

Van Marktwaaarde naar Beleidswaarde

– Een handvat voor het nemen van investeringsbeslissingen in sociaal vastgoed –

januari 2018

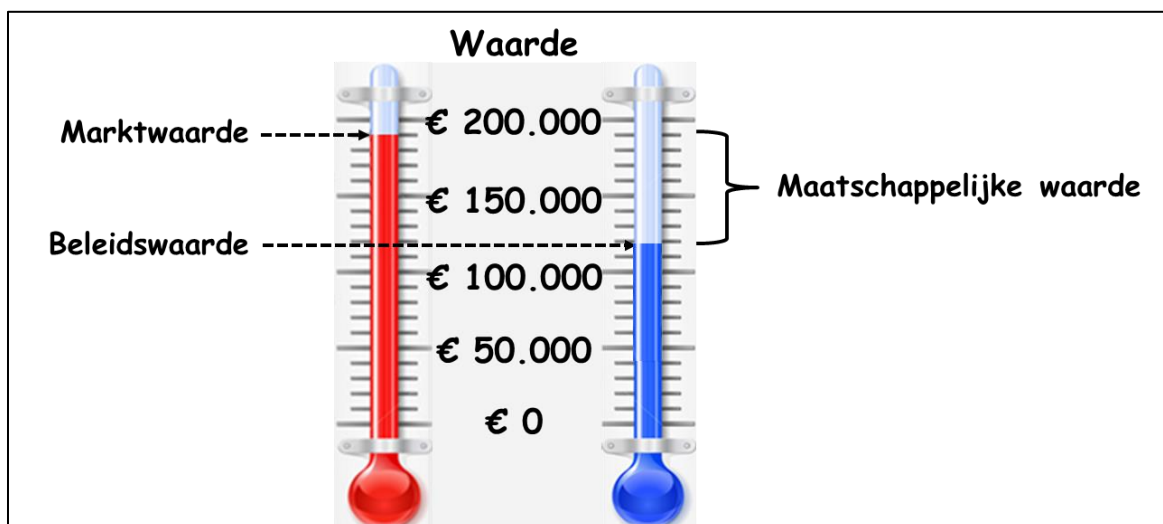
‘De Marktwaaarde is totaal ongeschikt voor het nemen van verantwoorde investeringsbeslissingen in sociaal vastgoed.’ Zo, die stelling staat! In dit artikel betoog ik waarom woningcorporaties beter kunnen overschakelen op de Beleidswaarde – of nog beter, het Beleidsrendement – als sturingsinstrument voor vastgoedkeuzes.

Dit artikel is bedoeld voor bestuurders, controllers en leden van de Raad van Commissarissen die een helder toetsingskader voor investeringsvoorstellen behoeven (‘is uw investeringsstatuut al geactualiseerd?’) en voor eenieder die inzicht wil in de financiële impact van beleidskeuzes op het rendement van bestaand en nieuw te ontwikkelen vastgoed.

INLEIDING

Woningcorporaties zijn maatschappelijke instellingen maar worden geacht hun vastgoed te waarderen op marktwaaarde in verhuurde staat. Dat helpt bij de onderlinge vergelijkbaarheid, maar voor het nemen van investeringsbeslissingen schiet de marktwaaarde tekort. Corporaties zijn namelijk geen commercieel beleggers, maar laten bewust economische voordelen liggen om hun sociaal-maatschappelijke doelen te behalen.

Hoe kunnen we dan verantwoorde investeringsbeslissingen nemen? Helpt de marktwaaarde ons daarbij? Jazeker, als ijkpunt! De beleidskeuzes die de corporatie maakt – bijvoorbeeld het vragen van minder huur – leiden tot een lagere waarde van het vastgoed (zie **figuur 1**). Die beleidskeuzes komen tot uitdrukking in de beleidswaarde van de woning. De corporatie laat bewust economische voordelen liggen en laat deze ten goede komen aan de maatschappij, wat tot uitdrukking komt in de ‘maatschappelijke waarde’.



