

Ortec Finance

Vastgoedsturing met de basiswaardering

4 februari 2019

Johan Conijn en Annique Verkoeijen



Inhoud

Vooraf.....	3
1. Samenvatting	4
2. Doel en aanleiding van het project.....	8
3. Complexprestatiemeting.....	11
3.1. Doel complexprestatiemeting.....	11
3.2. Maatschappelijke prestaties.....	12
3.3. Financiële prestaties.....	13
3.3.1. 'Sunk costs'.....	13
3.3.2. Operationele kasstromen.....	14
3.3.3. Datakwaliteit.....	17
3.4. Conclusie	18
4. Beleidswaarde	19
4.1. Inleiding.....	19
4.2. Afleiding van de beleidswaarde.....	19
4.3. Aanvulling huidige waterval.....	21
4.4. Uitbreiding waterval vanwege investeringen	21
4.5. Tot slot.....	22
5. Investeringsafwegingen.....	23
5.1. Inleiding.....	23
5.2. Relevante waarderingen	23
5.3. Het afwegingsproces.....	24
5.4. Bepaling van de marktwaarde.....	24
5.5. Complicaties beleidswaarde.....	26
5.6. Verkoop van woningen	27
5.7. Tot slot.....	29

Vooraf

Dit rapport is tot stand gekomen in samenspraak met de volgende 13 corporaties:



De achtergronden en de invalshoeken van de deelnemers zijn verschillend. Hierdoor is er tijdens het project een vruchtbare discussie geweest. Het rapport bevat de hoofdlijnen van deze discussie waarbij voor de deelnemers de accenten verschillend liggen. De inbreng van de deelnemers behoeft niet overeen te komen met het standpunt van de betreffende corporatie. Wij willen de deelnemers bedanken voor hun inbreng.

1. Samenvatting

Met 13 corporaties is het project “Vastgoedsturing met de basiswaardering” uitgevoerd. De centrale vraag is hoe vastgoedsturing op een goede wijze kan worden uitgevoerd als voor de marktwaarde de basiswaardering wordt toegepast. Deze vraag wordt beantwoord via drie lijnen, die essentieel zijn voor vastgoedsturing: de complexprestatiemeting, de afleiding van de beleidswaarde en het beoordelen van (des)investeringen.

A. Complexprestatiemeting

Bij corporaties ligt aan de basis van vastgoedsturing met betrekking tot de bestaande complexen (‘standing investments’) de complexprestatiemeting ten grondslag. Dit is een middel om inzicht te krijgen in de prestaties van de bestaande complexen. Een integrale beoordeling richt zich op zowel de maatschappelijke als de financiële prestaties van een complex. De maatschappelijke prestaties kunnen worden gemeten door middel van een maatschappelijke score, die bepaald wordt op basis van een aantal onderliggende indicatoren. Deze hebben veelal betrekking op de bijdrage aan de portefeuillestrategie, klantwaarde, kwaliteit en duurzaamheid. De marktwaarde wordt hierbij niet gebruikt als indicator. De keuze voor een full of basiswaardering is dan ook niet relevant voor het meten van maatschappelijke prestaties.

Bij het beoordelen van de financiële prestaties is het van belang om onderscheid te maken tussen wat beïnvloedbaar is en wat niet. De toekomstige kasstromen zijn te beïnvloeden. Het is daarom zinvol om bij de complexprestatiemeting de toekomstige kasstromen centraal te stellen, en daarbij bovendien onderscheid te maken tussen het perspectief van de markt en het perspectief van het eigen voorgenomen beleid.

Het analyseren van de toekomstige kasstromen in het perspectief van de complexprestatiemeting kent twee doelen:

1. Het onderling vergelijken van complexen

Hiervoor ligt het voor de hand de operationele kasstroom te gebruiken, meerjarig weergegeven in een gemiddelde per verhuureenheid per jaar. Ten behoeve van inzicht in het gewicht van een complex in de portefeuille, is het van belang de operationele kasstroom te relateren aan een waardering. De keuze welke waardering gebruikt wordt, hangt samen met de manier waarop de corporatie naar het vastgoed kijkt. Als de corporatie het vastgoed als beleggingsmiddel ziet, ligt het voor de hand de marktwaarde te gebruiken als noemer. Als de marktwaarde via de basisversie van het handboek is bepaald, is deze waarde op complexniveau minder nauwkeurig dan bij een full waardering. Als het vastgoed wordt gezien als een bedrijfsmiddel dat ten dienste staat van het vervullen van de maatschappelijke rol, dan ligt het voor de hand om als noemer de beleidswaarde, leegwaarde of WOZ-waarde te gebruiken. De leegwaarde of WOZ-waarde is zonder verdere kosten voorhanden. Omdat corporaties bij een eventuele verkoop vooral kiezen voor verkoop aan natuurlijke personen voor eigen bewoning (uitponden), geeft de leegwaarde of WOZ-waarde ook beter de alternatieve opbrengst weer dan de marktwaarde verhuurd. De beleidswaarde is een weergave van het doorexploiteerscenario en wordt afgeleid van de marktwaarde. Voor de afleiding van de beleidswaarde voldoet de marktwaarde volgens de basisversie goed.

2. Het beoordelen van de allocatie van middelen op complexniveau

Het is van belang een beeld te krijgen van de allocatie van middelen door middel van de volgende ratio's:

- **Huur/streefhuur:** markthuur speelt hierbij geen rol.
- **Streefhuur/markthuur:** de markthuur is een vrijheidsgraad in de full waardering. Uit de validatie van het Handboek blijkt dat de aanpassing van de markthuur in de full waardering beperkt is. De basiswaardering is dan ook redelijk goed bruikbaar. Als een nauwkeuriger markthuur gewenst is, dan kan deze periodiek bepaald worden door een extern taxateur of met een modelmatige bepaling.
- **Onderhoud/marktconform onderhoud:** onderhoud is een vrijheidsgraad. Uit de validatie van het Handboek blijkt dat er vraagtekens geplaatst kunnen worden bij de hoogte van het onderhoud bij de full waarderingsen. Hierdoor heeft het gebruik van de VTW(VastgoedTaxatieWijzer)-bedragen voor marktconform onderhoud de voorkeur.
- **Beheer/marktconform beheer:** beheer is geen vrijheidsgraad in de full waardering, waardoor een full waardering geen meerwaarde heeft ten opzichte van de basiswaardering.

Per saldo kan worden geconcludeerd dat een bruikbare complexprestatiemeting kan worden uitgevoerd met de marktwaarde volgens de basisversie van het Handboek, als het uitgangspunt is dat het vastgoed een bedrijfsmiddel is. Als het vastgoed wordt gezien als beleggingsmiddel zal de nauwkeurigheid van een full waardering gewenst zijn. De verdiepende analyse van de allocatie van de middelen aan de hand van de kasstromen kan ook zonder full waardering worden uitgevoerd, omdat de full waardering geen meerwaarde biedt of omdat er goede alternatieven voorhanden zijn.

B. Afleiding beleidswaarde

Voor dit onderwerp is het de vraag of de basiswaardering geschikt is voor het afleiden van de beleidswaarde. De beleidswaarde wordt afgeleid van de marktwaarde via vier stappen: beschikbaarheid, betaalbaarheid, kwaliteit en beheer. Per saldo kan worden geconcludeerd dat er voor de afleiding van de beleidswaarde geen reden is om aan de full waardering de voorkeur te geven. De belangrijke waarderingsparameters zoals de leegwaarde spelen bij de hoogte van de beleidswaarde (nagenoeg) geen rol. Andere waarderingsparameters zijn vervangen door de beleidsconforme equivalenten. Bij de eindwaarde wordt zelfs de methodiek van de basiswaardering gevolgd. De conclusie is dan ook dat de basiswaardering uitstekend voldoet voor de bepaling van de beleidswaarde. Eigenlijk is de basiswaardering een beter startpunt voor de bepaling van de beleidswaarde dan de full waardering. Door het gebruik van het Handboek is er met de basiswaardering meer sprake van uniformiteit en transparantie. Dit heeft betrekking op de afleiding van de beleidswaarde. De hoogte van de beleidswaarde is afhankelijk van keuzes van de corporaties.

C. Beoordelen van (des)investeringen

Bij de financiële beoordeling van investeringen is het belang van de marktwaarde wederom afhankelijk hoe de corporatie haar vastgoed beziet. Als het vastgoed een bedrijfsmiddel is dat ten dienste staat van de maatschappelijke rol, is een nauwkeurige marktwaarde van de woningen in het investeringsproject minder van belang. De marktwaarde zou dan via de basisversie van het Handboek bepaald kunnen worden, ook omdat deze waarde bij corporaties die voor de jaarrekening de basisversie gebruiken, op de balans komt te staan. Voor deze categorie corporaties is de hoogte van de beleidswaarde van de nieuwe woningen cruciaal. De beleidswaarde kan ook goed afgeleid worden van een marktwaarde die met de basisversie van het Handboek is bepaald.

Beziet de corporatie het vastgoed als een beleggingsmiddel, dan is de marktwaarde wel van belang. Op grond daarvan kan er in deze situatie voor worden gekozen om bij een investeringsproject een taxateur in te schakelen, met name in de fase dat er een investeringsvoorstel wordt opgesteld ten behoeve van de interne besluitvorming. De taxateur kan dan gebruik makend van het rekenmodel van het Handboek mede op basis van de verwachte leegwaarde en de markthuur, de marktwaarde van de nieuwe (of verbeterde) woningen bepalen. Deze informatie van de taxateur kan dan bij de beoordeling van de investering meegenomen worden.

