

Waardecreatie bij de verkoop van woningen door corporaties

Gerwin Bastiani, Henk von Eije, Peter Gispen, Jan Hoefman en Robert Weisz

SAMENVATTING Sinds 1995 zijn de woningbouwcorporaties in Nederland financieel verzelfstandigd. Hierdoor moeten ze bij hun beleid meer rekening houden met bedrijfseconomische inzichten. Dit geldt ook indien zij hun woningenbestand willen vernieuwen en daartoe een deel van hun woningvoorraad verkopen. Adequate besluitvorming over de vraag welke woningen verkocht dienen te worden, is echter niet eenvoudig te organiseren. Om leegstand te voorkomen is het bovendien zaak de beslissing snel te nemen. Veel corporaties hanteren daardoor bij de verkoop een boekhoudkundige benadering. Een dergelijke benadering kan evenwel de financiële continuïteit van de corporaties op lange termijn in gevaar brengen. Dit artikel presenteert een procedure waarbij corporaties snel kunnen besluiten op basis van bedrijfseconomische principes¹.

1 Inleiding

Het bezit van woningbouwcorporaties in Nederland bestaat uit circa 2,4 miljoen huurwoningen en andere verhuureenheden en betreft een geschatte marktwaarde van ruim € 250 miljard². Voor de financiering van

Drs. G. Bastiani was ten tijde van het schrijven van dit artikel werkzaam als projectmedewerker Risicomanagement bij de Woonmaatschappij te Hoofddorp. Dr. J.H. von Eije is Universitair Hoofddocent bij de Faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Drs. W.P. Gispen is Manager Financiën bij Pré Wonen. Drs. J. Hoefman is medewerker bij de Faculteit Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen. Drs. R. Weisz is werkzaam als directeur/partner bij DBN Groep B.V. te Amsterdam en als docent bij de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen verantwoordelijk voor het vak Vastgoedbelegging. De auteurs schreven dit artikel à titre personnel.

investeringen in nieuwbouw (onder andere op Vinex-locaties), herstructurering, woonontwikkeling en verbetering van de leefbaarheid en de woonomgeving kunnen woningbouwcorporaties (aangeduid als 'corporaties') sinds 1995 niet langer terugvallen op het Rijk. Deze financiële verzelfstandiging heeft ervoor gezorgd dat bij corporaties bedrijfseconomische inzichten een belangrijke rol zijn gaan spelen. De aandacht voor financiële risico's en voor het behalen van rendement op investeringen is de laatste jaren dan ook sterk toegenomen. Bij de verkoop van woningen wordt echter veelal nog een boekhoudkundige benadering gehanteerd. Dit komt mede doordat corporaties snel moeten besluiten of ze een vrijkomende woning eventueel willen verkopen en omdat men nog niet adequate procedures heeft ontwikkeld om snel besluiten te kunnen nemen. In dit artikel wordt daarom een procedure gepresenteerd die het mogelijk maakt verkoopbeslissingen gebaseerd op bedrijfseconomische inzichten snel te nemen.

Het hier gepresenteerde onderzoek is uitgevoerd bij Stichting De Woonmaatschappij. Deze stichting beheert in totaal ruim 33.000 verhuureenheden van een aantal samenwerkende corporaties in Haarlem, de Haarlemmermeer en Amsterdam. Paragraaf 2 gaat in op de nadelen van het gebruik van boekwinst als verkoopoverweging. Paragraaf 3 definieert waardecreatie bij verkoop ten behoeve van een nieuw te ontwerpen verkoopprocedure. In paragraaf 4 wordt de nieuwe benadering gepresenteerd. Paragraaf 5 presenteert de uiteindelijke procedure en paragraaf 6 sluit het artikel af met conclusies.

2 Boekwinst als verkoopoverweging

De boekwinst van een bestaande huurwoning bij verkoop is het verschil tussen de boekwaarde van de woning op de balans en de verwachte verkoopprijs. Bij de bepaling van de boekwaarde moet door corpo-

raties worden uitgegaan van door het CFV en/of WSW gehanteerde aannames ten behoeve van continuïteits- respectievelijk kredietwaardigheidsbeoordeling³. Deze komen erop neer dat binnen een vast aangenomen exploitatiehorizon verondersteld wordt dat woningen enkel als verhuurobject zullen fungeren, alsmede dat de woningen behoudens de grond waarop zij staan na exploitatie geen of slechts geringe (rest)waarde vertegenwoordigen (zie Conijn en Neele, 2000). Bestaande huurwoningen worden door nageenog alle woningbouwcorporaties gewaardeerd tegen de historische kostprijs (Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting, 2003, p. 41)⁴.

