

Benchmarking binnen het evenwicht van markt en overheid

door mr A.L.M. Vlak en drs P.P.H. Konings

De cultuuromslag bij woningcorporaties gaat onverminderd door. Sinds kort publiceert de Stichting Corporatie Vastgoedindex, Aedex, in samenwerking met de Investment Property Databank (IPD) de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex, de rendementsprestatie-benchmark speciaal voor de Nederlandse woningcorporaties.

Deze benchmark is voortgekomen uit een initiatief dat oorspronkelijk door twaalf woningcorporaties samen met de brancheorganisatie van woningcorporaties, Aedes, is genomen. De eerste resultaten werden enthousiast ontvangen, ondanks het nogal onverwachte resultaat, namelijk een veel lager rendement dan op grond van stijgende woningprijzen werd verwacht. In het artikel zullen we toelichten hoe dit komt. We zullen tevens ingaan op de vragen waarom de initiatiefnemers het nodig vonden een corporatie-vastgoedindex te maken en waarom ze daarvoor aansluiting zochten bij de IPD die rendementen op vastgoed meet voor beleggers in meer dan 15 landen.

Aanleiding

De vraag 'waarom aansluiten bij de IPD' is het eenvoudigst te beantwoorden. De IPD-performance standaard voor het meten van de rendementsprestatie op investeringen in direct vastgoed wordt toegepast in meer dan vijftien landen in Europa en de rest van de wereld. Het is niet rationeel bij het zoeken naar een adequate benchmarkstandaard voorbij te gaan aan hetgeen in internationaal verband in toenemende mate wordt erkend als performancestandaard. Maar waarom een corporatie-vastgoedindex?

Om die vraag te beantwoorden, is een kort historisch overzicht nodig. Sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog tot aan midden jaren '90 van de 20^e eeuw dekte de rijksoverheid nagenoeg alle investerings- en exploitatierisico's van woningcorporaties af. Hiervoor was een wijdverbreid web van exploitatiesubsidies met gedetailleerde regelgeving over de corporaties gespannen. Er bestond onder meer een beheernorm, die tot op de cent voorschreef hoeveel een corporatie per jaar behoorde uit te geven aan beheeractiviteiten. De corporaties, van oorsprong zelfstandige organisaties ontstaan uit particulier initiatief, werden zo getransformeerd tot uitvoerders van door de overheid voorgestaan investerings- en beheerbeleid.

Het in werking zetten van de Nota Volkshuisvesting in de jaren '90 van staatssecretaris Heerma (CDA) heeft de omstandigheden waarbinnen corporaties werken, drastisch veranderd. De overheid heeft haar bestaande subsidieverplichtingen in relatie tot corporaties afgekocht en de subsidies voor de realisatie en exploitatie van nieuwe woningen stopgezet. Corporaties werken tegenwoordig geheel voor eigen rekening en risico. Zij moeten, evenals iedere andere zelfstandige bedrijfsorganisatie, voldoende rendement

behalen om de eigen continuïteit te waarborgen. Aldus is naast hun rol als beheerder tevens de oorspronkelijke rol van investeerder/belegger in woningvastgoed weer op de voorgrond getreden. Dit verklaart de behoefte bij corporaties aan een onafhankelijke, breed geaccepteerde benchmark waarmee ze het door hun behaalde rendement kunnen meten en vergelijken, niet alleen onderling maar juist ook tegen de achtergrond van de vastgoedinvesteringsmarkt waarbinnen zij opereren.

Het is belangrijk om vooraf in te gaan op de vraag of er bouwkundige of wettelijke beperkingen verbonden zijn aan corporatieportefeuilles die een vergelijking met portefeuilles in exploitatie bij andere partijen dan woningcorporaties onmogelijk maakt. Met andere woorden: verschilt de vastgoedportefeuille van woningcorporaties wezenlijk van die van andere woningexploitanten?