Bij woningverbeteringen en duurzaamheidsinvesteringen biedt het Handboek weinig houvast om het effect daarvan op de marktwaarde te bepalen. Over het algemeen hebben deze ingrepen ook relatief weinig invloed op de hoogte van de marktwaarde. Ook de beleidswaarde wordt er relatief weinig door beïnvloed, onder meer omdat de beleidswaarde geen rekening houdt met een eventuele verlenging van de levensduur. Daar waar er sprake is van een huuraanpassing kan het effect van deze huuraanpassing op de markt- en de beleidswaarde met de basisversie van het handboek worden bepaald.

Bij desinvesteringen, de verkoop van huurwoningen, ligt de situatie genuanceerd. Bij verkoop aan natuurlijke personen is de noodzaak voor een nauwkeurige marktwaarde verhuurd niet aanwezig. De leegwaarde is dan van belang. Dit ligt anders bij complexgewijze verkoop aan beleggers. In die situaties is het in de selectiefase en in de verkoopfase zinvol om de beschikking te hebben over een door een taxateur bepaalde marktwaarde verhuurd van de betreffende complexen. De noodzaak voor deze waardering heeft dan alleen betrekking een beperkt aantal vooraf geselecteerde complexen.

Overigens doen zich bij het afwegen van investeringen enkele complicaties voor die te maken hebben met de wijze waarop de beleidswaarde wordt berekend (de fictie van een oneindige levensduur voor de eindwaarde aan het einde van het 15e jaar, de hoge disconteringsvoet en de lage eindwaarde). Deze kenmerken van de beleidswaarde leiden ertoe dat de beleidswaarde niet goed bruikbaar is voor een financiële beoordeling van een investering vanuit bedrijfseconomisch perspectief.

Als het looptijdrendement (IRR) wordt berekend op basis van de beleidsconforme kasstromen en de te lage eindwaarde, ontstaat een kunstmatig laag looptijdrendement. Deze complicaties staan op echter los van de keuze tussen de basis of de full waardering. Nader onderzoek naar de wijze waarop de beleidswaarde wordt bepaald, is zinvol.

Conclusies

Al met al kan geconcludeerd worden dat:

- Als de corporatie het vastgoed beschouwt als een bedrijfsmiddel, dat ten dienste staat van de maatschappelijke rol, dan is een goed bruikbare complexprestatiemeting mogelijk met de marktwaarde volgens de basisversie van het Handboek.
- Als het vastgoed wordt gezien als beleggingsmiddel zal de nauwkeurigheid van een full waardering gewenst zijn.
- De basiswaardering voldoet uitstekend voor de bepaling van de beleidswaarde.
- Voor het beoordelen van investeringen is de basisversie minder geschikt, omdat het Handboek betrekking heeft op vastgoed in exploitatie en niet op nieuwbouw of het waarderen van verbeteringen. Alternatief voor het gebruik van de basisversie bij investeringen is het inschakelen van een taxateur om de marktwaarde, en vervolgens op basis daarvan de beleidswaarde te bepalen.

2. Doel en aanleiding van het project

Met een groep van 13 corporaties is een project uitgevoerd met als titel “Vastgoedsturing met de basiswaardering”. De centrale vraag is hoe vastgoedsturing op een goede wijze kan worden uitgevoerd als voor de marktwaarde de basiswaardering wordt toegepast, zoals die is opgenomen in het Handboek modelmatig waarderen marktwaarde. Er zijn verschillende aanleidingen voor dit project.

Met de nieuwe Woningwet is voor de jaarrekening de marktwaarde de verplichte waarderingsgrondslag voor het vastgoed in exploitatie geworden. Er is een Handboek opgesteld dat mede tot doel heeft om corporaties te ondersteunen bij het bepalen van de marktwaarde. Daarbij onderscheidt het Handboek twee versies voor de waardering van het vastgoed: de basisversie en de full versie. Bij de basisversie is sprake van modelmatig waarderen. Deze versie levert minder administratieve lasten op omdat de taxateur er niet bij hoeft te worden ingeschakeld. Bij de full versie gaat het om getaxeerd waarderen. Hierbij wordt een taxateur ingeschakeld. Deze wijze van waarderen levert in principe op complexniveau een betere waardering op, maar gaat gepaard met hogere kosten. Uit het onderzoek dat Sira¹ eind 2017 in opdracht van Aedes heeft uitgevoerd, bleek dat de administratieve kosten na invoering van de nieuwe Woningwet ruim driemaal zo hoog zijn als vóór de invoering. Deze verhoging van kosten wordt voor een belangrijk deel veroorzaakt voor de verplichting om op marktwaarde te waarderen. De mogelijkheid om de basisversie te kunnen toepassen is dan ook belangrijk om de administratieve lasten beperkt te kunnen houden.

Van verschillende kanten wordt op corporaties druk uitgeoefend om over te stappen op de full waardering. Die druk kan van de kant van de accountant komen. Op de achtergrond speelt ook de voorkeur van de Autoriteit Financiële Markten voor de full waardering een rol. De belangrijkste druk voor de overstap van basis naar full komt van degenen die van mening zijn dat alleen met de full waardering professionele vastgoedsturing mogelijk is. Dit lijkt ook de opvatting van het ministerie van BZK te zijn. Zo staat in het Handboek marktwaardering: “De waarde op complexniveau zoals die voortvloeit uit de basisversie is niet geschikt voor vastgoedsturing, omdat de basisversie alleen op portefeuilleniveau tot een aannemelijke waarde op portefeuilleniveau leidt.”² Dit standpunt zou de opmaat kunnen worden naar het (op termijn) verplichten van de full waardering, waarmee de huidige vrije keuze tussen basis en full verdwijnt. Een verdere sterke stijging van de administratieve lasten zal hiervan het gevolg zijn.

¹ Sira Consulting: *Effecten van de Woningwet op regeldruk voor corporaties*, 2017

² *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde*. Bijlage 2 bij artikel 14 van de Regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting 2015. Staatscourant 2017 nr. 73171, p. 8

Een tweede aanleiding voor dit project is de eind 2017 door het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) en de Autoriteit woningcorporaties (Aw) geïntroduceerde beleidswaarde. Deze waarde is afgeleid van de marktwaarde verhuurd. Drie aspecten van de beleidswaarde zijn in dit verband van belang:

- De beleidswaarde maakt onderdeel uit van het financiële beoordelingskader en heeft een grote invloed op de omvang van de borgingsruimte van elke corporatie afzonderlijk.
- Door de wijze waarop de beleidswaarde is afgeleid van de marktwaarde verhuurd, wordt inzicht gegeven in vermogensallocatie naar de verschillende maatschappelijke bestemmingen (beschikbaarheid, betaalbaarheid, kwaliteit en beheer).
- De beleidswaarde komt in de plaats van de bedrijfswaarde. Daarmee zal de beleidswaarde ook een rol spelen bij de vastgoedsturing door corporaties bij de bestaande portefeuille en de financiële beoordeling van (des)investeringen.

In dit project staat vastgoedsturing centraal, met daarbinnen het antwoord op de vraag of het bepalen van de marktwaarde met de basiswaardering bruikbaar en toereikend is voor de vastgoedsturing. Twee essentiële onderdelen van vastgoedsturing zijn de complexprestatiemeting en het beoordelen van (des) investeringen. Als gevolg van de introductie van de beleidswaarde, is het bovendien belangrijk om te onderzoeken of de beleidswaarde kan worden afgeleid van de marktwaarde volgens de basisversie.

Het antwoord op de centrale vraag wordt in dit rapport dan ook via de volgende drie lijnen verder uitgewerkt:

De complexprestatiemeting

De complexprestatiemeting vormt een belangrijk onderdeel van vastgoedsturing. Het gaat er bij deze meting om inzicht te krijgen in de maatschappelijke en de financiële prestaties van elk complex afzonderlijk, ook in vergelijking met de andere complexen. Mede aan de hand daarvan kan het beleid voor elk complex worden bepaald. Bezien zal worden of de complexprestatiemeting met de basiswaardering op een toereikende manier kan worden uitgevoerd.

De afleiding van de beleidswaarde

De beleidswaarde zal naar het zich nu laat aanzien, een grote rol gaan spelen in de vastgoedsturing. In dit verband is de vraag aan de orde of voor de afleiding van de beleidswaarde de marktwaardering volgens de basisversie van het Handboek ook geschikt is.

De (des)investeringen

Een derde, belangrijk onderdeel van vastgoedsturing is het investeringsbeleid. In het bijzonder gaat het dan om de afwegingscriteria en de daarbij gehanteerde normen om een investering, resp. een desinvestering te beoordelen. Bij het (des)investeringsbeleid spelen uiteraard financiële criteria een rol. De marktwaarde van de (des)investering is hierbij ook van belang. Bezien zal worden of de basiswaardering toereikend is voor een goede beoordeling van een investering, resp. desinvestering.

Dit rapport is als volgt opgebouwd. In het volgende hoofdstuk staat de complexprestatiemeting centraal. Vervolgens worden in hoofdstuk 4 de beleidswaarde en de afleiding daarvan via de 'waterval' uitgewerkt. Ten slotte wordt in het vijfde hoofdstuk de vraag beantwoord of met de basisversie een goede beoordeling van de investeringen en desinvesteringen mogelijk is.

3. Complexprestatiemeting

Aan de basis van vastgoedsturing bij corporaties met betrekking tot de bestaande complexen ('standing investments') ligt de complexprestatiemeting. In het kader van dit project staat de vraag centraal hoe een goede complexprestatiemeting uitgevoerd kan worden om de basis te vormen voor het voorgenomen complexbeleid. Aansluitend komt aan de orde of voor een goede en bruikbare complexprestatiemeting een basiswaardering toereikend is. In dit hoofdstuk wordt eerst kort beschreven wat de complexprestatiemeting is. Vervolgens wordt uitgewerkt welke rol de marktwaarde speelt zodat bezien kan worden of de basiswaardering volstaat.

