

# WAARDESTURING, HET WAARDEVOLLE HART VAN DE CORPORATIE

Corporaties staan voor grote uitdagingen op het terrein van financiën en verantwoording. Met waardesturing kunnen corporaties op een integrale en concrete wijze sturen op de balans tussen financieel en maatschappelijk rendement. Het resultaat is een situatie waarin corporaties een grotere maatschappelijke waardetoevoeging realiseren en transparanter zijn richting de samenleving.

DOOR GERTJAN WOLLESWINKEL, ADVISEUR TWYNSTRA GUDDE

**E**r is iets mis met de beeldvorming rond corporaties. Woningcorporaties zouden te weinig doen voor de maatschappij, niet goed op hun centen letten en bestuurders (te) royaal belonen. Jarenlang waren zij de stabiliteit zelve, op het saaie af. De laatste jaren is echter sprake van (bijna) faillissementen (SGBB, WSG), grote afwaarderingen op bezit en investeringen (Woonbron, Servatius) en vermeende fraudeschandalen (Rochdale, PWS). Deze incidenten helpen niet bij het ombuigen van die negatieve beeldvorming. Het meest recente geval is Vestia, waar veel te risicovol is omgesprongen met maatschappelijk vermogen.

Aan deze beeldvorming liggen twee problemen ten grondslag, op het gebied van financiën en maatschappelijke verantwoording. Er zijn steeds strengere eisen aan financiering, onder meer vastgelegd in de Basel-akkoorden. De toegang tot marktfinanciering zal aan hoge eisen moeten voldoen en dat vraagt om een heel andere oriëntatie van woningcorporaties om zich hiervoor te kwalificeren. Tegelijkertijd moeten corporaties zich meer maatschappelijk verantwoorden. Wat doen 'ze' wel met 'ons' vermogen'. Staatssteun is alleen nog beschikbaar voor diensten van algemeen economisch belang. Kortom, de uitdagingen voor woningcorporaties worden steeds groter. Hoe kunnen corporaties die het hoofd bieden?

## FINANCIËEL RENDEMENT

Een corporatie is een onderneming met veel vermogen dat in (woning) vastgoed zit opgesloten. Als we inzoomen op dit vermogen zien we grofweg het volgende balansplaatje:

Activa	Passiva
Woningen	Eigen vermogen
Liquide middelen	Vreemd vermogen

De activa-kant (bezit) van een corporatie bestaat voornamelijk uit woningen. Aan de passiva-kant staan de financieringsbronnen; vreemd vermogen (leningen) en eigen vermogen. Met activa moet geld worden verdiend om de wvfinanciers te kunnen belonen. Vreemd vermogen (leningen) wordt beloond met rente. Eigen vermogen wordt beloond met rendement op eigen vermogen. Het formuleren van een rendementseis op eigen vermogen is relatief nieuw voor corporaties. Het wordt echter heel wezenlijk als het wordt vergeleken met een beursgenoteerde onderneming. De aandeelhouders eisen een bepaald rendement op hun ingelegd vermogen, afhankelijk van het risico dat zij denken te lopen. Zo moeten ook corporaties hun eigen vermogen gaan belonen.

De corporatie heeft meerdere rollen in zich verenigd. In figuur 1 zijn deze rollen weergegeven. Voor dit artikel zijn vooral de vermogensverschaffersrol en de beleggersrol van belang.



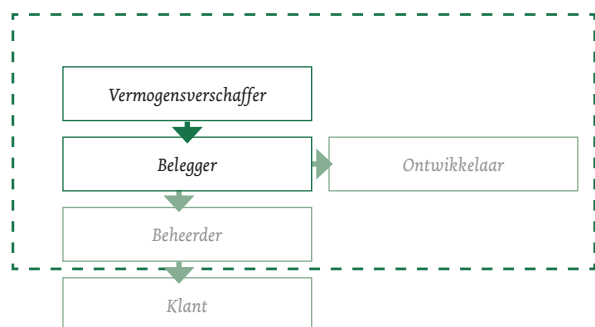




*Woningcorporaties genereren maatschappelijk rendement, in de vorm van lage huren, wijkontwikkeling, maatschappelijk vastgoed en leefbaarheidsplannen. Het maatschappelijk rendement is echter lastig te meten.*

