omdat ze andere doelstellingen hebben. Als men uitgaat van financiering met geleend geld is dit te verdedigen. Echter, corporaties hebben nu ook eigen middelen en financiering met leningen wordt minder vanzelfsprekend. Het is de vraag hoe men de rendementseis dan zou moeten vaststellen. Hieronder worden twee alternatieven besproken:

1. een rendementseis als afgeleide van de benodigde toekomstige investeringen en
2. een aan de (woning)markt ontleende rendementseis.

1. Rendementseis als afgeleide van de benodigde investeringen

Zoals gesteld in de inleiding is voor corporaties het behalen van rendement geen doel op zich, maar een randvoorwaarde om hun bedrijfscontinuïteit te waarborgen. De hoogte van de rendementseis kan worden beargumenteerd vanuit de middelen die een corporatie daarvoor nodig denkt te hebben.

In theorie is de financiële continuïteit van een bedrijf gewaarborgd als over de hele bestaansperiode gezien de ontvangsten die worden verkregen voor de geleverde producten gelijk zijn aan de uitgaven die nodig zijn voor de levering van die producten. Corporaties hoeven alleen naar financiële continuïteit te streven. Overtollige middelen moeten zij aanwenden voor de volkshuisvesting. Een corporatie moet dus in theorie streven naar een situatie waarin over haar hele bestaansperiode de ontvangsten gelijk zijn aan de uitgaven, zodat een rendement van 0% wordt gerealiseerd. Dit theoretische 'ideaalbeeld' impliceert dat de rendementseis van corporaties op bedrijfsniveau in principe 0% is. Bij dit ideaalbeeld wordt de blik als het ware op oneindig gezet. In de praktijk heeft een corporatie echter een woningvoorraad met een (veronderstelde) eindige levensduur. Bij een continue bedrijfsvoering zal een corporatie de woningen aan het einde van de levensduur vervangen. Daarbij zijn twee mogelijkheden: men financiert de vervanging volledig met een lening, of men financiert de vervanging geheel of gedeeltelijk met eigen geld. Bij vervanging met een lening moet het rendement uit de investeringen in de woningen ten minste voldoende zijn om de financieringslasten te kunnen dekken, ook als men in principe geen rendementsdoelstelling heeft. In het tweede geval leent een corporatie minder, dus zijn er ook minder uitgaven aan rente en aflossing in de toekomst. In een extreem geval financiert men de vervanging volledig met eigen geld. Als men volle-

De rendementseis geeft aan welke vergoeding men wil hebben voor geld dat men investeert. De rendementseis kan men ook gebruiken bij het waarderen van ontvangsten en uitgaven in de toekomst. Hij wordt dan gebruikt als 'rekenrente' bij de contante waarde methode. De contante waarde van een toekomstige kasstroom wordt berekend door de kasstroom te corrigeren voor het rendement dat degene die waardeert wil hebben. De formule voor het contant maken van een toekomstige kasstroom is als volgt:

$$CW(\text{kasstroom})_n = \text{kasstroom}_n / (1 + r)^n$$

Kasstroom = ontvangst of uitgave na n gelijke perioden:

$$r = \text{gewenst rendement per periode (percentage: } 6\% = 0,06)$$

Met de contante waarde methode kan men kasstromen die op verschillende tijdstippen optreden vergelijkbaar maken, waardoor het mogelijk wordt om ze tegen elkaar af te wegen. Men kan deze methode bijvoorbeeld gebruiken bij het maken van investeringsafwegingen en bij het vaststellen van het eigen vermogen.

dig met eigen geld financiert dan hoeft men in principe geen rendement over de investering te realiseren als men geen rendementsdoelstelling heeft. Er zijn immers geen uitgaven aan rente en aflossing en de huur-ontvangsten hoeven slechts voldoende te zijn om de uitgaven aan onderhoud en beheer te dekken. Aan het einde van de levensduur is er echter geen geld meer, zodat de vervanging dan weer met een lening moet worden gefinancierd, met een hogere huur tot gevolg. Ook bij financiering met eigen geld lijkt een rendementseis van 0% over

de investering in de woningen niet zinvol. Men maakt de in het verleden gespaarde middelen snel op. Dit is niet erg sociaal ten opzichte van de huurders in het verleden en ook niet ten opzichte van de huurders in de toekomst. Beiden moe(s)ten een veel hogere huur betalen.