3.1. Doel complexprestatiemeting

De complexprestatiemeting is een middel om inzicht te krijgen in de prestaties van vastgoedcomplexen³. Het doel van de complexprestatiemeting is om gegeven de kaders en beschikbare middelen de bouwstenen te bieden voor het bepalen van het optimale complexbeleid. Om dit doel te bereiken, worden in een complexprestatiemeting complexen onderling met elkaar vergeleken, maar ook afgezet tegen normen van de corporatie voor de betreffende prestaties. Met de complexprestatiemeting wordt in feite op een eenduidige manier een foto gemaakt van het bezit. Het resultaat van de complexprestatiemeting vormt vervolgens input voor complexsessies, waarin de data-analyse gekoppeld wordt aan kennis uit de praktijk en waarin de haalbaarheid en wenselijkheid van het voorgestelde complexbeleid wordt besproken.

Van belang is om hierbij het onderscheid te maken tussen de bestaande complexen ('standing investments') en de (des)investeringsprojecten. De complexprestatiemeting heeft betrekking op de bestaande complexen. De complexprestatiemeting kan leiden tot de conclusie dat een (des)investering in een complex gewenst is. Voor de beoordeling van investeringen moeten afzonderlijke analyses worden uitgevoerd. Hoofdstuk 5 beschrijft welke rol de marktwaarde hierbij speelt. In dit hoofdstuk ligt de focus op de complexprestatiemeting van de bestaande complexen en de rol van de marktwaarde daarbij.

Zoals aangegeven, is het doel van de complexprestatiemeting het inzichtelijk maken van de prestaties van complexen. De beoordeling van de prestaties kan vervolgens leiden tot het toewijzen van alternatief complexbeleid waarmee de prestaties worden verbeterd. Voor een integrale beoordeling is het van belang om zowel naar de maatschappelijke als de financiële prestaties van een complex te kijken. Dit is nodig omdat een complex zowel een bijdrage moet leveren aan de maatschappelijke doelstellingen van de corporatie als aan het behalen van financieel resultaat ten behoeve van de financiële continuïteit en de toekomstige investeringsmogelijkheden van de corporatie.

³ Johan Conijn, Menno Logemann en Annique Verkoeijen: *Performance analyse, Handreiking voor het uitvoeren van de performance analyse*. Ortec Finance en Vabi, 10 oktober 2017

3.2. Maatschappelijke prestaties

De maatschappelijke prestaties kunnen worden gemeten door middel van een maatschappelijke score. Per complex wordt de maatschappelijke score bepaald door de prestaties van het complex vast te stellen. Over het algemeen wordt hierbij een structuur gebruikt van thema's, waarbij per thema een aantal indicatoren wordt bepaald dat op het betreffende thema betrekking heeft. Thema's, die in de praktijk veel gebruikt worden, zijn: de mate waarin een complex bijdraagt aan de portefeuillestrategie, de klantwaarde, de kwaliteit en de duurzaamheid van het complex. De indicatoren zijn per thema gegroepeerd en vormen de basis voor de score per thema.

In onderstaande tabel is een voorbeeld opgenomen hoe de maatschappelijke score kan worden opgebouwd. In de tabel zijn thema's en de daarbij gebruikte indicatoren onderscheiden. Van belang is om indicatoren te gebruiken die relevant zijn voor het betreffende thema en waarvoor betrouwbare data beschikbaar zijn, aan de hand waarvan de score per indicator kan worden bepaald. Elke indicator dient bovendien een weging te krijgen binnen het betreffende thema. Op deze manier kan een indicator die van groot belang is, zwaarder meetellen bij de berekening van de score op het thema als dat gewenst is.

De samengestelde scores op de verschillende thema's bepalen uiteindelijk de totale maatschappelijke score van een complex. Ook hiervoor geldt dat elk thema een weging moet krijgen. In onderstaand voorbeeld is elk thema even belangrijk en krijgt dan ook een gelijke weging bij het berekenen van de maatschappelijke score. Scores van indicatoren worden veelal weergegeven in schaal van 1 tot 10, zoals ook in het onderstaande voorbeeld is gedaan.

De indicatoren in het voorbeeld zijn niet uitputtend en kunnen verder worden aangevuld om invulling te geven aan specifieke doelstellingen van de corporatie. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat nog niet voor alle indicatoren betrouwbare data beschikbaar zijn, waardoor een indicator (nog) niet gebruikt kan worden. Tenslotte is het van belang een peilmoment te bepalen voor de data die worden gebruikt om de maatschappelijke score te berekenen. Door een peilmoment te bepalen (bijvoorbeeld 31-12), wordt geborgd dat voor alle indicatoren eenzelfde moment-opname geldt. Oftewel: de "foto" van het bezit wordt voor alle indicatoren op hetzelfde moment genomen. Bovendien is het van belang om voor de indicatoren waarvoor historische data worden gebruikt, zoals mutatiegraad, aantal reacties op vrij komende woningen, aantal weigeringen, aantal overlastmeldingen en aantal reparatieverzoeken, te bepalen over welke periode de data worden meegenomen.

Voorbeeld opbouw maatschappelijke score

Thema	Indicator	Weging thema binnen maatschappelijke score	Weging indicator binnen thema	Score indicator	Score thema
Portefeuillestrategie		25%			6,8
	Betaalbaarheid (huurklasse)		40%	8	
	Waardering vastgoedtype		30%	5	
	Oppervlakte		30%	7	
Klantwaarde		25%			7,0
	Aantal reacties		20%	8	
	Mutatiegraad		20%	7	
	Aantal weigeringen		20%	8	
	Leefbaarheidsscore		20%	6	
	Aantal overlastmeldingen		20%	6	
Kwaliteit		25%			6,9
	Voldoet aan PvE/basiskwaliteit		33%	10	
	Conditie score		33%	6	
	Aantal reparatieverzoeken		33%	5	
Duurzaamheid		25%			5,5
	Energie index		50%	6	
	Co2 uitstoot		50%	5	
Maatschappelijke score					6,6

Zoals in de tabel te zien is, wordt de marktwaarde niet gebruikt als indicator voor maatschappelijke prestaties. De keuze voor een full of basiswaardering is daarmee niet relevant voor het bepalen van de maatschappelijke prestaties bij de complexprestatiemeting.

3.3. Financiële prestaties

Naast de maatschappelijke prestaties maken ook de financiële prestaties van complexen onderdeel uit van de complexprestatiemeting. Zoals in de inleiding gezegd, gaat het hierbij om de financiële prestaties van de *bestaande* complexen.

3.3.1. 'Sunk costs'

Bij het beoordelen van de financiële prestaties is het van belang om onderscheid te maken tussen wat beïnvloedbaar voor de corporatie bij het bepalen van het complexbeleid, en wat niet beïnvloedbaar is. Hierbij is het bedrijfseconomisch principe van 'sunk costs' relevant. Dit principe houdt in dat sunk costs, kosten die al gemaakt zijn, voortkomende uit beslissingen in het verleden en niet meer ongedaan gemaakt kunnen worden, irrelevant zouden moeten zijn bij beslissingen⁴. Als we dit vertalen naar de complexprestatiemeting, dan wordt duidelijk dat de meting zich dient te richten op inkomsten en uitgaven die wel beïnvloedbaar zijn, door middel van de juiste keuzes voor het complexbeleid. Het is daarom zinvol bij de complexprestatiemeting de toekomstige kasstromen centraal te stellen.

⁴ Dimuthu Ratnadiwakara, Vijay Yerramilli: *Sunk-Cost Fallacy and Seller Behavior in the Housing Market*, november 2017

Hierbij kan onderscheid worden gemaakt tussen:

- De kasstromen vanuit het perspectief van de markt (de belegger).
- De kasstromen van het perspectief van het eigen voorgenomen beleid (van de corporatie).

De financiële prestaties van een complex kunnen dan worden gezien vanuit beide perspectieven. Dat corporaties niet marktconform handelen vloeit voort uit de maatschappelijke opgaven van de corporaties. Hierbij is het wel van belang om te bepalen of de omvang van het verschil tussen marktconforme kasstromen en beleidseigen kasstromen te verantwoorden is. De omvang van het verschil dient een bewuste keuze te zijn. In de volgende paragraaf wordt deze benadering verder uitgewerkt.

3.3.2. Operationele kasstromen

Het analyseren van de operationele kasstromen in het perspectief van de complexprestatiemeting kent twee doelen:

1. Het onderling vergelijken van complexen op basis van het eigen voorgenomen beleid;
2. Het beoordelen van de allocatie van middelen op complexniveau vanuit het perspectief van de markt.

Deze twee doelen worden hierna uitgewerkt.

1. Het onderling vergelijken van complexen

Het onderling vergelijken van complexen heeft als doel om inzicht te krijgen in het presteren van complexen: welke complexen presteren goed en welke minder goed? Hiervoor ligt het voor de hand om bij de financiële beoordeling de operationele kasstromen te gebruiken. Voor de vergelijkbaarheid tussen complexen kunnen deze het beste meerjarig weergegeven worden in een gemiddelde per verhuureenheid per jaar. Echter, als alleen de gemiddelde operationele kasstroom wordt weergegeven, ontbreekt het inzicht in het financiële gewicht van het complex in de totale portefeuille. Om dit probleem op te lossen, is een waardebegrip nodig, waaraan deze operationele kasstromen gerelateerd kunnen worden. In feite ontstaat hiermee een rendement, waarbij de operationele kasstroom de teller is en het waardebegrip de noemer.

Voor het invullen van de noemer zijn verschillende waardebegrippen voorhanden, namelijk:

- Marktwaaarde;
- Beleidswaarde;
- Leegwaarde;
- WOZ-waarde.