(Foto Dolph Cantrijn / Hollandse Hoogte)

Figuur 1. Corporatiemodellen



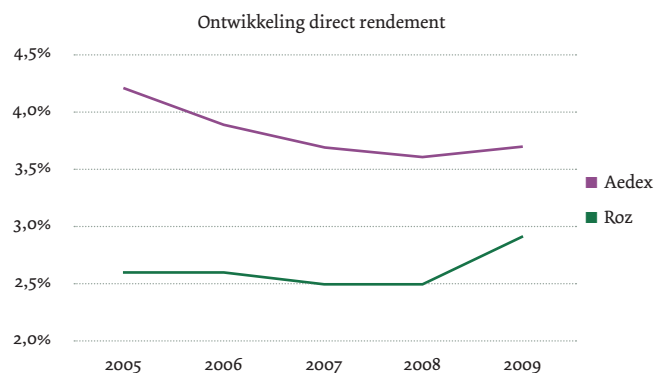
Bron: IPD Nederland

1. De vermogensverschaffer is het equivalent van de aandeelhouder, die eigen vermogen heeft ingelegd. Deze rol is vergelijkbaar met de passiva-zijde van de balans. Net als de aandeelhouder vraagt de vermogensverschaffer rendement op zijn vermogen aan de belegger. Wie is de vermogensverschaffer? De corporatie gaat erover, de maatschappij als geheel is eigenaar van het eigen vermogen. Corporaties zijn immers ooit grotendeels gefinancierd vanuit de overheid. Sinds de bruterings in 1995 is al het vermogen van de corporaties. Maar zij kunnen hier niet mee doen wat ze willen. Via het Besluit Beheer Sociale Huursector (BBSH) houden maatschappij en overheid grip op het corporatiebeleid. Ook staat het rijk nog steeds financieel garant middels CFV en WSW. Voor corporaties is het noodzaak om het eigen vermogen goed te beschermen en de besteding ervan te verantwoorden.
  2. De belegger is de ondernemer, die met het vermogen rendement nastreeft. Deze rol is vergelijkbaar met de activa-zijde van de balans. De belegger stuurt actief met het vermogen en het vastgoed van de corporatie en verantwoordt zich aan de vermogensverschaffer. Hij geeft het vastgoedbeleid vorm, inclusief het huurbeleid, woningverkoop en woningniewbouw. De belegger is opdrachtgever voor de beheerder en ontwikkelaar.
- Beide rollen hebben zowel financiële als maatschappelijke drijfveren. Corporaties hebben de plicht om beide rollen, met hun kerntaken en onderlinge verantwoordelijkheid, zo goed mogelijk te vervullen.

### MAATSCHAPPELIJK RENDEMENT

Naast het financieel rendement zouden woningcorporaties ook maatschappelijk rendement moeten genereren. In de BBSH-wetgeving zijn prestatievelden benoemd waarbij maatschappelijke prestaties, zoals leefbaarheid, een rol spelen. Dit onderscheidt corporaties van commerciële beleggers, die een zuiver financiële doelstelling hebben. Maatschappelijk rendement uit zich in lage huren, wijkontwikkeling, maatschappelijk vastgoed, leefbaarheidsplannen, woningen voor bijzondere doelgroepen, et cetera. Het maatschappelijk rendement dat al die inspanningen opleveren is echter lastig te meten. Enerzijds komt dit doordat maatschappelijk rendement lastig te kwantificeren is, anderzijds is het niet altijd hard te maken in hoeverre maatschappelijke verbeteringen daadwerkelijk veroorzaakt zijn door de inspanning van de corporatie. Wat wel meetbaar is, is het verschil met commerciële beleggers wat betreft financieel rendement. Corporaties, vertegenwoordigd in de Aedex/IPD-index, genereerden gedurende 2007-2009 een gemiddeld direct rendement<sup>1</sup> van 2,6%. Ter vergelijking; commerciële beleggers (ROZ/IPD-index) haalden een gemiddeld direct rendement van 3,7%. In onderstaande figuur staan beide indexen weergegeven. De Aedex/IPD-index geeft de financiële prestatie van de woningcorporaties weer, de ROZ/IPD-index kan als een marktreferentie gezien worden.