Figuur 1 – beleid langs de financiële meetlat

MARKTWAARDE

De marktwaarde van een woning¹ is – simpel gesteld – de maximale waarde waartegen een woning verhandeld zou kunnen worden op de vrije markt. De beslissingen die een ‘homo economicus pur sang’ zou nemen zijn daarbij van toepassing: als verhuur een hogere waarde oplevert, dan wordt er verhuurd. Als uitpanden een hogere waarde oplevert, dan wordt er verkocht. Indien meer (of juist minder) onderhoud aan de woning leidt tot een hogere waardering in de markt, dan wordt daarvoor gekozen. Et cetera. Het zijn de beslissingen die een commercieel belegger zou nemen.

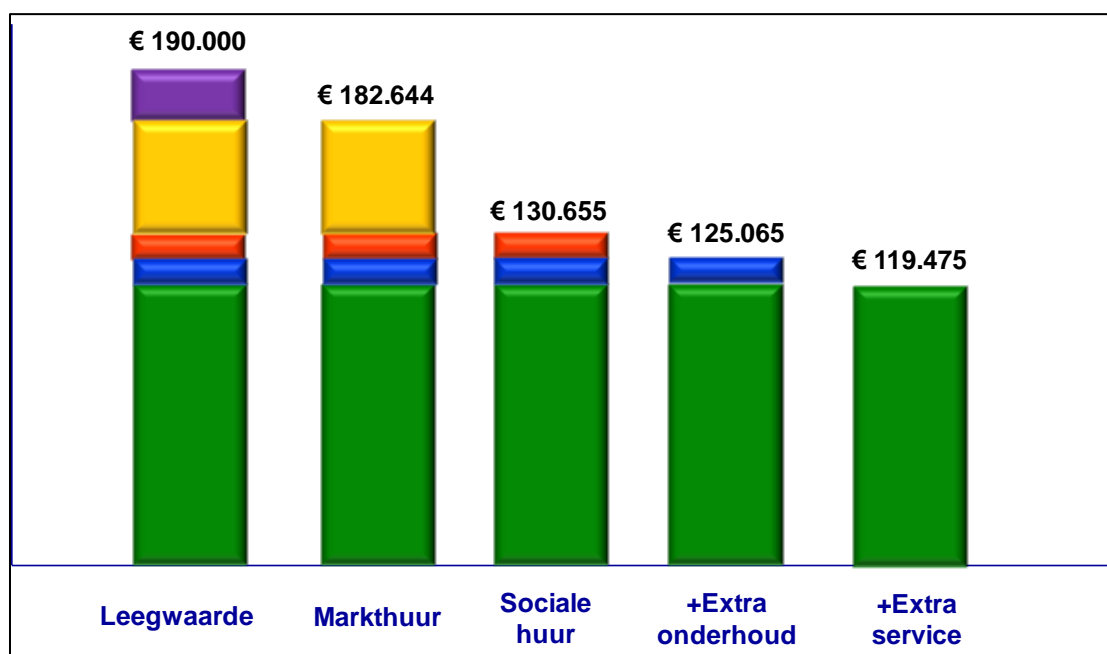
In tegenstelling tot commercieel beleggers streven woningcorporaties maatschappelijke doelen na. Het invulling geven aan deze maatschappelijke doelen leidt tot een lagere waarde van de woning: de beleidswaarde.

BELEIDSWAARDE

De corporatie heeft grofweg 4 ‘knoppen’ waaraan gedraaid kan worden om haar maatschappelijke doelen na te streven:

1. het *beschikbaar* stellen van woningen voor verhuur.
2. het *betaalbaar* maken van woningen voor de doelgroep
3. het uitvoeren van *extra onderhoud*
4. het verlenen van *extra services*

De impact van verschillende beleidskeuzes op de waarde van een woning is in **figuur 2** inzichtelijk gemaakt. In dit voorbeeld is de marktwaarde van de woning € 190.000 en is de beleidswaarde van de woning € 119.475. Voor de liefhebbers onder ons: de achterliggende berekeningen zijn opgenomen in **bijlage 1 t/m bijlage 4**.



Figuur 2 – van Marktwaarde naar Beleidswaarde

¹ in dit artikel wordt een woning als voorbeeld gebruikt, maar de behandelde materie is op eenzelfde wijze toepasbaar op andersoortig vastgoed dat maatschappelijk aangewend wordt.