De boekwaarde vormt echter geen indicatie van de werkelijke exploitatiemogelijkheden van een bestaande huurwoning. Op basis van de historische kostprijsmethode wordt de kostprijs van de verworven woning in de vijftig jaren die volgen op de aanschafdatum annuïtair afgeschreven. De bedrijfswaarde is de netto contante waarde van de verwachte kasstromen bij exploitatie gedurende de resterende administratieve levensduur van een woning (zie Hakfoort, van Leuvensteijn en Renes, 2001)⁵. De boekwaarde, en daarmee de boekwinst bij verkoop, is zowel op basis van de historische kostprijsmethode als op basis van de bedrijfswaardeberekening afhankelijk van de aanschafdatum van een woning. Zo wordt aan een woning die negenenvertig jaar in bezit is nog een resterende levensduur van één jaar meegegeven. Met name woningen die al lange tijd in het bezit zijn van een corporatie leveren bij verkoop dan ook een grote boekwinst op. Dit leidt tot de verkoop van de oudere woningen uit de portefeuille. Hierdoor wordt de woningvoorraad ververst. De sturing op boekwinst bij verkoop kan echter resulteren in de verkoop van woningen tegen een prijs die lager is dan de waarde bij exploitatie (verhuur). Ook bestaat de kans dat bij sturing op boekwinst een goed renderende oude woning wordt verkocht, terwijl het voor de corporatie financieel gezien eigenlijk aantrekkelijker zou zijn om een nieuwere woning te verkopen. Sturing op boekwinst bij verkoop leidt dan tot waardevernietiging door de corporatie en doet afbreuk aan het waarborgen van de financiële continuïteit van de organisatie op lange termijn.

3 Definiëring waardecreatie

Vanuit een bedrijfseconomische invalshoek is het dus beter om de verkoop van woningen te baseren op waardecreatie. Waardecreatie wordt in de investeringsliteratuur beschouwd als het centrale doel van

een onderneming: bedrijven investeren in de verwachting dat daarmee waarde wordt gecreëerd (Seitz en Ellison, 1999).

De exploitatie van een bestaande huurwoning kan worden beschouwd als een investering in vastgoed in de verwachting dat exploitatie meer voordelen oplevert dan de voordelen die ervoor worden opgegeven (zie Gruis, 2001). De voordelen die exploitatie oplevert bestaan uit de verwachte ontvangsten (zoals de huren) minus de verwachte uitgaven (zoals onderhoud). Het opgeven voordeel is dan de verkoopwaarde van de bestaande huurwoning. Waardecreatie bij verkoop ontstaat vanuit deze optiek bij een positief verschil tussen de verkoopprijs van een woning en de netto contante waarde van de verwachte ontvangsten en uitgaven bij exploitatie.

Waardecreatie bij de verkoop van woningen is mede afhankelijk van de wijze van verkoop. In dit onderzoek hanteren wij 'onderhandse verkoop vrij van huur en gebruik' (zie ook Ten Have, 1997). Huurwoningen waarvan de verwachte vrije verkoopwaarde ten opzichte van de netto contante waarde van de verwachte ontvangsten en uitgaven bij exploitatie (de zogenaamde indirecte opbrengstwaarde) het grootst is, creëren bij verkoop de meeste waarde voor de corporatie. Doordat corporaties maandelijks een groot aantal woningen in de verkoop kunnen doen, is het zaak om zo efficiënt mogelijk te bepalen welke woningen eventueel kunnen worden verkocht. In het vervolg van dit artikel presenteren wij een benadering die is ontwikkeld bij de Stichting de Woonmaatschappij en die expliciet rekening houdt met de huidige, algemeen erkende, bedrijfseconomische inzichten.

4 De nieuwe benadering

Om met de verkoop van bestaande huurwoningen een gerichte bijdrage te kunnen leveren aan het waarborgen van de financiële continuïteit van de organisatie op lange termijn, is een verkoopprocedure ontworpen die voor bijna iedere bestaande huurwoning van de Woonmaatschappij in de Haarlemmermeer de waardecreatie bij verkoop inzichtelijk maakt. Dat betekent dat enerzijds een inschatting moet kunnen worden gemaakt van de vrije verkoopwaarde en anderzijds van de indirecte opbrengstwaarde⁶.