Figuur 2. Ontwikkeling direct rendement



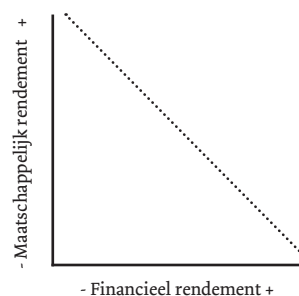
Bron: www.ipd.com

Het verschil tussen beide indexen is de afslag op financieel rendement dat woningcorporaties doen. In figuur 2 is te zien dat corporaties flink geld laten liggen in de markt, te weten 1,1 procentpunt in de periode 2007-2009. Dit verschil wordt vaak verklaard vanuit de maatschappelijke taak, maar het is maar zeer de vraag of dat zo is. Het zou ook (deels) aan een ineffektieve en inefficiënte bedrijfsvoering kunnen liggen. Het zichtbaar maken van de afslag op financieel rendement is dus niet voldoende voor corporaties om zich ook maatschappelijk te verantwoorden. Dit is een belangrijke conclusie, omdat hier de noodzaak ontstaat om de afslag op financieel rendement te gaan verklaren in termen van maatschappelijk rendement. In deze figuur wordt indirect rendement, ofwel waardevermindering van het vastgoed, niet meegenomen. De reden is dat dit geen resultaat is van recent gevoerd beleid, maar van externe factoren zoals locatie en economische conjunctuur. Corporaties zijn steeds meer geneigd zich te meten met beleggers, bijvoorbeeld door hun bezit te waarderen op marktwaarde volgens de RJ-645<sup>2</sup>. Het rendement dat beleggers halen mag echter nooit een doel zijn voor corporaties, dan zouden zij hun maatschappelijke taak niet meer kunnen uitvoeren. Het dient als ijkpunt voor het rendement dat zij, indien zij zouden handelen als belegger, zouden halen met hun bezit. Elke procentpunt dat zij hieronder zitten, zal moeten worden verklaard vanuit hun maatschappelijke taak.

### WAARDESTURING

Het financieel eigen vermogen moet dus beschermd worden en de maatschappelijke waarde toevoeging inzichtelijk gemaakt. Dat kan met waardebesturing. Waardebesturing is het sturen op de balans tussen financieel en maatschappelijk rendement. Hiervan is het volgende grafische model te maken:

Figuur 3. Waardebesturing

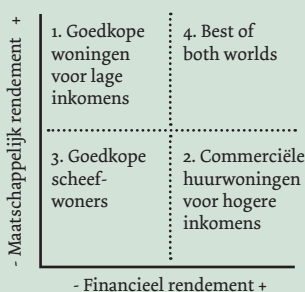


De gestippelde diagonaal is de balans tussen maatschappelijke waarde en financieel rendement. Rechtsonder is de corporatie financieel net



zo rendabel als een commerciële belegger, maar voegt zij maatschappelijk weinig waarde toe. Linksboven is het juist andersom. Zit een corporatie rechtsboven de lijn, dan presteert zij zowel financieel als maatschappelijk boven de maat. Zit zij linksonder, dan is sprake van een 'bleeder', financieel wordt er niets verdiend, maar ook maatschappelijk wordt weinig toegevoegd.

Figuur 3 is te illustreren door een aantal praktijkvoorbeelden.



1. Goedkope woningen voor lage inkomens. Een typisch voorbeeld van maatschappelijk rendement, waarvoor financieel rendement wordt opgeofferd. De corporatie verlaagt haar financieel rendement door de woningen (ver) onder de markthuurlage te verhuren. Dat is maatschappelijk, omdat lage inkomens anders op de woningmarkt geen kans zouden maken.
2. Commerciële huurwoningen voor hogere inkomens. Hier vraagt de corporatie een huur die (bijna) gelijk is aan de markthuurlage, aan huishoudens die dit kunnen betalen.
3. Goedkope scheefwoningen zijn hoge inkomens in een goedkope sociale huurwoning. De corporatie laat financieel rendement liggen, maar dit komt niet terecht bij een maatschappelijk relevante groep. Een typisch voorbeeld van een bleeder. Jaarlijks kost dit woningcorporaties miljoenen. Stel dat 5% van de corporatiewoningen in Nederland goedkope scheefwoning betreft, en er per woning € 100 per maand aan inkomsten wordt gederfd. Dan komen de totale gederfde inkomsten op meer dan € 100 miljoen per jaar landelijk. Geld dat op betere manieren besteed had kunnen worden.
4. Als zowel het financieel als het maatschappelijk rendement hoog zijn is er sprake van best of both worlds. Dit is bijvoorbeeld het geval als er wordt geïnvesteerd in de leefbaarheid in een wijk, waardoor op termijn de waarde van de woning stijgt.