Nee, corporaties ontwikkelen, realiseren, kopen, exploiteren en verkopen woningvastgoed binnen dezelfde vastgoedinvesterings- en woonconsumentenmarkt waarop ook alle andere aanbieders en afnemers van woningvastgoed opereren. Er is geen sprake van gescheiden vastgoedmarkten. Er is dus geen enkele aanleiding woningcorporaties (vastgoed)bedrijfskundig anders te benaderen dan andere investeerders in woningvastgoed.

Belangrijkste resultaten Aedex/IPD Index-2000

De waarde van een index bewijst zich pas na enige tijd ten volle. Echter: een index die, hoe jong ook, niemand kent heeft geen waarde. Daarom hebben de initiatiefnemers ervoor gekozen de Aedex/IPD Index zo snel mogelijk aan de markt te presenteren. In september 2002 vond de publieke presentatie van de resultaten over 2000 afgezet tegen 1999 plaats. De resultaten voor het Indexjaar 2001 worden eind februari 2003 verwacht. Het universum voor deze index zal verder vergroot zijn door toetreding van een vijftal nieuwe deelnemers. Het directe rendement van het totaal van de in de Aedex/IPD Index-2000 participerende corporaties bedroeg over 2000 3%, het totale rendement bedroeg 1,3%. Dit betekent dat het indirecte rendement, zeg maar de waardeontwikkeling van het totaal van de betrokken portefeuilles, negatief was. De Index-2000 omvat twaalf corporaties met in totaal 2444 ten behoeve van de index onderscheiden complexen, met in totaal 254.000 wooneenheden en een gezamenlijk vloeroppervlak van 15 mln m². Dit betekent dat al ruim 10% van alle wooneenheden in portefeuille bij woningcorporaties in deze index is vertegenwoordigd. In de index 2002, de resultaten zullen in oktober 2003 bekend zijn, is dat aandeel opgelopen naar 20%.

In totaal representeert de index een kapitaalwaarde van € 18,5 mrd (marktwaaarde in verhuurde staat bij zelf uitponden per ultimo 2000). De actuele huur belooft van € 898 mln (het totaal van de contracthuren per ultimo 2000) en een getaxeerde markthuur van € 1220 mln. Al bij de start is er sprake van een grote index, en de deelname groeit per indexjaar.

Waarom een aparte corporatie vastgoedindex

Corporaties onderscheiden zich (vastgoed)bedrijfskundig niet van andere vastgoedinvesterings- en beheerorganisaties. De functie die corporaties vanuit hun missie in de woningmarkt vervullen, maakt echter dat de enkele 1-op-1-vergelijking met marktpartijen mank gaat. Corporaties streven ernaar betaalbare en kwalitatief goede woonruimte beschikbaar te hebben en te houden voor die groepen die anders niet voldoende slaagkans op de woningmarkt zouden hebben. Dit resulteert erin dat corporaties bewust een deel

van hun portefeuilles tegen lagere huurprijzen dan op basis van de geldende vraag/aanbod-verhoudingen op de markt rationeel zou zijn, beschikbaar houdt. Om de effecten hiervan op de rendementsprestatie van woningcorporaties inzichtelijk te maken, vraagt de Aedex/IPD Index van iedere deelnemer de eigen portefeuille op te splitsen in een zogeheten primair maatschappelijk deel en een niet-primair maatschappelijk deel. Het effect van bewust geaccepteerde lagere huurinkomsten en eventueel hogere beheerkosten op het directe rendement van de primair maatschappelijke portefeuille wordt binnen de Aedex/IPD corporatie vastgoedindex apart gemeten. Dit effect heet dan ook het beleidseffect op het direct rendement van de primair maatschappelijke portefeuille.