De keuze welk waardebegrip als noemer wordt gebruikt, komt voort uit hoe de corporatie naar haar vastgoed kijkt. Als het vastgoed wordt gezien als beleggingsmiddel, waarmee rendement dient te worden behaald en waarbij verkoop een integraal onderdeel is van dat streven, dan ligt het voor de hand om de marktwaarde te gebruiken. In dit perspectief kan de financiële beoordeling bij de complexprestatiemeting beschouwd worden als een hold-sell analyse. De marktwaarde is dan een logisch waardebegrip voor de noemer, waaraan de operationele kasstroom kunnen worden gerelateerd. Als de marktwaarde via de basisversie van het handboek is bepaald, is deze waarde op complexniveau minder nauwkeurig dan bij een full waardering. Dit heeft invloed op de kwaliteit van de hold-sell analyse. In deze situatie heeft een full waardering meerwaarde ten opzichte van een basiswaardering.

Als het vastgoed wordt gezien als een bedrijfsmiddel dat ten dienste staat van het vervullen van de maatschappelijke rol, dan ligt het voor de hand om als noemer de beleidswaarde, leegwaarde of WOZ-waarde te gebruiken. Het uitgangspunt is dan immers dat voor alle complexen als 'default' het doorexploiteerscenario geldt. Pas op het moment dat duidelijk is dat met verkoop van het betreffende complex een grotere bijdrage geleverd kan worden aan de portefeuilledoelstellingen, is een nadere analyse nodig. In hoofdstuk 5 over (des)investeringen komt dit aan de orde. De leegwaarde of WOZ-waarde is zonder verdere kosten voorhanden. Omdat corporaties bij een eventuele verkoop vooral kiezen voor verkoop aan natuurlijke personen voor eigen bewoning (uitponden), geeft de leegwaarde of WOZ-waarde ook beter de alternatieve opbrengst bij verkoop weer dan de marktwaarde verhuurd.

De beleidswaarde is ook een mogelijk waardebegrip, waaraan de operationele kasstromen kunnen worden gerelateerd. Uitgangspunt van de beleidswaarde is immers het doorexploiteerscenario. De beleidswaarde kan, zoals in het volgende hoofdstuk zal worden uitgewerkt goed uit de basiswaardering worden afgeleid.

2. Het beoordelen van de allocatie van middelen op complexniveau

Vervolgens is het bij de complexprestatiemeting van belang om per complex een verdiepende analyse uit te voeren. Het doel van deze analyse is om op het niveau van de afzonderlijke kasstromen een beeld te krijgen hoe de verhouding tot de marktconforme tegenhanger is. Deze benadering is vergelijkbaar met de waterval, waarmee de beleidswaarde wordt afgeleid uit de marktwaarde. In het volgende hoofdstuk komt dit verder aan bod.

Voor de verdiepende analyse bij de complexprestatiemeting worden dus de afzonderlijke kasstromen gezien, en wel in de vorm van een aantal verhoudingsgetallen. Elk verhoudingsgetal dient een ander doel. Het gaat om de volgende verhoudingsgetallen:

- **Huur/streefhuur:** met deze ratio wordt in beeld gebracht welke huurpotentie het complex heeft uitgaande van het eigen huurbeleid van de corporatie. Deze huurpotentie kan bij bewonerswisseling worden gerealiseerd. In deze analyse speelt marktconformiteit geen rol.
- **Streefhuur/markthuur:** met dit verhoudingsgetal wordt het verschil tussen de streefhuur (eigen beleid) en de potentiële markthuur in beeld gebracht om te toetsen of dit verschil in verhouding staat tot de maatschappelijke prestatie (betaalbaarheid) die hiervoor wordt geleverd. Als dit niet zo is, dan kan de beleidskeuze gemaakt worden om de streefhuur aan te passen.

Markthuren worden in de basiswaardering bepaald conform het Handboek. In de full waardering is de markthuur een vrijheidsgraad. Uit de validatie van het Handboek blijkt dat de aanpassing van de markthuur bij de full waardering gemiddeld genomen beperkt is. Dit impliceert dat de markthuur zoals die via de basisversie wordt bepaald, redelijk goed bruikbaar is. Als voor dit verhoudingsgetal een grotere nauwkeurigheid wordt gewenst, kan ervoor gekozen worden om periodiek een externe taxateur de markthuren te laten bepalen, zonder een volledige waardering uit te voeren. Een alternatief is een modelmatige bepaling van de markthuur.

- **Beleidsconform onderhoud/marktconform onderhoud:** met dit verhoudingsgetal wordt het verschil tussen de beleidsconforme en marktconforme onderhoudskosten in beeld gebracht om te beoordelen in welke mate dit verschil verantwoord kan worden.

Onderhoud is een vrijheidsgraad in de full waardering. Uit het rapport “Validatie Handboek 2016”⁵ blijkt dat de wijze waarop de vrijheidsgraad voor het instandhoudingsonderhoud is gebruikt, leidt tot soms forse verschillen voor vergelijkbare woningen. Er zijn ook grote verschillen te zien in de hoogte van het instandhoudingsonderhoud bij afzonderlijke corporaties. Wanneer gecorrigeerd wordt voor het effect van andere factoren, waaronder woningkenmerken, bedraagt de bandbreedte van de corporatie met het hoogste gemiddelde bedrag voor instandhoudingsonderhoud ten opzichte van de corporatie met het laagste gemiddelde bedrag € 601 per woning. In het rapport wordt geconcludeerd dat “er vraagtekens geplaatst kunnen worden bij de bedragen voor instandhoudingsonderhoud die bij de full waarderings zijn gebruikt. Er is geen consensus over de hoogte van het marktconforme instandhoudingsonderhoud. Bij vergelijkbare woningen is met zeer uiteenlopende bedragen gerekend. Nader onderzoek is nodig om te bezien of deze sterke afwijking van het ‘gemiddelde’ een goede weerspiegeling vormt van de marktconforme kosten voor instandhoudingsonderhoud.”

⁵ Johan Conijn, Erik-Jan van der Goes, Raymond Havekes en Wessel Kosterman: *Validatie Handboek 2016*. Ortec Finance, oktober 2017

Ook het rapport “Ontwikkeling marktwaarde corporatiewoningen 2017”⁶ laat voor de vrijheidsgraad onderhoud een vergelijkbaar beeld zien. Aan de hand van de meest voorkomende referentiewoningen valt op dat bij een gelijk geachte woning, qua type, bouwjaar- en oppervlakteklasse, er aanzienlijke verschillen in het onderhoudsniveau bij de full waardering zijn toegepast.

Op basis van bovenstaande kan gesteld worden dat de full waardering voor onderhoud geen meerwaarde heeft ten opzichte van de basiswaardering. Om toch de analyse uit te kunnen voeren, vormen de VTW (Vastgoed Taxatie Wijzer)-normen een bruikbaar alternatief. Hierin worden 8 categorieën gebouwen onderscheiden met in totaal 153 bouwtypen om de exploitatielasten van vastgoed in te kunnen schatten⁷.

- **Beleidsconform beheer/marktconform beheer:** net als bij onderhoud wordt het verschil tussen de beleidsconforme en marktconforme beheerkosten in beeld gebracht om te beoordelen in welke mate deze verschillen en of dit verschil verantwoord kan worden.

De beheerkosten zijn geen vrijheidsgraad in de full waardering. Voor deze beoordeling heeft de full waardering dan ook geen meerwaarde ten opzichte van de basiswaardering.

Conclusie

Wat betreft de verdiepende analyse kan worden geconcludeerd dat deze analyse uitgevoerd kan worden zonder de marktwaarde. De keuze tussen full of basis is dan ook niet aan de orde. Als voor de markthuur een grotere nauwkeurigheid wordt gewenst dan kan deze afzonderlijk worden bepaald, via een taxateur of modelmatig. Wat betreft onderhoud en beheer is voor een vergelijking met de markt een full waardering evenmin nodig.

3.3.3. Datakwaliteit

Om de operationele kasstromen van een complex te kunnen beoordelen en onderling tussen de complexen te vergelijken, is het noodzakelijk om de beschikking te hebben over een goede prognose van de kasstromen op complexniveau. Als dit niet het geval is, bijvoorbeeld omdat een meerjarenonderhoudsbegroting op complexniveau ontbreekt, kan teruggevallen worden op gerealiseerde kasstromen. Voorwaarde is dan wel dat de kosten zijn geregistreerd op complexniveau.

Als betrouwbare data beschikbaar zijn voor zowel de gerealiseerde als de geprognostiseerde kasstromen, dan kan de beoordeling van de financiële prestaties worden verdiept, doordat inzichtelijk gemaakt kan worden wat de verschillen tussen de realisaties en de prognoses zijn. Hiermee kan ook de betrouwbaarheid van de prognoses worden verbeterd.

⁶ Johan Conijn, Erik-Jan van der Goes, Dennis Albers en Wessel Kosterman: *Ontwikkeling marktwaarde corporatiewoningen 2017*. Ortec Finance, 5 juli 2018

⁷ Koeter Vastgoed Adviseurs, *Vastgoed Taxatiewijzer Exploitatiekosten Beleggingsvastgoed 2018*

3.4. Conclusie

In dit hoofdstuk is beschreven hoe een complexprestatiemeting kan worden opgebouwd, bij welke onderdelen van de complexprestatiemeting de marktwaarde een rol speelt en of het betreffende onderdeel goed uitgevoerd kan worden zonder de beschikking te hebben over een full waardering van de complexen.