### PORTEFEUILLE IN BEELD IN VIER STAPPEN

Niet alleen de corporatie als geheel, maar ook de verschillende onderdelen van de woningportefeuille kunnen in de figuur geplotted worden. Hier zijn al enkele mooie voorbeelden van bekend. Zo heeft Portaal het allocatiemodel ontwikkeld, waaraan bovenstaande figuur ontleend is. Van complex wordt jaarlijks de financiële en maatschappelijke performance gemeten en in de figuur geplotted. Op complexniveau wordt zo inzicht verkregen en is het mogelijk om bij te sturen. Veel corporaties worstelen echter nog met het dilemma hoe zij kunnen sturen op korte en lange termijn kasstromen, waarbij de maatschappelijke doelen niet vergeten worden. Zo wordt de portefeuille in beeld gebracht. Hoe valt daar vervolgens op te sturen? Waar zit een corporatie 'veilig', maar niet té veilig? Met de volgende 4 stappen kunnen deze vragen worden beantwoord.

1. Bepaal een rendementseis op eigen vermogen
2. Bepaal de te behalen maatschappelijke doelen
3. Verdeel de maatschappelijke en financiële doelen naar gebied
4. Monitor en stuur bij

Hieronder worden deze uitgelegd.

#### 1. Bepaal een rendementseis op eigen vermogen

Het instandhouden van het eigen vermogen is van levensbelang. Aan de andere kant moet de corporatie nog wel maatschappelijke investeringen kunnen doen. Waar ligt de balans? Hoe hoog moet de rendementseis op eigen vermogen zijn? Duidelijk is dat het rendement van commerciële beleggers te hoog is voor corporaties, dan is er geen ruimte meer voor lagere huren en andere maatschappelijke taken. Corporaties hebben immers andere doelgroepen dan beleggers. Minimaal moet de rendementseis zo hoog zijn dat het eigen vermogen duurzaam in stand blijft, ofwel minstens inflatieniveau. Er kan gekozen worden om het rendement structureel wat hoger te stellen, om de solvabiliteit te verbeteren. Dit is een overweging die de corporatie zelf vanuit haar vermogensverschaffersrol moet maken.

Dit is makkelijk gezegd, maar moeilijker gedaan. Het bepalen van de rendementseis op eigen vermogen is een belangrijk besluitvormingsproces, waarover het bestuur centraal moet beslissen. Het raakt namelijk aan het hart van de bedrijfsvoering en heeft gevolgen voor het investeringsprogramma. Door een rendementseis op eigen vermogen te stellen, geeft het bestuur formeel een opdracht aan het uitvoeringsapparaat om een bepaald rendement te halen middels het vastgoed. Deze uit zich in de WACC<sup>3</sup>, het gewogen gemiddelde van de rendementseis op eigen vermogen en de rente op de leningen. De WACC geeft aan welk rendement vanuit de beleggersrol gegenereerd moet worden om de kosten van kapitaal (vermogensverschaffersrol) te kunnen betalen.

Met deze stap is de streefpositie van de corporatie op de horizontale as bepaald.