De aan de meting van dit beleidseffect ten grondslag liggende componenten - dus zowel de bewust lager dan markthuren gestelde contracturen als de extra beheeruitgaven - dienen objectief toetsbaar te zijn. Alleen als sprake is van vooraf vastgestelde documenten, hetzij van prestatiecontracten die de deelnemer met de lokale overheid heeft gesloten of, bij ontbreken van dergelijke contracten, van intern bestuurlijk vastgestelde beleidsdocumenten wordt een complex worden ingedeeld bij de primair maatschappelijke portefeuille.

In de Aedex/IPD Index-2000 behoort 54% van de woningcomplexen tot het primair maatschappelijke segment. Hierbij moet de kanttekening worden gemaakt dat drie van de twaalf deelnemers het onderscheid primair/niet-primair maatschappelijk nog niet hadden gemaakt; daarom valt hun portefeuille buiten de meting van beleidseffect op de primair maatschappelijke portefeuille. De indeling primair/niet-primair maatschappelijk vindt plaats op het niveau van individuele verhuureenheden. Vervolgens wordt op complexniveau bepaald of de meerderheid van het aantal eenheden binnen dat complex primair dan wel niet-primair is, hetgeen resulteert in de labelling van het woningcomplex als zodanig. De woningen in een complex behoren dus niet automatisch tot hetzelfde segment. In de Index-2000 zijn gemiddeld 88,5% van de wooneenheden binnen de als primair maatschappelijk gelabelde complexen ook daadwerkelijk als primair maatschappelijke wooneenheid aangemerkt.

Hoe wordt nu het beleidseffect berekend? De index meet als eerste het werkelijk gerealiseerde directe rendement op de primair maatschappelijke portefeuille behaald. Daarna wordt het zogeheten marktvergelijkbaar direct rendement bepaald, door de invloed van de bewust gekozen beperking in de huurinkomsten en de bewust genomen maatschappelijke beheerkosten niet in de berekening mee te nemen. Bij het marktvergelijkbaar direct rendement moet evenwel de kanttekening worden geplaatst dat het uitgaat van de aanname dat alle betrokken woningen tegen de markthuurlen worden verhuurd; de verhuurpraktijk wijst echter uit dat dit niet volledig te realiseren is.

Het verschil tussen het marktvergelijkbaar rendement en het werkelijk gerealiseerde directe rendement resulteert in het beleidseffect op de primair maatschappelijke portefeuille. In cijfers: het werkelijk gerealiseerde directe rendement in 2000 was 3% voor het primaire segment, het marktvergelijkbaar rendement bedroeg 4,9%. Daarmee beliep het beleidseffect 1,9%.

Dezelfde berekening is uitgevoerd voor het niet-primair maatschappelijk deel en ook daar zien we een beleidseffect in de zin dat het maximaal haalbare rendement 4,4% was en de deelnemers feitelijk 2,9% realiseerden. Het beleidseffect van 1,5% op de niet-primair maatschappelijke portefeuille wordt voornamelijk veroorzaakt door het feit dat corporaties

tot voor kort geacht werden geen onderscheid binnen de door hen geëxploiteerde portefeuilles te maken, maar juist hun gehele portefeuille zo laag mogelijk in prijs probeerden te houden.

Waardedaling in 2000

Op het eerste gezicht valt de over 2000 gemeten daling van het gemiddeld geïnvesteerd vermogen op, resulterend in een negatief indirect rendement. Bij nadere beschouwing is dit goed verklaarbaar.

Voor de bepaling van de marktwaarde in verhuurde staat kent de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex een gedetailleerd waarderingsprotocol met dito uitvoeringsrichtlijnen. Alle (interne) waarderungen en (externe) taxaties vinden plaats aan de hand van een en hetzelfde rekenmodel; alle deelnemers en de door hen in te schakelen extern taxateurs maken hiervan gebruik. Ieder jaar worden alle in de index betrokken complexen door de deelnemers zelf gewaardeerd, met dien verstande dat vervolgens tenminste eenderde deel van die waarderungen door een erkende taxateur moeten worden beoordeeld en goedgekeurd. Hoe is binnen deze van vele waarborgen voorziene context een waardedaling te verklaren, terwijl de huizenmarkt in 2000 juist een hausse kende?