Bij het beoordelen van de maatschappelijke prestaties speelt de marktwaarde geen rol en is de keuze tussen een full waardering of basisversie niet relevant. Voor de beoordeling van de financiële prestaties is het van belang om de operationele kasstromen van een complex te bezien. Deze kasstromen zijn immers met beleidskeuzes te beïnvloeden en te optimaliseren. De kasstromen kunnen vervolgens worden gerelateerd aan een waardebegrip. Vanuit het perspectief van het vastgoed als beleggingsmiddel ligt het voor de hand de marktwaarde te gebruiken. Hierbij geldt dat een full waardering een nauwkeuriger waarde oplevert dan de basiswaardering. Als het perspectief echter is dat het vastgoed een bedrijfsmiddel is, dan kan de WOZ-waarde of leegwaarde worden gebruikt, waarvoor geen extra kosten gemaakt hoeven te worden. De keuze om een woning te beschouwen als een bedrijfsmiddel ten dienste van de maatschappelijke rol van de corporatie ligt voor de hand. Ook de beleidswaarde hanteert in feite dit uitgangspunt omdat daarbij geen rekening wordt gehouden met een mogelijke verkoop van woningen. De beleidswaarde is daarmee ook een alternatief voor de marktwaarde als waardebegrip, waaraan de operationele kasstroom kunnen worden gerelateerd.

Een onderdeel van de verdiepende beoordeling is de toets tussen beleidsconforme kasstromen en marktconforme kasstromen. Voor de kasstroom huur geldt dat om dezelfde mate van nauwkeurigheid te bereiken als bij een full waardering, ervoor gekozen kan worden om een extern taxateur de markthuurstelaten bepalen. Een modelmatige bepaling van de markthuurstel is ook een optie. Voor de kasstroom onderhoud heeft het gebruik van de VTW-normen de voorkeur boven het onderhoud uit de full waardering, omdat uit onderzoek is gebleken dat er vraagtekens geplaatst kunnen worden bij het bij de full waardering ingerekende onderhoud. Voor beheerkosten geldt dat dit geen vrijheidsgraad is in de full waardering en een full waardering dan ook geen meerwaarde heeft ten opzichte van de basiswaardering.

Per saldo kan worden geconcludeerd dat voor een bruikbare complexprestatiemeting de marktwaarde volgens de full versie van het Handboek alleen nodig is als de corporatie het vastgoed beschouwt als een beleggingsmiddel, waarbij de financiële beoordeling van complexprestatiemeting beschouwd kan worden als een hold-sell analyse. Als de corporatie daarentegen het vastgoed beschouwt als een bedrijfsmiddel dat ten dienste staat van de maatschappelijke rol van de corporatie, zoals ook bij de beleidswaarde het geval is, is een complexprestatiemeting zeer wel uit te voeren zonder gebruik te maken van de marktwaarde. De verdiepende analyse van de allocatie van de middelen aan de hand van de kasstromen kan ook zonder full waardering worden uitgevoerd, enerzijds omdat de full waardering geen meerwaarde biedt ten opzichte van de basisversie en anderzijds omdat er goede alternatieven voorhanden zijn.

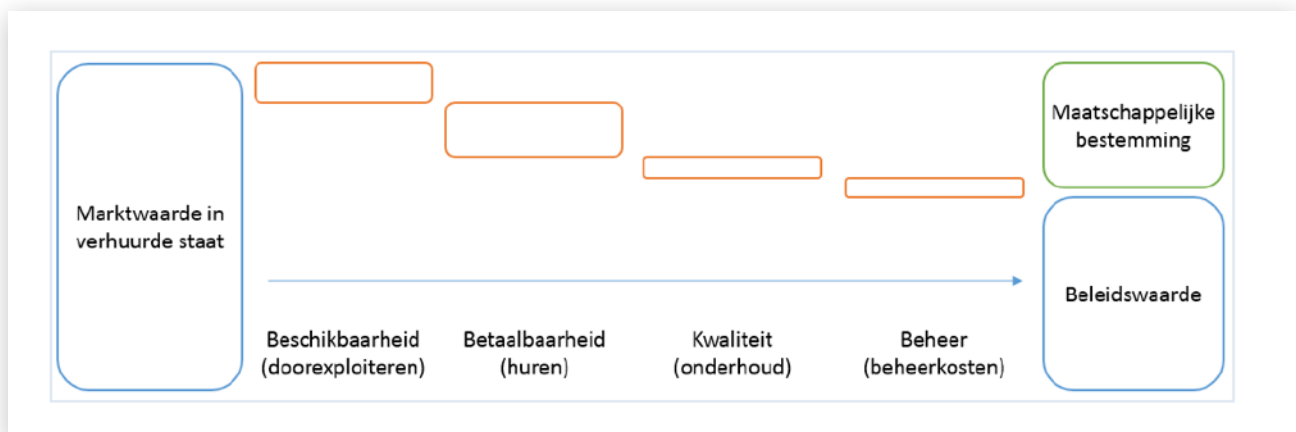
4. Beleidswaarde

4.1. Inleiding

Het WSW en de Aw hebben eind 2017 de beleidswaarde geïntroduceerd. De beleidswaarde wordt afgeleid van de marktwaarde en is in de plaats gekomen van de bedrijfswaarde. De beleidswaarde speelt daarmee een belangrijke rol in de financiële beoordeling die deze twee organisaties uitvoeren bij corporaties. Bovendien zal de beleidswaarde door corporaties ook worden gebruikt bij de vastgoedsturing en het investeringsbeleid. In dit kader is de vraag dan ook aan de orde of de basiswaardering geschikt is voor de afleiding van de beleidswaarde.

4.2. Afleiding van de beleidswaarde

De beleidswaarde wordt op basis van de marktwaarde bepaald via de zogenaamde 'waterval'. De onderstaande figuur geeft weer hoe op basis van de marktwaarde via de waterval de beleidswaarde wordt bepaald.⁸



De waterval van WSW en Aw onderscheidt vier stappen. Door elk van de stappen te bezien, kan worden bepaald hoe de basiswaardering in deze context functioneert.

Stap 1: Beschikbaarheid

In deze stap wordt de marktwaarde gecorrigeerd als deze op het uitpondscenario is gebaseerd. De beleidswaarde neemt het doorexploiteerscenario als uitgangspunt. Verder wordt in deze stap ook de eventuele aanpassing van de exit yield die in de full versie een vrijheidsgraad is, teruggedraaid. Hiervoor in de plaats komt de eindwaarde zoals die wordt berekend volgens de basisversie van het Handboek.

Stap2: Betaalbaarheid

In deze stap wordt bij bewonerswisseling de markthuur vervangen door de streefhuur van de corporatie. Dit kan ook tot gevolg hebben dat de verhuurderheffing die in de marktwaarde veelal wegvalt als bij bewonerswisseling de markthuur wordt gevraagd, met de lagere streefhuur wel verschuldigd blijft. Hierdoor neemt de waarde ook af.

⁸ Autoriteit woningcorporaties en Waarborgfonds Sociale Woningbouw: *Gezamenlijk beoordelingskader Aw/WSW*, februari 2018, p. 14

Stap 3: Kwaliteit

Bij de derde stap wordt het ingerekende marktconforme onderhoud vervangen door het beleidsconforme onderhoud. Dit leidt ook tot een lagere waarde.

Stap 4: Beheer

In deze laatste stap worden de marktconforme beheerkosten vervangen door de beleidsconforme beheerkosten. Ook hier is over het algemeen sprake van een waardeverlagend effect.

De beleidswaarde is het resultaat nadat stapsgewijs deze aanpassingen op de marktwaarde zijn doorgevoerd. Het verschil tussen de marktwaarde en de beleidswaarde is de maatschappelijke bestemming: de vermogensallocatie naar de onderscheiden beleidsvelden. De belangrijkste waarderingsparameter die vanuit de marktwaarde is blijven staan, is de disconteringsvoet. De hoogte van de disconteringsvoet die van toepassing is op het doorexploiteer-scenario heeft een grote invloed op de hoogte van de beleidswaarde. Hoe lager deze disconteringsvoet, des hoger is de beleidswaarde. Uit onderzoek is gebleken dat de disconteringsvoet van het doorexploiteerscenario, zoals die bij de full waardering wordt gebruikt, amper afwijkt van de betreffende disconteringsvoet volgens de basisversie. In de waarderingsronde 2017 was het verschil gemiddeld slechts 0,14%-punt.⁹

Er zijn bovendien nog twee kanttekeningen te plaatsen bij de bepaling van de disconteringsvoet bij de full waardering:

- Over het algemeen is de uitpondwaarde hoger dan de doorexploiteerwaarde en daarmee bepalend voor de marktwaarde. Mede als gevolg hiervan geeft de taxateur bij de full waardering in voorkomende gevallen minder aandacht aan de disconteringsvoet van het doorexploiteerscenario.
- De verschillen in de hoogte van de disconteringsvoet zouden mede dienen voort te vloeien uit verschillen in risico. Het is de vraag of dit ook daadwerkelijk het geval is. In ieder geval laat de disconteringsvoet een hoge risico-opslag zien die overeenkomt met een bedrijfsobligatie met een rating tussen CCC en B: een junk bond. Dit is niet plausibel.

Per saldo kan worden geconcludeerd dat er voor de afleiding van de beleidswaarde geen reden is om aan de full waardering de voorkeur te geven. De leegwaarde die een belangrijke waarderingsparameter is, speelt bij de hoogte van de beleidswaarde geen rol meer. Andere waarderingsparameters zoals de markthuur, het marktconforme onderhoud en het marktconforme beheer zijn vervangen door de beleidsconforme equivalenten. Bij de eindwaarde wordt, als de exit yield als vrijheidsgraad is gebruikt, de exit yield zelfs vervangen door de methodiek van de basiswaardering. De conclusie is dan ook dat de basiswaardering uitstekend voldoet voor de bepaling van de beleidswaarde. Eigenlijk is de basiswaardering een beter startpunt voor de bepaling van de beleidswaarde dan de full waardering. Door het gebruik van de parameters uit het Handboek is er met het gebruik van de basiswaardering bij de afleiding van de beleidswaarde, meer sprake van uniformiteit en transparantie.