Beschikbaarheid

Het verschil tussen de 'Leegwaarde' en de 'Markthuur' wordt veroorzaakt door de woning überhaupt in verhuur te nemen. De woning wordt onttrokken aan de markt voor eigenaar-gebruikers en 'beschikbaar gesteld' aan huurders. Ondanks dat huurders de hoogst mogelijke huur betalen (de markthuur), heeft deze 'beschikbaarstelling voor verhuur' toch een nadelig effect op de waarde van de woning. Dit komt omdat in Nederland woningen 'vrij van huur en gebruik' normaliter de hoogste waarde hebben. De waarde daalt in ons voorbeeld met € 7.356 (het verschil tussen € 190.000 en € 182.644).

Betaalbaarheid

Het betaalbaar maken van woningen voor de doelgroep van de corporatie heeft in dit voorbeeld verreweg de grootste (negatieve) impact op de waarde van de woning. Door de huur – gedurende de gehele exploitatieperiode – te verlagen van € 800 aan markthuur naar € 640 aan sociale huur per maand, daalt de waarde met € 51.989 (verschil tussen € 182.644 en € 130.655).

Extra onderhoud

De corporatie kan ervoor kiezen om meer onderhoud te plegen dan een commercieel belegger vanuit puur economisch oogpunt zou doen. In dit voorbeeld kost het gemiddeld € 1.250 per jaar om de woning te laten voldoen aan de kwaliteitseisen van de corporatie, terwijl de commercieel belegger hooguit € 750 gemiddeld per jaar aan onderhoud zou uitgeven. Een impact op de waarde van € 5.590 (verschil tussen € 130.655 en € 125.065).

Extra service

Het verhuren van woningen aan een sociale doelgroep vraagt om het verlenen van extra services. Bijvoorbeeld het voeren van een sociaal incassobeleid en uitgaven op het gebied van de leefbaarheid. In dit voorbeeld kost het de corporatie gemiddeld € 750 per jaar, terwijl de commercieel belegger hooguit € 250 gemiddeld per jaar aan beheerslasten zou uitgeven. Een impact op de waarde van € 5.590 (verschil tussen € 125.065 en € 119.475).

VAN WAARDE NAAR RENDEMENT

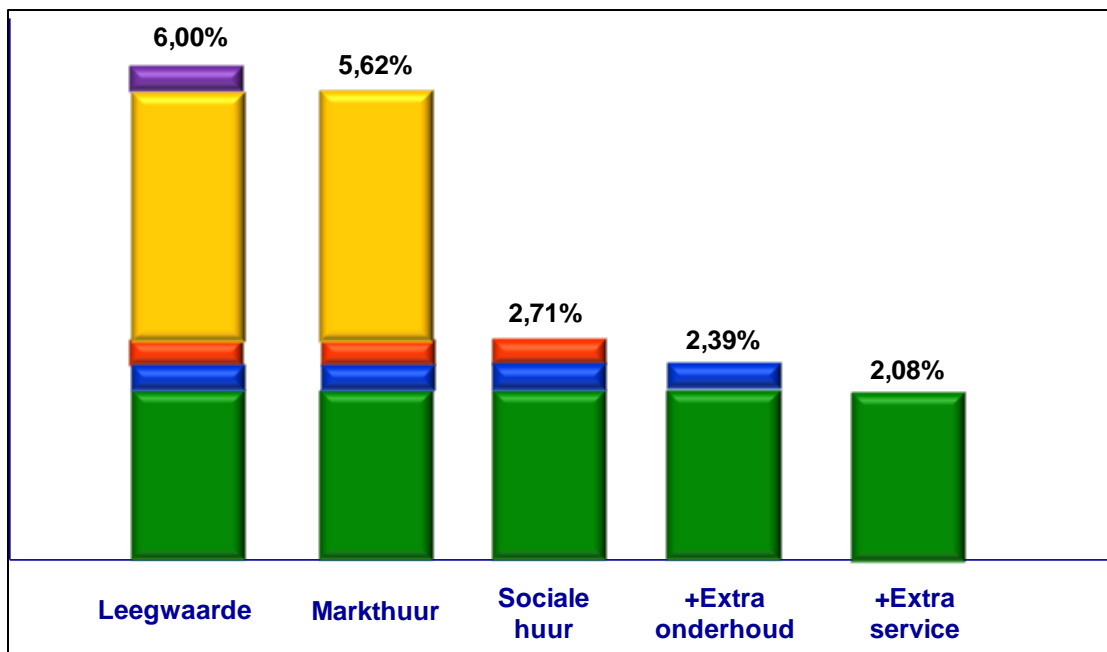
Nu we een beeld hebben gekregen van de begrippen marktwaarde en beleidswaarde kunnen we een stap zetten richting een handvat voor het nemen van investeringsbeslissingen. Een dergelijk handvat – vaak uitgeschreven in een investeringsstatuut – bestaat normaliter uit meerdere toetsingskaders. Bijvoorbeeld de passendheid van voorgenomen investeringen binnen wet- en regelgeving, binnen prestatieafspraken met gemeenten en binnen vooraf gestelde financiële kaders. In dit artikel beperken we ons tot het stellen van een minimum rendementseis als een van de financieel noodzakelijke kaders.