4.1 De vrije verkoopwaarde

Om de vrije verkoopwaarde van een woning te bepalen, kan men een makelaar vragen een inschatting te maken van de marktwaarde. Doordat een dergelijke

procedure tijd en geld kost, is het zinvol naar alternatieven te zoeken. Dit heeft ertoe geleid dat de Woonmaatschappij besloten heeft eigen waarde-inschattingen te genereren. De vrije verkoopwaarde wordt daarbij geschat op basis van variabelen waarvan wordt verwacht dat zij in belangrijke mate de vrije verkoopwaarde voorspellen. Na uitvoerig vooronderzoek (Koops, 2002) zijn vijf onafhankelijke variabelen, de zogenaamde waardebepalende factoren, afgeleid:

- 1 locatie;
- 2 woningtype;
- 3 inhoud (in m³);
- 4 woonoppervlak (in m²);
- 5 perceeloppervlak (in m²).

Vervolgens is de statistische analyse uitgevoerd met behulp van de 'optimal scaling' (OS)-techniek. Deze techniek maakt het mogelijk een multipele regressie-analyse uit te voeren wanneer data van ordinaal én nominaal meetniveau zijn. Het gaat hier om een nieuwe methode die de Woonmaatschappij de mogelijkheid biedt om niet alleen ratiovariabelen (zoals inhoud en woon- en perceeloppervlak) in de analyse mee te nemen, maar ook nominale variabelen zoals locatie en woningtype. Dit laatste zou ook kunnen met normale regressie-analyse als men met dummy variabelen zou werken. Door het grote belang van de locatie en het woningtype was het echter zaak een groot aantal locaties (bij laagbouwoningen 24 locaties) en woning-

types (26 types laagbouwoningen) te onderscheiden. Daarom genoot de 'optimal scaling'-methode de voorkeur⁷. Als basismateriaal is gebruikgemaakt van alle door de NVM-makelaars in de Haarlemmermeer geregistreerde verkooptransacties uit de periode van 28 mei 2002 tot en met 30 juni 2003. Dit basismateriaal leverde voor de laagbouw 1098 valide transacties op en voor de appartementen 302.

De OS-analyses zijn voor de laagbouw en voor de appartementen afzonderlijk uitgevoerd. Beide hadden een R² hoger dan 0,80, zodat kan worden geconcludeerd dat de onafhankelijke variabelen voor een belangrijk gedeelte de variantie in de vrije verkoopwaarde verklaren. Met deze twee OS-analyses is het voor de Woonmaatschappij mogelijk geworden de vrije verkoopwaarde van 95% van haar bezit snel en nauwkeurig in te schatten. Deze schattingen kan men dan ook gebruiken bij het beantwoorden van de vraag of een woning moet worden verkocht (en als nog een makelaar moet worden ingeschakeld) of niet. Een voorbeeld van de resultaten van de OS-analyse en van de daaropvolgende berekeningen staat in tabel 1.

Tabel 1 geeft in kolom 1 de uitkomsten van de OS-analyse. Hieruit blijkt dat een hogere score op locatie en woningtype en een grotere pandinhoud en woon- en perceeloppervlak leiden tot een hogere waarde van de woning. Kolom 2 geeft de score die de OS-analyse toekent aan elk van de vijf afzonderlijke kenmerken

Tabel 1. Een voorbeeld van de relatie tussen de optimal scaling-resultaten en de berekende optimal scaling (OS)-waardes alsmede de daarbij behorende prijsklasse van een specifieke woning

Variabele	1 <i>Algemene OS-regressie-uitkomst a)</i>	2 <i>OS-code per variabele toegekend aan een specifieke woning b)</i>	3 <i>Geschatte effecten voor de OS-waarden per variabele, de OS-waarde en de prijsklasse van de woning b)</i>
-Locatie	0,25	2,32	0,58
-Woningtype	0,29	- 0,67	- 0,19
-Pandinhoud	0,30	- 1,00	- 0,30
-Woonoppervlak	0,15	1,50	0,23
-Perceeloppervlak	0,29	0,27	0,08
Aantal cases	1098		
R ²	0,88		
OS-waarde van de woning			0,39
De bij de OS-waarde van de woning behorende prijsklasse			€ 310.000 -< 315.000

a) De significantie was 0,000 voor alle hier gepresenteerde variabelen, hetgeen erop duidt dat de geschatte parameters zeer significant waren.