⁹ Johan Conijn, Erik-Jan van der Goes, Dennis Albers en Wessel Kosterman: *Ontwikkeling marktwaarde corporatiewoningen 2017*. Ortec Finance, 5 juli 2018

4.3. Aanvulling huidige waterval

In de vorige paragraaf is al aangegeven dat bij twee stappen van de waterval er sprake is van twee effecten die samen het vermogenseffect van de betreffende stap bepalen. Het is zinvol dat bij de huidige waterval, zoals die door WSW en Aw is gepubliceerd, deze twee effecten afzonderlijk worden gepresenteerd. Dat geeft een beter inzicht in de factoren die het verschil tussen marktwaarde en beleidswaarde bepalen.

1. Bij de stap **beschikbaarheid** bestaat het vermogenseffect in feite uit twee componenten. Behalve het vermogenseffect van de aanpassing van het uitpondscenario naar het doorexploiteerscenario, gaat het ook om de aanpassing van de eindwaarde na 15 jaar exploitatie als bij de marktwaarde de exit yield als vrijheidsgraad is gebruikt.
2. Bij de stap **betalbaarheid** bestaat het vermogenseffect eveneens uit twee componenten. Bij bewonerswisseling wordt bij de beleidswaarde de streefhuur genomen in plaats van de markthuur. In veel gevallen is de markthuur hoger dan de liberalisatiegrens van nu € 720 per maand. De streefhuur is mede door de passendheidstoets, veelal lager dan € 720 per maand. In deze situatie is er ook een extra vermogenseffect vanwege de verhuurderheffing, die na mutatie bij de marktwaarde vrijvalt en bij de beleidswaarde blijft bestaan.

Het is zinvol om deze twee extra stappen in de waterval te onderscheiden. Een vermogenseffect voor de exit yield als deze in de full waardering als vrijheidsgraad is gebruikt, en een vermogenseffect voor de verhuurderheffing. Deze effecten worden dan in mindering gebracht op de oorspronkelijke effecten voor respectievelijk beschikbaarheid en betaalbaarheid. De hoogte van de beleidswaarde wordt hierdoor niet beïnvloed. Deze blijft volledig aansluiten bij de beleidswaarde zoals die door WSW en Aw wordt bepaald.

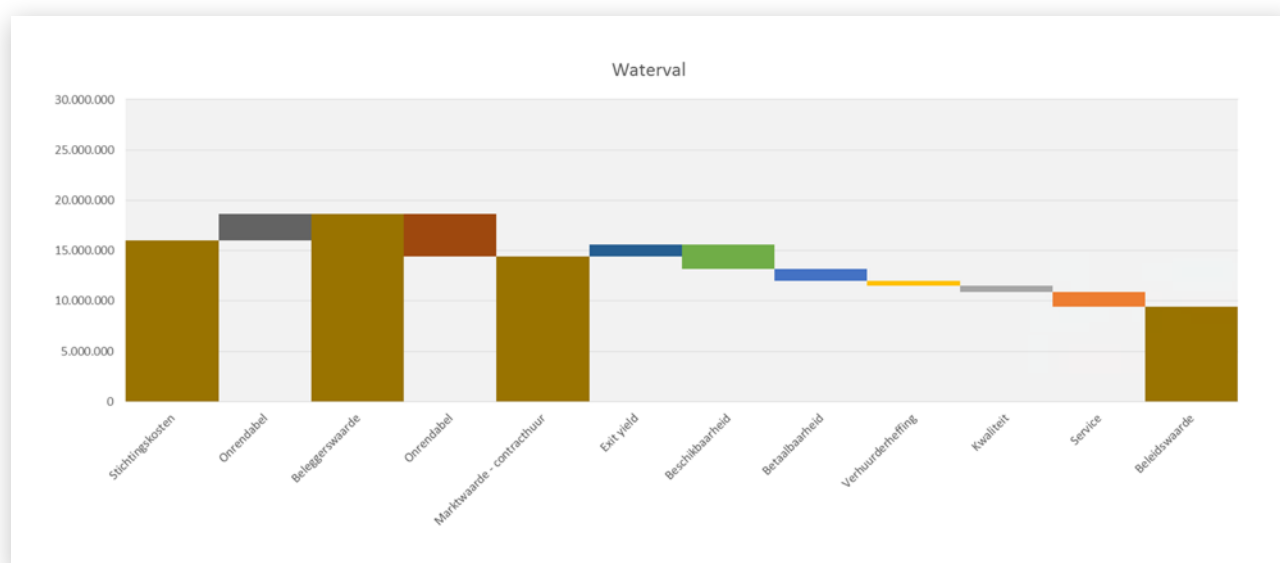
4.4. Uitbreiding waterval vanwege investeringen

De waterval van WSW en Aw veronderstelt dat de woningen al in exploitatie zijn en vindt zijn startpunt bij de marktwaarde van het vastgoed aan het einde van het verslagjaar. Wanneer de beleidswaarde en daarmee de waterval ook voor investeringen gebruikt worden, is het nodig de waterval uit te breiden. De investeringskosten vormen het startpunt van de uitgebreide waterval. Het is daarbij zinvol een tussenstap te onderscheiden, te weten de marktwaarde op basis van de markthuur (de 'beleggerswaarde'). De waterval wordt daarmee voor investeringen uitgebreid met twee extra stappen:

1. Het vermogenseffect bezien vanuit de 'beleggerswaarde'. Dit is gelijk aan het verschil tussen de investeringskosten en de marktwaarde gebaseerd op de markthuur.

2. Het vermogenseffect bezien vanuit de feitelijke marktwaarde gebaseerd op de contracthuur: de 'balanswaarde'. Dit vermogenseffect is gelijk aan het verschil tussen de marktwaarde op basis van de markthuur ten opzichte van de marktwaarde op basis van de contracthuur.

Vervolgens loopt de waterval door naar de beleidswaarde zoals in de vorige paragraaf is geschetst. De uitgebreide waterval die bij investeringen van toepassing is, ziet er dan als volgt uit:



4.5. Tot slot

In dit hoofdstuk stond de vraag centraal of voor de bepaling van de beleidswaarde de basiswaardering een bruikbaar startpunt vormt. Dit blijkt het geval te zijn. Bij de beleidswaarde worden de meeste vrijheidsgraden, als die bij de full waardering zijn gebruikt, aangepast. De beleidswaarde is gebaseerd op het doorexploiteerscenario en voor een eventuele exit yield komt de eindwaardeberekening volgens de basisversie in de plaats. Dat voor het bepalen van het vermogenseffect bij de stappen betaalbaarheid, kwaliteit en beheer de normen volgens de basisversie vergeleken worden met de eigen normen geeft voldoende inzicht in de maatschappelijke bestemming.

Verder is het zinvol dat in de waterval twee extra stappen worden onderscheiden. Een stap voor het effect van de eventuele aanpassing van de exit yield en een stap vanwege het effect van de verhuurderheffing. Voor de beoordeling van investeringen kan de waterval verder worden uitgebreid. De waterval kan dan beginnen met de investeringskosten met eventueel een tussenstap naar de marktwaarde op basis van de markthuur, waarna de markthuur op basis van de contracthuur volgt. Vervolgens sluit de huidige waterval daarop aan.

5. Investeringsafwegingen

5.1. Inleiding

Zoals in de inleiding is aangegeven, vormt het investeringsbeleid een belangrijk onderdeel van vastgoedsturing. Investeringsbeleid dient te worden beoordeeld. Primair gaat het er bij investeringen om of de betreffende (des)investeringsbeleid passen binnen het portefeuilleplan om daarmee de gewenste volkshuisvestelijke doelstellingen te realiseren. Daarnaast is het ook van belang om een financiële beoordeling van de investering uit te voeren. Past de investering binnen de financiële normen die de corporatie heeft vastgesteld? In dit hoofdstuk zal worden gezien welke rol de marktwaarde bij een financiële beoordeling van een investering zou kunnen vervullen. In het verlengde daarvan komt aan de orde of de basiswaardering toereikend is.

5.2. Relevante waarderingen

Om te beoordelen of een financiële beoordeling van voorgenomen investeringen mede aan de hand van de basiswaardering van het Handboek kan plaats vinden, nemen we de relevante waardebegrippen als uitgangspunt. Een investering zal niet alleen worden beoordeeld aan de hand van de waarde die ermee wordt gerealiseerd. Ook het rendement van de investering is van belang. Echter, in het kader waarbij het gaat om de wijze waarop de marktwaardering tot stand komt, ligt het voor de hand ons te richten op de relevante waarderingen.

Bij de financiële beoordeling van een investering kunnen verschillende waarderingen worden onderscheiden. Het gaat hierbij om de volgende begrippen:

- **Investeringskosten.** Alle kosten die bij de betreffende activiteit worden gemaakt. Dit is dus inclusief toegerekende rente en BTW. Verder kunnen deze kosten worden opgesplitst in grondkosten, bouwkosten, algemene kosten en BTW.
- **Leegwaarde.** De waarde van het vastgoed vrij van huur.
- **Marktwaarde verhuurd.** De marktwaarde van het vastgoed in verhuurde staat. Hierbij zijn twee waarden te onderscheiden:
 - *Marktwaarde verhuurd op basis van markthuur.* In deze situatie wordt bij de waardering van het vastgoed (fictief) verondersteld dat de markthuur wordt gevraagd zoals een commerciële belegger zou doen. Dit is de *beleggingswaarde*.
 - *Marktwaarde op basis van contracthuur.* In deze situatie wordt de marktwaarde gebaseerd op de door de corporatie voorgenomen contracthuur. Deze waarde vormt in principe ook de waarde die op balans van de corporatie komt te staan. Dit is de *balanswaarde*.
- **Beleidswaarde.** Dit is de waarde op basis van het beleid van de corporatie. Deze waarde wordt berekend via de waterval zoals die door WSW en Aw is uitgewerkt.

Deze waarderingen sluiten aan bij de uitgebreide waterval die in het vorige hoofdstuk aan de orde is geweest.