Alvorens we een minimale rendementseis kunnen stellen is een tussenstap nodig: de stap van 'waarde' naar 'rendement'. Het werken met absolute waardes maakt het namelijk lastig om investeringsvoorstellen te kunnen beoordelen. Je zou bijvoorbeeld als kader kunnen hanteren dat de beleidswaarde van een woning minimaal € 100.000 moet zijn. Het nadeel van een dergelijke absolute waarde is dat daarin geen rekening wordt gehouden met de diversiteit aan woningen die corporaties normaliter in portefeuille hebben. Die € 100.000 is wellicht een goede maatstaf voor een grondgebonden eengezinswoning van 100m², maar is niet bruikbaar als maatstaf voor een investering in een jongerenstudio van 30m². Gezien de beperkte (sociale) huur voor een

dergelijke studio zal een minimale beleidswaarde van € 100.000 nooit gehaald worden, waardoor geen enkel investeringsvoorstel voor jongerenstudio's het zou halen.

Je zou kunnen werken met verschillende minimaal te behalen beleidswaardes per woningcategorie (bijvoorbeeld € 60.000 voor jongerenstudio's), maar beter is het om te werken met rendementseisen. Het voordeel van het sturen op een rendementspercentage in plaats van op absolute waarden is namelijk dat verschillende woningtypen onderling vergelijkbaar worden. Het rendement op een grondgebonden woning en op een studio kan bijvoorbeeld in beide gevallen 2,00% zijn, terwijl de beleidswaardes op respectievelijk € 120.000 en € 60.000 uitkomen. In een rendementspercentage komt namelijk de *verhouding* tussen de kosten en opbrengsten naar voren. Een goedkopere woning met een lagere huur kan daarmee eenzelfde rendement hebben als een duurder woning met een hogere huur. Dit terwijl de absolute waarden van de woningen sterk verschillen. Al met al reden om 1 rendementseis voor alle investeringen in sociale woningen te verkiezen boven meerdere minimale beleidswaardes per subcategorie.

Terugkerend naar de woning uit ons voorbeeld: in **figuur 3** is de impact van de verschillende beleidskeuzes op het *rendement* van de woning inzichtelijk gemaakt. Door de verschillende beleidskeuzes daalt het rendement op de woning van 6,00% naar 2,08%. In **bijlage 1 t/m bijlage 4** zijn tevens de rendementsberekeningen opgenomen. Het betaalbaar maken van de woning heeft ook hier verreweg de grootste (negatieve) financiële impact.



Figuur 3 – van Marktrendement naar Beleidsrendement

HET STELLEN VAN EEN RENDEMENTSEIS

Nu we een beeld hebben gekregen van de impact van verschillende beleidskeuzes op het rendement van een investering, dient zich een andere vraag aan. Hoe bepalen we de hoogte van de rendementseis? Met andere woorden: aan welk minimale rendementspercentage dient een investering in sociaal vastgoed te voldoen?