b) Dit betreft een eengezinstussenwoning in Badhoevedorp met een inhoud van 300 m³, een woonoppervlak van 200 m² en een perceeloppervlak van 260 m².

van één specifieke laagbouwwooning in Badhoevedorp. In ons bestand is Badhoevedorp een goede locatie, waarschijnlijk mede omdat er veel Nederlandse tv-beroemdheden wonen. Blijkens kolom 2 gaf de OS-techniek aan Badhoevedorp de locatiewaarde 2,32. Het door ons gekozen woningtype is echter door de OS-techniek negatief beoordeeld (-0,67). De desbetreffende woning scoort ook negatief op de inhoud (-1,00)⁸, maar positief op het woonoppervlak en op het perceeloppervlak (1,50 en 0,27). Kolom 3 geeft de OS-waarden voor elke afzonderlijke eigenschap van de desbetreffende woning. Omdat blijkens de eerste kolom de locatie voor 0,25 meetelt in het uiteindelijke resultaat, leidt dit door vermenigvuldiging met de bijbehorende OS-score (van 2,32) tot een stijging van de OS-waarde van de woning met 0,58. Het woningtype leidt zodoende tot een daling van de OS-waarde met 0,19, terwijl de relatief kleine inhoud van deze specifieke woning de OS-waarde verlaagt met 0,30. Het woon- en perceeloppervlak van de voorbeeldwoning hebben daarentegen positieve gevolgen en resulteren in een stijging van de waardecode met respectievelijk 0,23 en 0,08. De som van alle invloeden tezamen geeft de woning een OS-waarde van 0,39. Deze gesommeerde OS-waarde representeert een geschatte prijs op de vrije markt voor de woning van tussen de € 310.000 en € 315.000⁹.

4.2 De indirecte opbrengstwaarde

Het inschatten van de waarde bij exploitatie bestaat uit het verdisconteren van de relevante ontvangsten en uitgaven die de verhuur van woningen met zich meebrengt. Hierbij is uitgegaan van een exploitatiehorizon van 15 jaar. In een spreadsheetmodel worden hiertoe zowel de contante waarde van de geschatte restwaarde van de woning als de contante waarde van de verwachte tussentijdse cash flows bepaald. Deze cash flows hebben aan de ontvangstenkant betrekking op te ontvangen huren en aan de uitgavenkant op onderhoudsbetalingen, belastingen, verzekeringspremies en beheersuitgaven. De onderscheiden kasstromen over de exploitatiehorizon van 15 jaar verschillen van pand tot pand en van corporatie tot corporatie. Toch heeft een aantal relevante grootheden voor de bepaling van de netto contante waarde wel een meer algemene betekenis. Dit zijn de waardeontwikkelingen van vastgoed op jaarbasis en de te hanteren disconteringsvoeten.

In het voor de Woonmaatschappij ontwikkelde spreadsheetmodel is de restwaarde berekend op basis van de huidige verwachte vrije verkoopwaarde en interne historische gegevens omtrent de waardeontwikkeling.

Hierbij zijn tussenwoningen, hoekwoningen, vrijstaande woningen en appartementen onderscheiden. Tabel 2 toont in kolom 1 een overzicht van deze percentages.

Om de contante waarde van de restwaarde te berekenen is het geëiste rendement bepaald met het Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Briene en Hulsker, 2002; Schlosser, 2002; Brealey en Myers, 2000). Het geëiste rendement kan als volgt worden weergegeven:

$$R = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (1)$$

R = geëist rendement

R_f = risicovrije rentevoet

β = bèta

R_m = marktrendement

De keuze van de risicovrije rentevoet hangt af van de looptijd van een project (Schlosser, 2002, p. 484). Gelet op de lange looptijd van woninginvesteringen is hier gebruikgemaakt van de rente op staatsobligaties met een resterende looptijd van 15 jaar. Het gemiddelde hiervan bedroeg 4,8%. Voor het marktrendement is uitgegaan van de kwartaalrendementen op de AEX-index (van kwartaal 2 in 1985 tot en met kwartaal 1 in 2003). Het gemiddelde rendement op deze index bedroeg 9,2%. Voor de vier woningtypes is vervolgens met lineaire regressie geanalyseerd in hoeverre de kwartaalrendementen in de regio Haarlemmermeer (cijfers tegen betaling verkregen van de NVM) afhingen van het marktrendement. De resulterende bèta's voor de vier onderscheiden woningtypes staan in kolom 2 van tabel 2.