#### 2. Bepaal de te behalen maatschappelijke doelen

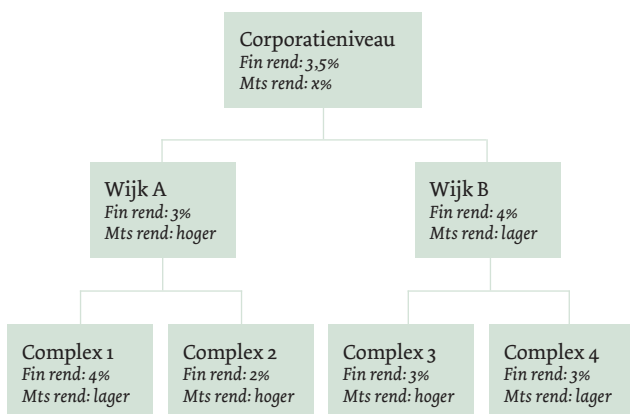
Vervolgens kunnen de te behalen maatschappelijke doelen gedefinieerd worden. Een goed resultaat vraagt veel tijd en overleg. Maatschappelijke doelen kan de corporatie eigenstandig bepalen, maar beter is het om stakeholders te betrekken: de gemeente, bewonersorganisaties, welzijnspartijen, collega-corporaties, et cetera. Zij kunnen de corporatie behoeden voor het ontwikkelen van tunnelvisie. Zij hebben vaak een goed beeld van hoe de corporatie het beste waarde kan toevoegen in de maatschappij. In het ondernemingsplan staan vaak algemene maatschappelijke vergezichten, maar erg hands-on zijn deze doelen meestal niet. Het wordt pas concreet als wordt ingezoomd naar een lager niveau. Maatschappelijke waarde wordt immers in de wijk, de buurt en het complex gecreëerd. Ook is het belangrijk ze zo SMART mogelijk te maken. Er zijn kwantitatieve methoden voor, zoals de Maatschappelijke Kosten-Baten Analyse (MKBA) of Sociale Return On Investment (SROI). Het zwakte aan deze methoden is dat ze subjectief zijn, maar schijnzekerheid kunnen creëren vanwege hun kwantitatieve karakter. Beter is het om intersubjectieve kwalitatieve methoden toe te passen, zoals de SEV effectenarena. Deze zet juist meer in op de relatie tussen interventie, effect en incasseerder(s).

Het resultaat van deze stap is een lijst met te behalen maatschappelijke doelen of te plegen inspanningen. Bijvoorbeeld; het aantal te huisvesten lage inkomens, het voornemen om X euro te investeren in kwaliteitsverbetering van goedkope huurwoningen of het voornemen om X euro aan leefbaarheidsprojecten uit te geven. Deze doelen zijn nog specifiek te maken door ze specifiek te maken naar wijken of voorraadsegmenten zoals woningtypen

#### 3. Verdeel de maatschappelijke en financiële doelen naar gebied

De SMART maatschappelijke doelen zijn in te delen per portefeuille-

segment, zoals wijk, woningtype of complex. Per segment geldt: als er meer maatschappelijke inspanning wordt gepleegd, is de financiële rendementseis lager. Zo kan de waardesturingsboom worden ingevuld. Deze begint bij de Raad van Bestuur die de financiële rendementseis vaststelt. Deze wordt vervolgens naar fijnere segmenteringen van de portefeuille vertaald in termen van financieel en maatschappelijk rendement. Bijvoorbeeld:



Deze methode geeft vat op het verdelingsvraagstuk waar corporaties mee te maken hebben; hoe de schaarse middelen te verdelen over welke maatschappelijke doelen. Door het voorwerk wat gedaan is, zijn de financiële en maatschappelijke kaders gezet. Hier worden deze met elkaar in verband gebracht. Dit is nog altijd geen wiskunde, het blijft een kwestie van gevoel en discussie.

Met deze en de vorige stap is de verticale as gedefinieerd, zij het niet kwantitatief. Deze zijn eventueel in te delen in subjectieve maatschappelijke segmenten. De winst is dat er een bewuste keuze is gemaakt vanuit de samenhang tussen maatschappelijke waarde en financieel rendement.

#### 4. Monitor en stuur bij

Elk jaar moet er opnieuw worden gekeken hoe de portefeuille heeft gepresteerd, zowel financieel als maatschappelijk. Is de financiële rendementseis gehaald? Zo niet, in welk segment is het niet gelukt, en waarom? Zijn de maatschappelijke doelen per segment behaald? Deze informatie kan uit de administratie van de corporatie gedistilleerd worden. Van belang is dat er een beeld ontstaat van prestaties van het bezit, uitgesplitst naar gebieden, segmenten en complexen. Dit biedt inzichten en roept vragen op. Hoe kan het dat die oudere woningen het beter doen dan die nieuwe? Hoe groot is de invloed van onderhoud op het rendement? Welk woningtype rendeert het beste? Welke wijken komen als slechtste uit de bus? Door voortdurend te monitoren en bij te sturen ontstaat voortschrijdend inzicht.