Welke rendementseis moet een corporatie dan hanteren? In een ideale situatie kan een corporatie haar woningen vervangen met eigen geld. Dan hoeft er geen (dure) rente te worden betaald. Wel moeten dan de ontvangsten uit de woningexploitatie voldoende zijn om deze vervangingen te kunnen doen. Dit is het geval als het rendement gelijk is aan de bouwkostenstijging. Een voorbeeld: een corporatie bouwt een woning en gaat er van uit dat de woning aan het einde van de levensduur zal worden vervangen. Als de corporatie de woning met eigen geld kan bouwen (bijvoorbeeld met ontvangsten uit de exploitatie van andere woningen in de voorraad [2]) dan kunnen we in principe het benodigde rendement over het eigen geld, ofwel de rendementseis van de corporatie, vastleggen. De kasstromen die voortkomen uit de exploitatie van de woning zullen dan voldoende moeten zijn om aan het einde van de levensduur een nieuwe woning te kunnen bouwen. De woning kan zichzelf dan als het ware financieel in stand houden. Stel nu dat de woning fl. 200.000,- kost en 50 jaar meegaat. Over 50 jaar kan men een zelfde woning bouwen voor $200.000 \times \text{bouwkostenstijging}_{50}$. Dit kan als gedurende de levensduur het saldo van huur en exploitatie-uitgaven per jaar fl. 4.000,- bedraagt, met een huurstijging die gelijk is aan de bouwkostenstijging. Het rendement over de investering is dan eveneens gelijk aan de bouwkostenstijging.

De bouwkostenstijging is doorgaans lager dan de rente op de kapitaalmarkt. Financiering met eigen geld kan daardoor leiden tot een lagere rendementseis en lagere huren. Het valt echter niet te verwachten dat corporaties hier op korte termijn volledig toe in staat zijn. In de huidige situatie zitten corporaties nog met omvangrijke aflossingsverplichtingen. Als boven op deze verplichtingen ook moet worden gespaard voor vervanging van de huidige voorraad en andere investeringen dan zal dat kunnen leiden tot een rendementseis die hoger is dan de marktrente. Het is onwaarschijnlijk dat een corporatie een dergelijke rendementseis zal willen of kunnen realiseren. Van corporaties worden juist investeringen verwacht, die een lager rendement opleveren dan de marktrente.

Volledige financiering met eigen vermogen zal bij corporaties alleen op zeer lange termijn te realiseren zijn. Wel kan men nu al een compromis vinden in een rendementseis voor investeringen met eigen geld die ligt tussen de marktrente en de bouwkostenstijging. Men kan dan groeien naar de mogelijkheid tot volledige financiering met eigen vermogen, maar men hanteert tevens een sociale rendementseis.

Voor financiers is het van belang te weten of een corporatie aan haar aflossingsverplichtingen kan voldoen. De mate waarin een corporatie hiertoe op lange termijn in staat is wordt juist weer bepaald door de omvang van het eigen vermogen. Het is makkelijk in te zien dat naarmate een corporatie meer verwacht te verdienen dan strikt noodzakelijk voor de aflossingen, de zekerheid ook groter is dat zij aan haar aflossingsverplichtingen kan voldoen. Als een corporatie de gewenste hoeveelheid eigen vermogen heeft bereikt, dan zal dat weer moeten groeien met de bouwkostenstijging, met het oog op toekomstige vervanging (men zal dan weer dezelfde hoeveelheid eigen vermogen in willen brengen). Naarmate een corporatie meer uitbreiding van de woningvoorraad wenst zal ook het eigen vermogen sterker moeten toenemen (in de toekomst moet men ook meer woningen kunnen vervangen). Voordeel van deze benadering is de gelijke behandeling van huidige en toekomstige huurders. Huurders hoeven nu niet extra te betalen om in de toekomst de huren laag te kunnen houden. Het nadeel is dat altijd een gedeelte van de woningen met vreemd vermogen moet worden gefinancierd, met de bijbehorende consequenties voor de benodigde huuropbrengst.

2. Rendementseis ontleend aan de woningmarkt

De contante waarde methode wordt bij beleggers gebruikt op basis van het economische principe van 'opportunity'. De rendementseis bij een belegging in een bepaald goed wordt gebaseerd op het rendement dat bij een belegging in een ander goed kan worden verkregen. Men houdt zo rekening met de gemiste opbrengst (gelegenheid) die men kan hebben als men het geld ergens anders in investeert.

Bij beleggers wordt de rendementseis doorgaans gerelateerd aan (het rendement op) staatsobligaties, die als meest veilig beleggingsalternatief worden gezien. Bij beleggingen in andere goederen wordt dan een opslag gehanteerd die afhankelijk is van het extra risico dat men loopt. Daarbij wordt ook gekeken naar rendementen die door andere partijen op de markt worden gerealiseerd in de betreffende sector (benchmarking).