Tabel 2. Schatting van de coëfficiënten naar woningtype benodigd voor de berekening van de restwaarde van een woning

Type	1 <i>Historisch bepaalde waarde- stijging per jaar</i>	2 <i>Bèta (t-waarde)</i>	3 <i>Geëist rendement op woningtype</i>
Tussenwoning	3,75%	0,14 (0,37)	5,4%
Hoekwoning	4,25%	0,18 (1,08)	5,6%
Vrijstaande woning	5,00%	0,27 (0,99)	6,0%
Appartement	4,25%	0,17 (0,86)	5,6%

Geen van de bèta's was significant. Dit is niet bezwaarlijk; het geeft alleen aan dat de rendementen op de verschillende typen woningen niet erg gevoelig zijn voor de ontwikkelingen in de AEX-index. Het betekent echter ook dat er slechts een geringe opslag op de risicovrije rentevoet resulteert. Hierdoor is de markt-risicopremie ($9,2\% - 4,8\% =$) $4,4\%$ en wordt de disconteringsvoet voor bijvoorbeeld tussenwoningen $4,8\% + 0,14 \cdot (4,4\%) = 5,4\%$ (zie kolom 3 van tabel 2). Voor vrijstaande woningen ligt het geëiste rendement op $6,0\%$ en voor de hoekwoningen en appartementen op $5,6\%$. Voor vrijstaande woningen geldt dus een licht hogere risico-opslag, omdat de vrije verkoopwaarde van vrijstaande woningen iets meer reageert op markt-bewegingen dan dat de overige woningtypen dat doen¹⁰.

Het geëiste rendement op de cash flows is gebaseerd op oordelen van deskundigen in de sector van de woningbouwcorporaties. Zij menen dat dit geëiste rendement stabiel is en onafhankelijk van het woningtype. Men stelt daarbij het geëiste rendement op ongeveer $5,0\%$.

5 De procedure

Om verkoopbeslissingen op korte termijn mogelijk te kunnen maken en omdat het onmogelijk is te voorspellen wanneer woningen door mutatie (het moment waarop de woning vrij is van huur en gebruik) vrijkomen, wordt voor de woningen waarvan de huur door de huurder is beëindigd (opzegtermijn van één maand) de waardecreatie bij verkoop berekend. Bij de Woonmaatschappij betreft dat circa zestig woningen per maand. Doordat in de spreadsheets de uit tabel 2 opgenomen percentages al zijn verwerkt evenals een aantal andere zaken, zoals de gevolgen van diverse belastingwetten, hoeft men per woning nog maar een klein aantal gegevens in te voeren. Naast de schatting van de prijs met de OS-waarde (zie tabel 1) zijn dit de kale maandhuur, het planmatig onderhoud en de WOZ-waarde van een pand. Het spreadsheetprogramma berekent vervolgens het verschil tussen de geschatte verkoopprijs en de waarde bij voortgaande verhuur. Omdat de huurders een opzegtermijn in acht dienen te nemen, kan aan het begin van de laatste verhuurmaand worden gezien wat meer waarde creëert: continuering van de huur of verkopen. Woningen die bij verkoop de meeste waarde creëren, komen dan als eerste voor verkoop in aanmerking. Afhankelijk van de wijze waarop de corporaties de gegevens beschikbaar hebben, zal deze procedure meer of minder tijd kosten. Bij de Woonmaatschappij kosten de berekeningen voor een zestigtal woningen circa één dag werk.

6 Conclusies

Woningbouwcorporaties zijn de grootste verhuurders van Nederland en bezitten een zeer groot deel van de woningvoorraad met een geschatte waarde in de vrije markt van ruim €250 miljard. Door de financiële verzelfstandiging dienen zij rekening te houden met hun voortbestaan op lange termijn. De continuïteit komt echter in het geding als corporaties de verkeerde woningen verkopen. Dit gevaar is reëel, zolang corporaties bij de verkoop boekwinst als verkoopcriterium hanteren. In dit artikel is een nieuwe benadering gepresenteerd die de nadelen van het gebruik van de boekwinst wegneemt. Door de nieuwe bedrijfseconomische benadering van woningverkoop kan inhoud worden gegeven aan een verkoopbeleid dat gericht is op het creëren van waarde voor de corporatie.