5.3. Het afwegingsproces

Het belang dat de verschillende waarderingen hebben in de financiële beoordeling van investeringen verschilt naar de fase waarin het investeringsproces zich bevindt. In ieder geval is op enig moment in het investeringsproces informatie over de marktwaarde en de beleidswaarde nodig, waarbij van belang is dat er zonder de marktwaarde geen beleidswaarde bepaald kan worden. Daarnaast hanteren veel corporaties ook de leegwaarde om daarmee te beoordelen of de investeringskosten marktconform zijn.

Corporaties hanteren bij de afweging van en de besluitvorming over investeringen over het algemeen een proces met verschillende fasen:

- De initiatieffase
- De haalbaarheidsfase
- De ontwerpfase (VO, DO)
- De realisatie- of uitvoeringsfase
- De oplevering met decharge

Het is zinvol om tijdens de initiatieffase al op z'n minst een indicatief beeld te hebben van de marktwaarde van de investering, en eventueel ook van de leegwaarde. Dit behoeft op dat moment nog niet nauwkeurig te zijn omdat in deze fase het project nog niet uitgekristalliseerd is, maar wel een goede indicatie te geven om een eerste beoordeling van het project uit te kunnen voeren en te beoordelen of de haalbaarheidsfase opgestart kan worden. In deze initiatieffase kan desgewenst worden volstaan met een eigen berekening van de marktwaarde en de leegwaarde. Het rekenmodel van het Handboek kan voor de marktwaarde worden gebruikt met desgewenst een eigen schatting van de parameters. Door het rekenmodel te gebruiken kan op dat moment ook een indicatieve beleidswaarde afgeleid worden. De leegwaarde kan op basis van beschikbare referenties worden bepaald.

Bij de afronding van de haalbaarheidsfase is een meer nauwkeurige bepaling van de marktwaarde wenselijk. Dit geldt ook voor de leegwaarde als deze een rol speelt bij de financiële beoordeling van de investering. Het gaat in deze fase immers om het concrete investeringsvoorstel op basis waarvan de interne besluitvorming (go / no go moment) plaatsvindt. De marktwaarde van het project is dan in ieder geval van belang vanwege het feit dat de marktwaarde op de balans komt te staan en de beleidswaarde afgeleid wordt van de balanswaarde.

5.4. Bepaling van de marktwaarde

Uitgaande van de noodzaak om bij de beoordeling van de investeringen de beschikking te hebben over de marktwaarde en eventueel de leegwaarde, is het van belang te bezien hoe die waarden bepaald kunnen worden. De eerste vraag is dan of de basisversie van het Handboek voor investeringen een bruikbare marktwaarde oplevert. Het gaat hierbij om de te verwachten marktwaarde op het moment dat over de investering besloten moet worden. Hierbij is onderscheid te maken tussen nieuwbouw aan de ene kant, en woningverbetering en duurzaamheidsinvesteringen aan de andere kant.

De basisversie van het Handboek zou in theorie gebruikt kunnen worden voor het bepalen van de marktwaarde van een nieuw te bouwen woning. Het is de vraag of dit een bruikbare waardering oplevert. Het Handboek heeft betrekking op vastgoed in exploitatie en niet specifiek op nieuwbouw. Bovendien is de basiswaardering vooral op portefeuilleniveau bruikbaar en in mindere mate voor de waardering van een afzonderlijk complex. Om tot de marktwaarde van een nieuw te bouwen woning te komen, zijn er dan twee oplossingen mogelijk:

- Ondanks het feit dat marktwaarde via de basisversie van het Handboek voor nieuwbouw geen nauwkeurige waarde oplevert, kan ervoor worden gekozen om toch die basisversie te gebruiken. Twee overwegingen spelen hierbij een rol. De ene is dat bij corporaties die voor de jaarrekening de basiswaardering gebruiken, de waardering volgens de basisversie in principe ook de balanswaardering zal worden. De andere is dat bij corporaties waarvoor het vastgoed primair een bedrijfsmiddel is dat ten dienste staat van het vervullen van de volkshuisvestelijke rol, de beleidswaarde het centrale waardebegrip is. Deze beleidswaarde kan, zoals in het vorige hoofdstuk is uitgewerkt, zeer goed van de basiswaardering worden afgeleid. Als aan de leegwaarde een groot belang wordt toegekend bij de beoordeling van de hoogte van de investeringen, kan daarvoor een afzonderlijke taxatie van de toekomstige leegwaarde worden gebruikt.
- De tweede oplossing is aan de orde als bij de financiële beoordeling van de investering een groot belang wordt gehecht aan een nauwkeurige waardering. Dit past met name bij corporaties die het vastgoed zien als een beleggingsmiddel. In dat geval is het nodig om een externe taxateur in te schakelen. De taxateur kan de leegwaarde, de markthuur en de marktwaarde van de nieuwe woningen in het project vaststellen. Bij de bepaling van de marktwaarde dient door de taxateur het rekenmodel van het Handboek te worden gebruikt. Dit is nodig omdat op basis daarvan vervolgens de beleidswaarde kan worden afgeleid.

Bij woningverbeteringen en duurzaamheidsinvesteringen is het Handboek feitelijk niet geschikt om vooraf een inschatting te maken van het effect daarvan op de marktwaarde en de beleidswaarde. In het Handboek zijn amper handvaten opgenomen om een verbetering te waarderen. Een verbetering zou kunnen leiden tot een hogere leegwaarde, een hogere markthuur of een lagere disconteringsvoet, maar het Handboek biedt daarover geen uitsluitsel. Zoals in de volgende paragraaf nog aan de orde komt, is in het rekenmodel van het Handboek geen plaats voor een verlenging van de levensduur van dergelijke ingrepen. Als er sprake is van een huuraanpassing heeft dat nog wel een effect op de marktwaarde en vervolgens de beleidswaarde. Daar waar er sprake is van een huuraanpassing kan het effect van deze huuraanpassing op de markt- en de beleidswaarde met de basisversie van het handboek worden bepaald.

Als een duurzaamheidsinvestering leidt tot een betere energie-index, biedt het Handboek evenmin een mogelijkheid om het effect op de marktwaarde en de beleidswaarde te bepalen. Zelfs een EPV-vergoeding kent de basisversie van het Handboek niet.¹⁰

Zowel bij woningverbeteringen als duurzaamheidsinvesteringen, kan afhankelijk van de omvang van de investering besloten worden om een externe taxateur in te schakelen om het effect op de marktwaarde te bepalen. De zienswijze van de taxateur kan dan bij de financiële beoordeling van de investering een rol spelen. Overigens is het effect op de marktwaarde van dergelijke ingrepen over het algemeen beperkt.

5.5. Complicaties beleidswaarde

Zoals in het voorafgaande al is aangegeven, heeft de beleidswaarde de bedrijfswaarde vervangen. De beleidswaarde wordt door het WSW gebruikt om mede via de Loan-to-Value (LtV) de borgingsruimte te bepalen. In de LtV komt de beleidswaarde immers in de plaats van de bedrijfswaarde. Daarnaast zal de beleidswaarde ook door corporaties worden gebruikt bij de bedrijfseconomische afwegingen in het investeringsbeleid. De beleidswaarde geeft immers in principe de waarde van de woningen weer op basis van het voorgenomen beleid. Hier doen zich enkele complicaties voor die te maken hebben met de wijze waarop de beleidswaarde wordt berekend.

De complicaties vloeien voort uit enkele kenmerken van de beleidswaarde:

- De eindwaarde aan het einde van het 15e jaar, die een onderdeel uitmaakt van de beleidswaarde, wordt berekend op basis van de fictie van een oneindige levensduur. De consequentie is dat verlenging van de levensduur door woningverbeteringen en duurzaamheidsinvesteringen in de beleidswaarde niet meer tot extra waarde leidt. Een levensduur langer dan oneindig is immers niet mogelijk. Het gevolg is dat deze investeringen op basis van de beleidswaarde (nog) minder rendabel zijn.
- De eindwaarde in de beleidswaarde wordt contant gemaakt met de disconteringsvoet, waarmee ook de marktwaarde wordt bepaald. Deze marktconforme disconteringsvoet geeft de rendementseis van de belegger weer en is ongeveer 7%. Aangenomen mag worden dat de corporatie een lagere rendementseis heeft en daarmee ook een lagere disconteringsvoet, ook omdat het risico voor de corporatie om het eigen beleid te realiseren lager is dan voor de beleggers met het marktconforme beleid.
- Als gevolg van de relatief hoge disconteringsvoet is de eindwaarde in de beleidswaarde relatief laag. De eindwaarde geeft daardoor niet goed weer wat de resterende waarde is na het 15e jaar vanuit het perspectief van de corporatie. Voor de corporatie is er, uitgaande van het eigen beleid en de daarbij behorende disconteringsvoet sprake van een hogere eindwaarde.

¹⁰ Het ontbreken van de EPV-vergoeding in de basisversie van het Handboek, ook in de recent verschenen versie die betrekking heeft op de peildatum 31 december 2018, is ook problematisch voor de waardering van het bestaande vastgoed in exploitatie.

Deze kenmerken van de beleidswaarde leiden ertoe dat de beleidswaarde niet goed bruikbaar is voor een financiële beoordeling van een investering vanuit bedrijfseconomisch perspectief. Als het looptijdrendement (IRR) wordt berekend op basis van de beleidsconforme kasstromen en de te lage eindwaarde, ontstaat een kunstmatig laag looptijdrendement. Dit kan vervolgens een negatief effect hebben op de investeringsbereidheid. Nader onderzoek naar de wijze waarop de beleidswaarde wordt bepaald is zinvol.

Deze complicaties met de beleidswaarde staan op zich los van de keuze tussen de basis of de full waardering. Wel laten ze zien dat de marktconforme disconteringsvoet geen goede maatstaf voor de corporatie is om het eigen beleid financieel te beoordelen. Dat bij de basiswaardering de marktconforme disconteringsvoet mogelijk niet aansluit bij die van de full waardering is dan ook niet problematisch en geen reden om aan de full waardering de voorkeur te geven.