Waarderungen en taxaties in het kader van de Aedex/IPD Index vinden plaats op basis van de marktwaarde in verhuurde staat bij zelf uitponden. Waarderungen worden uitsluitend middels de Discounted Cash Flow (DCF)-methode onderbouwd, waarbij voor elk in de Index opgenomen object een vaste exploitatiehorizon van vijftien jaar met een restwaarde wordt aangenomen. In het scenario 'zelf uitponden' wordt aangenomen dat een woning wordt verkocht zodra deze vrij van huur komt. Voor de bepaling van de marktwaarde in verhuurde staat bij zelf uitponden staan drie uitgangspunten centraal:

1. bestaande huurovereenkomsten worden gestand gedaan;
2. individuele woningen worden verkocht aan de zittende huurder of, wanneer aangenomen moet worden dat huurders niet zullen kopen, bij huuropzegging op de vrije markt voor particuliere eigenaar-bewoners;
3. alle inkomsten worden geoptimaliseerd, zowel die uit hoofde van huur als die uit hoofde van verkoop.

De mutatiegraad is in dit verband van groot belang. Bij een hoge mutatiegraad komen woningen immers sneller vrij van huur wat betekent dat verkoopopbrengsten eerder kunnen worden gerealiseerd en waardoor de marktwaarde in verhuurde staat stijgt.

Voorts is de jaarlijkse maximaal te realiseren huurverhoging in relatie tot het verschil tussen de contracthuur en markthuur van belang voor de marktwaarde in verhuurde staat; binnen de voor de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex geldende waarderingsrichtlijnen wordt aangenomen dat de geldende contracthuur zo snel als binnen de grenzen van wet en markt mogelijk is, op markthuur-niveau wordt gebracht.

Een derde belangrijke factor vormt de disconteringsvoet (de factor waartegen alle kasstromen in de DCF contant worden gemaakt). Voor de Aedex/IPD Index zijn richtlijnen voor de bepaling van de risicoloze rente als basis voor de in het kader van de waarderungen te bepalen disconteringsvoet. Deze risicoloze rentevoet is gekoppeld aan de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente.

In het jaar 2000 ontwikkelde elk van deze parameters zich zodanig dat deze - beschouwd

op het niveau van alle in de Index betrokken portefeuilles - in hun onderlinge samenhang tot een daling van de marktwaarde in verhuurde staat leidden. Als gevolg van de stormachtige prijsontwikkeling op de koopwoningenmarkt nam de mutatiegraad in de huurwoningvoorraad en daarmee de mogelijkheid tot verkoop van individuele huurwoningen aanzienlijk af. Als gevolg van een ingreep in de Huurprijzenwet Woonruimte aan het begin 2000 werd de per woning per jaar ten hoogste door te voeren huurverhoging teruggebracht van 6,5% naar 3,8%, met alle negatieve gevolgen van dien voor de NCW (netto contante waarde) van de huurkasstroom in het kader van de bepaling van de marktwaarde in verhuurde staat. Daarenboven steeg gedurende 2000 de kapitaalmarktrente, hetgeen voor de Aedex/IPD resulteerde in een verhoging van de risicoloze rentevoet met 0,46%.

In tabel 1 is weergegeven wat de invloed is van de hier geschetste marktontwikkelingen op de marktwaarde in verhuurde staat bij zelf uitponden, het voorgeschreven waarderingscenario van Aedex/IPD. Daarbij is gebruik gemaakt van een concreet in de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex opgenomen eengezinswoningcomplex, gelegen in een van de vier grote steden van de Randstad. Eerst wordt de invloed van elk van de drie ontwikkelingen afzonderlijk weergegeven.