Er bestaat wel een spanningsveld tussen enerzijds het waarborgen van financiële continuïteit en anderzijds de realisatie van volkshuisvestingsdoelstellingen. De hier gepresenteerde benadering sluit echter niet uit dat men ook nu woningen kan verkopen aan huurders, dat men extra geld besteedt aan het huisvesten van kwetsbare groepen of aan de verbetering van woonwijken. De benadering kan evenwel tegengaan dat men op onjuiste gronden binnen de corporaties uitverkoop houdt. De nieuwe benadering geeft het hanteren van andere (niet financiële) volkshuisvestingsdoelstellingen van corporaties daarmee zelfs een betere bedrijfseconomische grondslag.

De hier gepresenteerde resultaten zijn specifiek voor de Woonmaatschappij, maar de methodiek is in principe toepasbaar in vele andere situaties. Primair denkt men dan aan andere woningbouwcorporaties, maar ook institutionele vastgoedbeleggers kunnen behoefte hebben aan een evaluatie van hun portfolio. De hier gepresenteerde benadering geeft dan aan welke gegevens minimaal nodig zijn om tot adequate verkoopbeslissingen te komen voor afzonderlijke verhuureenheden. De eventuele wijzigingen die nodig zijn bij het toepasbaar maken van deze benadering op commercieel vastgoed, dienen echter nog wel te worden geanalyseerd. ■

Literatuur

- Bastiani, G., (2003), *Maximale waardecreatie bij verkoop*, Scriptie Faculteit Bedrijfskunde, Rijksuniversiteit Groningen, Groningen.
- Boksel, T. van, (2003), De nieuwe richtlijn jaarverslaggeving, in: *Aedes Magazine* 25 26, [<http://www.aedeswcp.nl/1>].
- Brealey, R.A. en S.C. Myers, (2000), *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, New York.
- Briene, M. en W. Hulsker, (2002), *Rendementen op woningen in de particu-*

- liere huursector, Nederlands Economisch Instituut BV, Rotterdam.
- Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting, (2003), *Verslag Financieel Toezicht Woningcorporaties 2002*, Naarden.
- Conijn, J. en J. Neele, (2000), *De bedrijfswaarde nader bezien: de berekening van de bedrijfswaarde door woningcorporaties*, in opdracht van het Centraal Fonds Volkshuisvesting, RIGO Research en Advies BV, Amsterdam.
- Gruis, V.H., (2001), *Financieel-economische grondslagen voor woningcorporaties: Het bepalen van de bedrijfswaarde, risico's en het voorraadbeleid*, Delft University Press, Delft.
- Gruis, V.M., (2003), Beter inzicht met de bedrijfswaarde: een alternatieve balans voor woningcorporaties, in: *Maandschrift voor accountancy en bedrijfseconomie*, jg. 77, no. 10, oktober, p. 430-437.
- Hakfoort, J., M. van Leuvensteijn en G. Renes, (2001), *Woningcorporaties: prikkels voor effectiviteit en efficiëntie*, Centraal Planbureau, Den Haag.
- Have, G.M. ten, (1997), *Taxatieleer onroerende zaken*, Educatieve Partners Nederland Stenfert Kroese, Houten.
- Koops, H., (2002), *Waardebepalende factoren van woningen*, Scriptie Faculteit Bedrijfskunde, Rijksuniversiteit Groningen, Groningen.
- Schlosser, M., (2002), *Business finance: applications, models and cases*, FT Prentice Hall, Harlow.
- Seitz, N. en M. Ellison, (1999), *Capital budgeting and long-term financing decisions*, Harcourt Brace College Publishers, New York.