5.6. Verkoop van woningen

Desinvesteringen, verkoop van huurwoningen, maken ook onderdeel uit van vastgoedbeleid. Voor de centrale vraag van dit project – is de basiswaardering toereikend? – is in de eerste plaats het volgende onderscheid naar type verkoop van belang:

- Verkoop aan natuurlijke persoon voor eigen bewoning.
- Verkoop aan een andere toegelaten instelling.
- Verkoop aan beleggers.

In de eerste situatie is de leegwaarde van belang. Op basis van regelgeving¹¹ is daarvoor een recent taxatierapport of een recente WOZ-beschikking nodig. In de tweede situatie bij verkoop aan een andere corporatie, zal het veelal complexgewijze verkoop in verhuurde staat betreffen. Hierbij is vanuit de regelgeving geen norm over de hoogte van de verkoopprijs bepaald. Tot slot is verkoop aan beleggers de derde mogelijkheid. Het gaat hierbij veelal om complexgewijze verkoop. Ook hierbij is een taxatierapport of WOZ-beschikking vereist.

Als het gaat om de rol die de marktwaarde vervult bij de verkoop, is het zinvol bij het proces twee fasen te onderscheiden:

- **Het selectieproces.** Gegeven een bepaalde verkoopwens, kan de marktwaarde een rol spelen bij de selectie van de complexen die voor verkoop in aanmerking komen.
- **Het verkoopproces.** Vervolgens kan de marktwaarde een rol spelen bij het bepalen van de (minimale) verkoopprijs die voor de corporatie acceptabel is.

¹¹ Het gaat om Besluit toegelaten instellingen volkshuisvesting, art. 22 – 27, en Regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting, art. 9 – 12.

Of bij de selectie van de complexen die voor verkoop worden geselecteerd, de basiswaardering toereikend is, is mede afhankelijk van het type verkoop en het belang dat in dit stadium toegekend wordt aan een nauwkeurige marktwaarde verhuurd. Bij verkoop aan natuurlijke personen is in veel gevallen de verhouding tussen de WOZ-waarde en de beleidswaarde een bruikbaar criterium voor de selectie van de te verkopen complexen. De WOZ-waarde als benadering voor de mogelijke opbrengst bij verkoop aan een natuurlijk persoon.

De beleidswaarde als benadering voor de opgeofferde waarde op basis van het eigen beleid. Naarmate deze verhouding in vergelijking met andere complexen hoger is, is er vanuit financieel perspectief meer reden om te verkopen. Hierbij blijft overigens buiten beschouwing dat op het moment van selectie de woningen in principe verhuurd zijn en afhankelijk van de mutatie de woning pas op een later moment leeg voor de verkoop aan een natuurlijk persoon beschikbaar komt. Als de corporatie met dit tijdsaspect ook rekening wil houden, zou aan de marktwaarde volgens het uitpondscenario de voorkeur gegeven kunnen worden boven de WOZ-waarde. Het is de vraag overigens of dit in de praktijk veel uitmaakt. Als binnen de portefeuille de verhouding marktwaarde ten opzichte van de WOZ-waarde min of meer gelijk is, levert de marktwaarde in het kader van het selectieproces geen andere inzichten op.

Bij de selectie van complexgewijze verkoop aan een belegger kan een andere afweging worden gemaakt. De marktwaarde verhuurd is dan de te verwachten opbrengst. In deze situatie zou voor een goede selectie een redelijk nauwkeurige marktwaarde verhuurd zinvol kunnen zijn. Dit is te meer het geval naarmate in de selectiefase de inschatting van de mogelijke verkoopopbrengsten belangrijker is. Een praktische oplossing is dan om bij de complexen die in de selectiefase in aanmerking komen voor complexgewijze verkoop, een extern taxateur de marktwaarde verhuurd te laten bepalen. Over het algemeen komt er slechts een beperkt aantal complexen (veelal vanuit de niet-DAEB tak) in aanmerking om op deze wijze te worden verkocht, zodat de kosten beperkt blijven. Met deze informatie van de taxateur kan de selectie gemaakt worden op basis van de verhouding marktwaarde verhuurd ten opzichte van de beleidswaarde.

Bij voorgenomen complexgewijze verkoop aan een corporatie is veelal, net als bij een verkoop aan een belegger, de marktwaarde verhuurd de gewenste verkoopopbrengst. Als dat het geval is, kan dezelfde lijn worden gevolgd als bij verkoop aan een belegger. Als dat niet het geval is, en een lagere opbrengst acceptabel is, is de nauwkeurigheid van de marktwaarde verhuurd minder van belang.

Bij de tweede fase, de daadwerkelijke verkoop van de geselecteerde complexen aan een belegger of corporatie, is het in ieder geval van belang te beschikken over een nauwkeurige marktwaarde verhuurd. In dat geval is inschakeling van een taxateur erg zinvol omdat dan de basiswaardering niet volstaat.

5.7. Tot slot

Uit het voorafgaande komt naar voren dat bij de financiële beoordeling van investeringen het belang van de marktwaarde mede afhankelijk is hoe de corporatie haar vastgoed beziet. Als het vastgoed een bedrijfsmiddel is dat ten dienste staat van de maatschappelijke rol, is een nauwkeurige marktwaarde van de woningen in het investeringsproject minder van belang. De marktwaarde zou dan via de basisversie van het Handboek bepaald kunnen worden, ook omdat deze waarde bij corporaties die voor de jaarrekening de basisversie gebruiken, op de balans komt te staan. Voor deze categorie corporaties is de hoogte van de beleidswaarde van de nieuwe woningen cruciaal. De beleidswaarde kan ook goed afgeleid worden van een marktwaarde die met de basisversie van het Handboek is bepaald.

Beziet de corporatie het vastgoed als een beleggingsmiddel, dan is de marktwaarde wel van belang. Op grond daarvan kan er in deze situatie voor worden gekozen om bij een investeringsproject een externe taxateur in te schakelen, met name in de fase dat er een investeringsvoorstel wordt opgesteld ten behoeve van de interne besluitvorming. De taxateur kan dan gebruik makend van het rekenmodel van het Handboek mede op basis van de verwachte leegwaarde en de markthuur, de marktwaarde van de nieuwe woningen bepalen. Deze informatie van de taxateur kan dan bij de beoordeling van de investering meegenomen worden.

Bij woningverbeteringen en duurzaamheidsinvesteringen biedt het Handboek weinig houvast om het effect daarvan op de marktwaarde te bepalen. Over het algemeen hebben deze ingrepen ook relatief weinig invloed op de hoogte van de marktwaarde. Ook de beleidswaarde wordt er relatief weinig door beïnvloed, onder meer omdat de beleidswaarde geen rekening houdt met een eventuele verlenging van de levensduur. Daar waar er sprake is van een huuraanpassing kan het effect van deze huuraanpassing op de markt- en de beleidswaarde met de basisversie van het handboek worden bepaald.

Bij desinvesteringen, verkoop van huurwoningen, ligt de situatie genuanceerd. Bij verkoop aan natuurlijke personen is de noodzaak voor een nauwkeurige marktwaarde verhuurd niet aanwezig. Dit is wel het geval bij complexgewijze verkoop aan beleggers. In die situaties in de selectiefase en in de verkoopfase zinvol om de beschikking te hebben over een door een taxateur bepaalde marktwaarde verhuurd van de betreffende complexen.

Over ons

Real Estate Management

In de vastgoedsector is Ortec Finance Real Estate Management al meer dan 25 jaar een leverancier van software, advies, opleidingen en onderzoek. Door de combinatie van marktkennis, wiskundige modellen en informatietechnologie biedt Ortec Finance hoogwaardige en consistente oplossingen waarmee vastgoedorganisaties in staat zijn betere beslissingen te nemen. Wij garanderen inhoudelijke expertise, kennis van de markt en een hoge kwaliteit van dienstverlening. In Nederland maken onder meer 280 woningcorporaties, 75 gemeenten en diverse organisaties in de taxatiemarkt gebruik van onze diensten.



Johan Conijn

Directeur Real Estate Management

+31 20 700 97 73

Johan.Conijn@ortec-finance.com



Annique Verkoeijen

Senior Consultant

+31 20 700 97 76

Annique.Verkoeijen@ortec-finance.com

Ortec Finance

Het doel van Ortec Finance is om mensen in staat te stellen de complexiteit van investeringsbeslissingen te managen. Dit doen wij door het leveren van toonaangevende technologie en oplossingen voor het nemen van investeringsbeslissingen aan financiële instellingen over de hele wereld. Onze kracht ligt in een doeltreffende combinatie van geavanceerde modellen, innovatieve technologie en diepgaande marktkennis. Deze combinatie van vaardigheden en expertises ondersteunt investeringsprofessionals in het halen van een betere risico- rendementsverhouding en daarmee betere resultaten.

Rotterdam

Boompjes 40
3011 XB Rotterdam
The Netherlands
Tel. +31 10 700 50 00

Amsterdam

Naritaweg 51
1043 BP Amsterdam
The Netherlands
Tel. +31 20 700 97 00

London

Bridge House
181 Queen Victoria Street
London EC4V 4EG
United Kingdom
Tel. +44 20 3770 5780

Zurich

Poststrasse 4
8808 Pfäffikon SZ
Switzerland
Tel. +41 55 410 38 38

Toronto

250 University Avenue #200
Toronto, ON M5H 3E5
Canada
Tel. +1 416 736 4955

Hong Kong

Unit 211, Building 12W
Phase 3 Hong Kong
Science Park
Shatin, Hong Kong
Tel. +852 2477 9288

contact@ortecfinance.com www.ortecfinance.com