#### HELDER STURINGSKADER

Inzicht in de financiële prestaties leidt direct tot opvattingen over maatschappelijk rendement per deelsegment. Een laag financieel rendement in een complex vraagt om maatschappelijke verantwoording. Komt dit door de lage huur, omdat er veel lage inkomens worden gehuisvest? Is er onlangs veel geïnvesteerd in de openbare ruimte? Is het onderhoud extra hoog? Of is het een kwestie van ineffektiviteit of inefficiëntie? Op deze manier is er een sturingskader ontstaan voor zowel de financiële als maatschappelijke sturing.

De winst van deze methode waardesturing is dat er een bewuste keuze is gemaakt vanuit de samenhang tussen maatschappelijke waarde en

financieel rendement. In tegenstelling tot de vastgoedbenchmark IPD/Aedex<sup>4</sup> geeft het inzicht en sturing in beide soorten rendement.

#### RANDVOORWAARDEN

Om waardesturing goed te kunnen toepassen moet de corporatie voldoen aan een aantal randvoorwaarden:

- Beschikbaarheid van financiële gegevens voor het meten van de financiële rendementen. Inzicht in financiële prestaties kan verkregen worden met een instrument als IPD/Aedex, maar kan ook uit bestaande gegevens gedistilleerd worden.
- Creëren van draagvlak bij stakeholders voor de maatschappelijke doelen. Samen met stakeholders gaat de corporatie haar maatschappelijke doelen expliciteren. Dit betekent dat de corporatie samen met huurders, gemeente, maatschappelijke instellingen en collega-corporaties vooraf gaat bepalen wat de maatschappelijke doelen zijn.
- Bereidheid van de corporatie om integraal te kijken naar financiën, beheer, ontwikkeling en maatschappelijke bijdrage. Deze beleidsonderdelen zijn vaak in verschillende afdelingen georganiseerd. Waardesturing vraagt juist om een integrale blik en noopt tot het kijken over afdelingsgrenzen en beleidsterreinen heen.
- Waardesturing als permanent project. De toegevoegde waarde van waardesturing ontstaat pas echt als de corporatie er meerdere jaren achter elkaar op eenzelfde manier ervaring mee opdoet. Daarvoor verdient het aanbeveling om het te koppelen aan de begrotings- en verantwoordingscyclus die corporaties jaarlijks doorlopen.
- Een laatste voorwaarde is het behouden van onafhankelijke rollen, ofwel de slager niet zijn eigen vlees laten keuren. Iemand die eerlijk en onafhankelijk is moet het proces begeleiden.

#### RESULTATEN

Een belangrijk resultaat van waardesturing is dat corporaties zich beter bewust worden van hun eigen performance. Vervolgens kunnen zij daar beter op gaan sturen. Dat resulteert in een grotere maatschappelijke waardetoevoeging en meer transparantie richting de samenleving. Een tweede resultaat is het feit dat corporaties met waardesturing hun financieel beleid integraal kunnen afwegen tegen hun maatschappelijke performance. Een nevenopbrengst van dit model is dat inzicht wordt vergaard in de effectiviteit en efficiëntie van de bedrijfsvoering. Als het financieel rendement onder de marktbenchmark ligt, maar het maatschappelijk rendement nihil is, móet dit wel liggen aan een inefficiënte of ineffectieve bedrijfsvoering.

Waardesturing biedt een kwantitatief, kwalitatief en procesmatig kader voor het maken van bewuste keuzes over inzet van schaarse middelen. Dat biedt handvatten voor het leefbaarheidsbeleid, onderhoudsbeleid, vastgoedbeleid, financieel beleid en treasury. Ook trigger het medewerkers om over de afdelingsgrenzen heen te kijken. Zo wordt waardesturing het waardevolle hart van de corporatie. Op deze manier kunnen corporaties hun twee belangrijkste uitdagingen, financiën en verantwoording, beter het hoofd bieden. □

#### Noten

- 1 Rendement, gemeten op basis van kasstromen in enig jaar. Als volgt te berekenen:  $(\text{huur-beheerkosten})/\text{woningwaarde}$
- 2 RJ-645: Richtlijn jaarverslag 645 die een grondslag geeft voor waarderen van woningen op marktwaarde
- 3 WACC: Weighted Average Cost of Capital
- 4 IPD/Aedex is een vastgoedbenchmark voor woningcorporaties, die het financiële rendement van de portefeuille meet