Noten

- 1 Dit artikel is gebaseerd op een afstudeeronderzoek van Drs. G. Bastiani (2003). Nadere informatie over dit artikel kan men per e-mail aanvragen via g.bastiani@nedtrain.nl. De auteurs zijn de hoofdredacteur Drs C. Knoops en anonieme referenten erkentelijk voor opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel. De verantwoordelijkheid van dit artikel ligt echter bij de auteurs.
- 2 Gruis (2003) berekent per ultimo 2001 een bedrijfswaarde van € 33.131 per woning en van € 6.662 aan overige activa per woning. Het begrip bedrijfswaarde houdt echter nauwelijks rekening met de (hoge) grondwaarde van de woningen (slechts voor maximaal 20% van de historische kostprijs van de grond) en evenmin met het feit dat in de vrije markt woningen meer opleveren dan de bedrijfswaarde die een woning heeft voor de corporaties. Bij de Woonmaatschappij wordt de vrije marktwaarde circa vier keer zo groot ingeschat als de bedrijfswaarde. Omdat de vermenigvuldigingsfactor 4 niet in alle regio's van Nederland zal worden behaald, gaan we uit van een factor 3. In dat geval was de vrije marktwaarde van een corporatiewoning eind 2001 bijna € 100.000. Als men dan ook rekening houdt met de prijsstijgingen na 2001 en met de overige activa, dan resulteert een waarde van de activa van corporaties van ruim € 250 miljard.
- 3 Het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (CFV) is een zelfstandig bestuursorgaan dat bedrijfseconomisch toezicht houdt op de corporatiesector. Het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) heeft als voornaamste taak het verstrekken en borgen van leningen aan corporaties.
- 4 In de jaarverslaggeving moest tot 2004 daarbij van de minimumwaarderingsregel worden uitgegaan: er werd gewaardeerd tegen historische kostprijs, tenzij de berekening van de bedrijfswaarde – als benadering van de actuele waarde – tot een lagere uitkomst leidde. Onder de nieu-

we richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving kunnen de corporaties kiezen voor een waardering op basis van historische kosten of op actuele waarde. Dit laatste is de bedrijfswaarde in geval van woningen in exploitatie, bestemd voor verhuur (Van Boksel, 2003).

- 5 Blijkens het Centraal Fonds voor de Volkshuisvesting (2003, tabel 29b) zijn de contante waarden per sociale huurwoning in Nederland ultimo 2002 voor huur € 61.156, voor bijdragen € 261, voor overige inkomsten € 369 en voor de restwaarde € 1.127. Van de som van deze waarden worden de contante waarden voor onderhoud, exploitatie en overige (respectievelijk € 14.986, € 12.564 en € 860) afgetrokken om de bedrijfswaarde van € 34.503 te verkrijgen.
- 6 Het verschil tussen de indirecte opbrengstwaarde en de bedrijfswaarde wordt veroorzaakt door verschillen in parameters. De bedrijfswaarde wordt gebaseerd op de parameters van de WSW die bedoeld zijn om voor alle corporaties (in zowel Amsterdam als Klazinaveen) op uniforme wijze de waarde te berekenen. Omdat het WSW een borgingsinstituut is met een AAA-status, zijn de parameters voorzichtig ingeschat, want de berekening dient om absolute zekerheid te krijgen over de minimale waarde van het onderpand. Dit doet geen recht aan de waarde in het economisch verkeer, waar bij de bepaling van de indirecte opbrengstwaarde naar wordt gestreefd.
- 7 Optimal scaling wordt ondersteund door recente versies van het softwareprogramma SPSS. Het programma normaliseert de variabelen rondom het gemiddelde van 0. De resulterende genormaliseerde getallen kunnen naderhand weer terugvertaald worden naar de originele waarden.
- 8 Door de normalisatie rondom het getal 0 kunnen positieve waarnemingen (zoals de woninginhoud) toch een negatieve score meekrijgen als de waarneming onder het gemiddelde ligt.
- 9 De door ons gehanteerde OS-werkwijze kan men nader bestuderen met behulp van de bijlagen 2, 3 en 5 van Bastiani (2003) (te verkrijgen via het in eindnoot 1 vermelde e-mailadres). De lezers uit de door ons onderzochte locaties kunnen daarmee ook waardeberekeningen voor hun eigen huis maken.
- 10 Doordat de geëiste rendementen (kolom 3) hoger liggen dan de historische waardestijging (kolom 1) wordt de contante restwaarde van de woning lager dan de huidige marktwaarde. Als dit verschil niet door verhuur kan worden goedgemaakt, is het bedrijfseconomisch gezien zaak de woning te verkopen.