Een goede basis daarvoor zijn de gemiddelde vermogenskosten van de corporatie. In het Engels de WACC genoemd (Weighted Average Cost of Capital). Simpel gesteld zijn dit de kosten die de corporatie kwijt is aan het financieren van haar investeringen in vastgoed. Het betreft de gemiddelde kosten van het aantrekken van externe financiering en het beschikbaar stellen van eigen middelen. De gemiddelde vermogenskostenvoet wordt uitgedrukt in een rendementspercentage (de WACC). Dit rendementspercentage kan als minimum rendementseis gehanteerd worden voor vastgoedinvesteringen. De redenatie daarachter is dat de investeringen dan in ieder geval voldoende opleveren om de financieringskosten te kunnen dekken.

Laten we er in ons voorbeeld vanuit gaan dat de corporatie voor 60% met vreemd vermogen (leningen) is gefinancierd. Voor het eigen vermogen (40%) wordt een lange termijn inflatie van 2,00% als rendementseis gehanteerd. Voor het vreemd vermogen (60%) wordt een lange termijn rente van 1,80% voor (WSW-geborgde) leningen gehanteerd. De berekening van de WACC is dan als volgt: $(40\% \times 2,00\%) + (60\% \times 1,80\%) = 1,88\%$.

In ons voornoemde voorbeeld kwam het rendement op de woning – na doorvoering van alle beleidsdoelstellingen – uit op 2,08% (**figuur 3**). In dit geval is het rendement op de woning hoger dan de minimale rendementseis van 1,88%. Vanuit dit financiële toetsingskader is er dan groen licht om tot deze investering over te gaan.

Het is gebruikelijk dat verschaffers van vreemd vermogen een hogere rente voor hun lening vragen wanneer het risicoprofiel van het vastgoed groter is. Een lening voor incurant zorgvastgoed zal bijvoorbeeld een hoger rentepercentage kennen dan een investering in courante sociale huurwoningen. Voor investeringen in incurant maatschappelijk vastgoed kan dan een aparte rendementseis gehanteerd worden. Wanneer het rentepercentage voor een lening voor incurant maatschappelijk vastgoed bijvoorbeeld 4,00% is (in plaats van de 1,80% voor courante woningen in dit voorbeeld) dan komt de rendementseis voor dit type vastgoed uit op 3,20%².

De verschaffer van vreemd vermogen berekent dus een hogere risico-opslag door in het rentepercentage voor een lening voor incurant vastgoed. De corporatie kan er tevens voor kiezen om een risico-opslag op haar eigen vermogen door te berekenen bij investeringen in incurant vastgoed. Bijvoorbeeld wanneer er sprake is van een huurcontract van 15 jaar, terwijl de exploitatieperiode van het gebouw 30 jaar is. Ter dekking van het leegstandsrisico (en/of verbouwkosten) na afloop van de eerste huurtermijn is het aan te raden om een hogere rendementseis op het eigen vermogen te stellen. Indien de corporatie bijvoorbeeld een risico-opslag van 3,00% bovenop de inflatie hanteert, dan komt de rendementseis voor dit type vastgoed uit op 4,40%³.

HOE NU VERDER?

Nu we weten dat de beleidswaarde een betere grondslag vormt voor investeringsbeslissingen in sociaal vastgoed dan de marktwaarde, resteert de vraag hoe dit te operationaliseren. Het start met de actualisatie van het investeringsbeleid van de corporatie, vaak vormgegeven in een investeringsstatuut. Hierin dienen de verschillende waardebegrippen helder en eenduidig omschreven te staan en dient een minimum rendementseis gesteld te worden waaraan vastgoedinvesteringen moeten voldoen. In de investeringsvoorstellen zelf – vaak in de vorm van

² $WACC = (40\% \times 2,00\%) + (60\% \times 4,00\%) = 3,20\%$

³ $WACC = (40\% \times 5,00\%) + (60\% \times 4,00\%) = 4,40\%$

een beslisdocument of fasedocument – dient onderbouwd te worden hoe de voorgestelde vastgoedstrategie bijdraagt aan het beleid van de corporatie en dient het vastgoedrendement correct berekend te zijn.

MEER WETEN?