Een corporatie kan een dergelijke benadering ook volgen. Eén van de redenen achter de verzelfstandiging is dat men meer marktwerking in de sector wil. Deze marktwerking wordt bevorderd als corporaties in beginsel onder dezelfde voorwaarden de markt opgaan als beleggers, projectontwikkelaars e.d. Zij zal dan ook uit moeten gaan van een marktconforme rendementseis. Pas als daardoor publieke taken dreigen te blijven liggen zal een corporatie genoeg nemen met een lager rendement. Het verschil tussen dit lagere rendement en de marktconforme rendementseis kan worden opgevat als het economische offer dat wordt gebracht voor het vervullen van de publieke taak. De mate waarin een corporatie genoeg zal willen nemen met lagere rendementen zal afhangen van het belang van de betreffende taak. De mate waarin zij dat zal kunnen doen zal worden begrensd door de randvoorwaarde dat de financiële

continuïteit gewaarborgd blijft. In de praktijk zal het betekenen dat corporaties over hun totale woningvoorraad een rendement zullen realiseren dat lager is dan de marktconforme rendementseis.

Een marktconforme benadering biedt ook aanknopingspunten voor het toezicht op woningcorporaties. De afgelopen jaren is veel aandacht besteed aan het functioneren van hybride organisaties, ook wel taak-marktorganisaties genaamd. Dergelijke organisaties zijn enerzijds belast met de uitvoering van publieke taken en anderzijds ook actief op de markt in concurrentie met andere partijen. In 1996 is de werkgroep-Cohen door de Ministerraad ingesteld om een analyse te maken van het markt-optreden van (semi-)overheidsinstellingen in concurrentie met derden. De werkgroep-Cohen heeft de stelling betrokken dat het in principe ongewenst is dat taakorganisaties zich ook op de markt begeven. Als nadeel wordt gezien dat oneerlijke concurrentie ten opzichte van andere marktpartijen in de praktijk niet goed te voorkomen is. Corporaties zijn in feite ook hybride organisaties. Enerzijds zijn ze belast met de uitvoering van publieke taken en anderzijds zijn ze in toenemende mate actief als marktpartij met diverse nevenactiviteiten. Corporaties kunnen zich hierbij in potentie als 'oneerlijke' concurrent opstellen. [3] Dit kan worden voorkomen indien corporaties als uitgangspunt een marktconforme rendementseis (moeten) hanteren. Als corporaties dan met een lager rendement genoeg nemen zullen zij het waarom goed moeten verantwoorden (welke publieke taak zou er anders blijven liggen?).

Een risico van de marktconforme benadering is dat corporaties voortdurend gaan streven naar een reëel rendement. Dit kan leiden tot de vorming van kapitaal dat niet (optimaal) wordt benut ten behoeve van de volkshuisvesting.

Tot slot

In dit artikel is de vraag besproken hoe de rendementseis bij woningcorporaties kan worden beargumenteerd. De argumenten achter de genoemde alternatieven zijn wezenlijk verschillend en ook de gevolgen zullen anders zijn. Bij het onderbouwen van de rendementseis kan men een keuze maken uit de alternatieven, maar de alternatieven kunnen ook in onderlinge samenhang leiden tot een onderbouwing. Zo kan men op bedrijfsniveau de rendementseis afleiden van de benodigde middelen voor bedrijfscontinuïteit en op projectniveau de marktconforme benadering toepassen. Voor de toekomst van de corporaties is het van belang dat een discussie plaatsvindt over de rendementseis, omdat deze van grote invloed is op de beslissingen die corporaties nemen en de middelen die zij in de toekomst hebben voor het vervullen van de publieke taak.

- 1] Er bestaan ook andere manieren voor het waarderen van het eigen vermogen, maar deze hebben als nadeel dat ze niet zijn gebaseerd op de werkelijke verwachtingen over de opbrengst.
- 2] Seyffert geeft een gestileerd voorbeeld van de mogelijkheid om met eigen geld een portefeuille in stand te houden in zijn artikel 'Duurzaam financieren is duur, en duurzaam bouwen is maatschappelijk gezien goedkoop', in: B.O.S.S. Magazine nr. 8, 1998 – op te vragen bij de redactie.
- 3] Conijn, J., 'Woningcorporaties en institutionele beleggers: convergerende instituties?', Tijdschrift voor de Volkshuisvesting nr. 8, 1998

De auteur werkt bij de Faculteit der Bouwkunde, Technische Universiteit Delft