Tabel 1

Parameters	Marktwaarde complex	Waardeontwikkeling tov 1999
Uitgangspunten per ultimo 1999: Mutatie 1e jaar: 15% Mutatie 2e en volgend: 6% IRS (interest rate swap): 4,93% Maximum huurverhoging: 6,5%	127.700.000	Nvt
Wijzigingen mutatie 1e jaar 10% (was 15%) 2e jaar e.v. 5% (was 6%)	121.700.000	- 4,7 %
Overige parameters gelijk aan 1999 Wijziging risicoloze rente binnen disconteringsvoet 5,39 % (was 4,93 %)	123.900.000	- 3,0 %
Overige parameters gelijk aan 1999 Verlaging ten hoogste toegestane huurverhoging per woning per jaar Maximum huurverhoging: 3,8% (was 6,5%) Overige gelijk aan 1999	117.900.000	- 7,7 %
Effect van de drie parameters in onderlinge samenhang, dus: Mutatie 1e jaar 10% 2e jaar 5% IRS 5,39% Maximum huurstijging 3,8%	106.500.000	- 16,6%

Vervolgens wordt de invloed van deze marktontwikkelingen op de marktwaarde in verhuurde staat van het betreffende woningcomplex in hun onderlinge samenhang met elkaar getoond. Het doel is de invloed van deze parameters te tonen; daarom worden de andere parameters in de waarderingen voor beide peiljaren gelijkgehouden. Waargenomen wordt dat de gezamenlijke invloed van deze drie parameters leidt tot een waardeverandering van +/- 16,6%.

Als vervolgens ook de andere marktgerelateerde parameters worden aangepast voor de in 2000 daarvoor geregistreerde ontwikkelingen (contracthuurstijging van f 545 naar f 569, markthuurstijging van f 927 naar f 968 en een stijging van de gemiddelde vrije verkoopwaarde van individuele woningen in dit complex van f 257.142 naar f 291.856), dan is voor dit complex nog steeds sprake van een daling van de marktwaarde in verhuurde staat met 6,1%.

Uiteraard is niet voor alle in de index opgenomen woningcomplexen en -portefeuilles sprake van een waardedaling over het jaar 2000. Daar waar een hoge leegwaarde (vrije verkoopwaarde) per vierkante meter in combinatie met een grotere discrepantie tussen de contracthuur en de markthuur wordt waargenomen, kan worden waargenomen dat de marktwaarde in verhuurde staat in 2000 een zeer gematigde of zelfs negatieve ontwikkeling heeft doorgemaakt. Dit is de weerslag van het feit dat huurders in een woningmarkt met hoge en voortdurend sterk stijgende koopprijzen en lage gematigd stijgende huurprijzen steeds minder genegen zijn de eigen huurwoning te kopen of een alternatief op de woningmarkt zoeken.

Ter afsluiting

De Aedex/IPD index is goed uit de startblokken gekomen. De belangstelling van corporaties die nog niet in de index participeren, is groot. De index is representatief voor de woningmarkten waarin haar deelnemers zijn vertegenwoordigd. Uiteraard wordt een verdere groei en een ruimere spreiding over het land nagestreefd, en ook bereikt. Begin 2003 is met een groep van in totaal 24 corporaties met meer dan 400.000 woningen in portefeuille gestart met de samenstelling van de Index-2002. Eind februari 2003 zal de Index-2001, samengesteld aan de hand van de portefeuilles van negentien corporaties met ruim 330.000 woningen in portefeuille, worden gepubliceerd. De prognose is dat de Index-2003 meer dan 500.000 woningen en daarmee meer dan 20% van de corporatiemarkt zal omvatten. De verdere ontwikkeling van de Aedex/IPD Corporatie Vastgoedindex kan onder meer worden gevolgd op de website www.aedex.nl.

Over de auteurs: Mr. Arnoud Vlak is directeur Stichting Corporatie Vastgoed Index. Drs Paul Konings is senior consultant Stichting Corporatie Vastgoed Index.