Ondersteuning nodig om te komen tot verantwoorde investeringen in sociaal vastgoed? Wij zijn u graag van dienst bij het actualiseren van uw investeringsbeleid en bij het opstellen van concrete investeringsvoorstellen voor bestaand en nieuw vastgoed. Deze kennis delen wij tevens in onze trainingen:

➤ <http://www.as-vastgoed.nl/diensten/trainingen/assetmanagement-en-marktwaardering>

Specifiek voor commissarissen:

➤ <https://vtw-academie.nl/opleidingen/masterclass-vastgoedsturing-assetmanagement-en-duurzaamheid/>

Over de auteur:

Drs. ing. Arnoud Spithoven MRE MRICS is gespecialiseerd in asset- en ontwikkelingsmanagement en helpt maatschappelijke organisaties bij vraagstukken op het gebied van ruimtelijke ordening en vastgoed. (<https://nl.linkedin.com/in/arnoudspithoven>)

Over de referent:

Drs. Thijs Paré MRE helpt vastgoedgerelateerde organisaties met strategische keuzes ten aanzien van de vastgoedportefeuille en de inrichting van de organisatie.

(<http://nl.linkedin.com/in/thijspare/en/>)

Bijlage 1 – berekening ‘markthuur’

Markthuur		Leegwaarde (niveau stichtingskosten gehanteerd)	
Stichtingskosten	190.000	risicovrije rentevoet	1,00%
WOZ-waarde	190.000	sectoropslag	4,50%
Huur per maand	800	risico-opslag	0,50%
Verhuurdersheffing	0,000%	Geëist rendement	6,00%
Onderhoudskosten per jaar	750	Geëist rendement	6,00%
Beheerslasten per jaar	250		
Zakelijke lasten per jaar	300		
Huurstijging per jaar	2,00%		
Lastenstijging per jaar	2,00%		
Exit yield	6,00%		

jaar	investering	huur	verhuurdersheffing	onderhoudskosten	beheerslasten	zakelijke lasten	restwaarde	saldo
0	-190.000							-190.000
1		9.792	0	-765	-255	-306		8.466
2		9.988	0	-780	-260	-312		8.635
3		10.188	0	-796	-265	-318		8.808
4		10.391	0	-812	-271	-325		8.984
5		10.599	0	-828	-276	-331		9.164
6		10.811	0	-845	-282	-338		9.347
7		11.027	0	-862	-287	-345		9.534
8		11.248	0	-879	-293	-351		9.725
9		11.473	0	-896	-299	-359		9.919
10		11.702	0	-914	-305	-366		10.118
11		11.936	0	-933	-311	-373		10.320
12		12.175	0	-951	-317	-380		10.526
13		12.419	0	-970	-323	-388		10.737
14		12.667	0	-990	-330	-396		10.952
15		12.920	0	-1.009	-336	-404	215.339	226.510

Marktwaarde Verhuurde staat	182.644
Waarde	182.644
ORT	1,00%
IRR	5,62%

Bijlage 2 – berekening ‘sociale huur’

Sociale huur								
Stichtingskosten	190.000					risicovrije rentevoet		1,00%
WOZ-waarde	190.000					sectoropslag		4,50%
Huur per maand	640					risico-opslag		0,50%
Verhuurdersheffing	0,591%					Geëist rendement		6,00%
Onderhoudskosten per jaar	750							
Beheerslasten per jaar	250							
Zakelijke lasten per jaar	300							
Huurstijging per jaar	2,00%							
Lastenstijging per jaar	2,00%							
Exit yield	6,00%							
jaar	investering	huur	verhuurders- heffing	onderhouds- lasten	beheers- lasten	zakelijke lasten	restwaarde	saldo
0	-190.000							-190.000
1		7.834	-1.145	-765	-255	-306		5.362
2		7.990	-1.168	-780	-260	-312		5.469
3		8.150	-1.192	-796	-265	-318		5.579
4		8.313	-1.215	-812	-271	-325		5.690
5		8.479	-1.240	-828	-276	-331		5.804
6		8.649	-1.265	-845	-282	-338		5.920
7		8.822	-1.290	-862	-287	-345		6.039
8		8.998	-1.316	-879	-293	-351		6.160
9		9.178	-1.342	-896	-299	-359		6.283
10		9.362	-1.369	-914	-305	-366		6.408
11		9.549	-1.396	-933	-311	-373		6.537
12		9.740	-1.424	-951	-317	-380		6.667
13		9.935	-1.453	-970	-323	-388		6.801
14		10.134	-1.482	-990	-330	-396		6.937
15		10.336	-1.511	-1.009	-336	-404	172.271	179.347
							Waarde	130.655
							ORT	59.345
							IRR	2,71%

Bijlage 3 – berekening ‘extra onderhoud’

Extra onderhoud								
Stichtingskosten	190.000					risicovrije rentevoet		1,00%
WOZ-waarde	190.000					sectoropslag		4,50%
Huur per maand	640					risico-opslag		0,50%
Verhuurdersheffing	0,591%					Geëist rendement		6,00%
Onderhoudskosten per jaar	1.250							
Beheerslasten per jaar	250							
Zakelijke lasten per jaar	300							
Huurstijging per jaar	2,00%							
Lastenstijging per jaar	2,00%							
Exit yield	6,00%							
jaar	investering	huur	verhuurders- heffing	onderhouds- lasten	beheers- lasten	zakelijke lasten	restwaarde	saldo
0	-190.000							-190.000
1		7.834	-1.145	-1.275	-255	-306		4.852
2		7.990	-1.168	-1.301	-260	-312		4.949
3		8.150	-1.192	-1.327	-265	-318		5.048
4		8.313	-1.215	-1.353	-271	-325		5.149
5		8.479	-1.240	-1.380	-276	-331		5.252
6		8.649	-1.265	-1.408	-282	-338		5.357
7		8.822	-1.290	-1.436	-287	-345		5.464
8		8.998	-1.316	-1.465	-293	-351		5.574
9		9.178	-1.342	-1.494	-299	-359		5.685
10		9.362	-1.369	-1.524	-305	-366		5.799
11		9.549	-1.396	-1.554	-311	-373		5.915
12		9.740	-1.424	-1.585	-317	-380		6.033
13		9.935	-1.453	-1.617	-323	-388		6.154
14		10.134	-1.482	-1.649	-330	-396		6.277
15		10.336	-1.511	-1.682	-336	-404	172.271	178.674
							Waarde	125.065
							ORT	64.935
							IRR	2,39%

Bijlage 4 – berekening ‘extra service’

Extra service								
Stichtingskosten	190.000					risicovrije rentevoet		1,00%
WOZ-waarde	190.000					sectoropslag		4,50%
Huur per maand	640					risico-opslag		0,50%
Verhuurdersheffing	0,591%					Geëist rendement		6,00%
Onderhoudskosten per jaar	1.250							
Beheerslasten per jaar	750							
Zakelijke lasten per jaar	300							
Huurstijging per jaar	2,00%							
Lastenstijging per jaar	2,00%							
Exit yield	6,00%							
jaar	investering	huur	verhuurders- heffing	onderhouds- lasten	beheers- lasten	zakelijke lasten	restwaarde	saldo
0	-190.000							-190.000
1		7.834	-1.145	-1.275	-765	-306		4.342
2		7.990	-1.168	-1.301	-780	-312		4.429
3		8.150	-1.192	-1.327	-796	-318		4.518
4		8.313	-1.215	-1.353	-812	-325		4.608
5		8.479	-1.240	-1.380	-828	-331		4.700
6		8.649	-1.265	-1.408	-845	-338		4.794
7		8.822	-1.290	-1.436	-862	-345		4.890
8		8.998	-1.316	-1.465	-879	-351		4.988
9		9.178	-1.342	-1.494	-896	-359		5.088
10		9.362	-1.369	-1.524	-914	-366		5.189
11		9.549	-1.396	-1.554	-933	-373		5.293
12		9.740	-1.424	-1.585	-951	-380		5.399
13		9.935	-1.453	-1.617	-970	-388		5.507
14		10.134	-1.482	-1.649	-990	-396		5.617
15		10.336	-1.511	-1.682	-1.009	-404	172.271	178.001
							Waarde	119.475
							ORT	70.525
							IRR	2,08%