



## Huurders als aandeelhouders

**Auteur(s):**

Jong, F.B., de  
Tjin, T.

*Ernst & Young Corporate Finance B.V., Treasury & Financial Risk Management. De auteurs bedanken J.F. van Dorssen voor zijn inhoudelijke en redactionele bijdrage aan dit artikel.*

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4243, pagina 136, 18 februari 2000

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

financiering

*Woningcorporaties kunnen financiële en sociale doelstellingen simultaan realiseren door de huurder als aandeelhouder te beschouwen.*

**Na de financiële verzelfstandiging van de woningcorporaties, met als uiteindelijk gevolg de zogenaamde 'bruteringsoperatie', waarbij de contante waarde van alle toekomstige subsidies in één keer door de overheid aan corporaties is uitgekeerd, staan de corporaties voor een aantal belangrijke vragen met betrekking tot het financiële beleid en de financiële doelstellingen.**

In het (commerciële) bedrijfsleven worden de bedrijfsdoelen geformuleerd in termen van de aandeelhouderswaarde (shareholder value). Dit laatste staat gelijk aan het maximaliseren van de economische waarde van het bestaande aandelenkapitaal<sup>1</sup>. Het optimaliseren van operationele processen, het reduceren van kosten, het verbeteren van de marktpositie, het verlagen van de financieringskosten, het beheersen van de financiële risico's en een gedegen strategisch beleid zijn enkele van de middelen waarmee dit doel kan worden bereikt.

Daar waar commerciële bedrijven primair het maximaliseren van de financiële welstand van hun aandeelhouders nastreven, hetgeen een heldere en ondubbelzinnige financiële doelstelling is, hebben woningcorporaties primair een sociale doelstelling<sup>2</sup>. Dientengevolge lijkt het succes van een woningcorporatie niet louter te kunnen worden gemeten in termen van geld of 'waarde'. Indien men echter de sociale huurder in economische zin niet louter opvat als klant, maar ook als aandeelhouder, kan het investeren in en verbeteren van de woon- en leefomgeving van de huurder vrijwel gelijkgesteld worden aan het in economische zin maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Dit heeft naar onze mening een tweetal gevolgen. Ten eerste betekent het dat het financieel management van woningcorporaties en van commerciële instellingen niet wezenlijk van elkaar hoeven te verschillen, als men althans huurders opvat als aandeelhouders in economische zin. Ten tweede lijkt het te impliceren dat het wel eens opportuun zou kunnen zijn deze economische realiteit te vertalen in juridisch vastgelegde zeggenschapsverhoudingen. In een dergelijk scenario zouden sociale huurders ook (ten dele) de zeggenschap moeten kunnen krijgen van 'aandeelhouders'. Het is reeds zo dat huurders zitting hebben in de 'raad van commissarissen'. In genoemd scenario is de rol van de huurders echter niet alleen die van belanghebbende (stakeholder) maar ook die van eigenaar (shareholder).

Een ander gevolg van de terugtrekkende overheid en de daaruit voortvloeiende financiële verzelfstandiging is dat corporaties sterker dan voorheen op zichzelf zijn aangewezen om de financiële continuïteit te waarborgen. In het bedrijfsleven wordt financiële continuïteit gedefinieerd als het uitsluiten van liquiditeitsproblemen op de korte termijn en het laten groeien van het eigen vermogen op de langere termijn. Een negatief eigen vermogen resulteert immers in een faillissement. Voor woningbouwcorporaties is de situatie niet anders.

De waarde van het eigen vermogen hangt af van de totale balans, het totaal van de activa en passiva. Om de waarde van het eigen vermogen actief te kunnen sturen is daarom een integraal beheer van de balans noodzakelijk en dienen de belangrijkste risico-factoren die van invloed zijn op het eigen vermogen (bijvoorbeeld de rente) goed te zijn gemodelleerd.

### Financiële doelstelling en performancemeting

De overheid heeft woningbouwcorporaties in het verleden door middel van subsidies in staat gesteld woningen onder de marktprijs te verhuren. Bij de bruteringsoperatie is de contante waarde van alle toegezegde toekomstige subsidies in één keer uitgekeerd. Als gevolg hiervan is het eigen vermogen en daarmee de solvabiliteit van diverse woningbouwcorporaties toegenomen.

Gezien de maatschappelijke functie van woningbouwcorporaties is het streven er niet primair op gericht een zo groot mogelijk rendement te behalen op het eigen vermogen. Het streven van veel woningbouwcorporaties zal er eerder op gericht zijn zoveel mogelijk te kunnen betekenen voor huidige en toekomstige huurders uit de lagere inkomenscategorieën, hetgeen zich uit in het bieden van een kwalitatief goede woon- en leefomgeving tegen haalbare huren. Aangezien woningcorporaties tegenwoordig financieel op eigen benen staan, is het daarom van belang heldere financiële doelstellingen te formuleren, die consistent zijn met het primaire doel (de sociale functie) en aan de hand waarvan richtlijnen met betrekking tot het financieel management kunnen worden geformuleerd.

Over het algemeen wordt de huurder door woningcorporaties als klant gezien. Onzes inziens valt hierop niets af te dingen. Het is echter niet geheel compleet. Immers, geen enkel commercieel bedrijf zal producten of diensten aan haar klanten langdurig onder de integrale kostprijs verkopen. Dit zou een subsidie van het bedrijf aan de klant betekenen. Het is wel zo dat commerciële bedrijven trachten hun

klanten aan zich te binden door goede producten en een hoge servicegraad, maar het is onjuist te denken dat dit de centrale doelstelling is. De centrale doelstelling van commerciële bedrijven is het maximaliseren van de waarde van haar aandelen. Het creëren van tevreden klanten is 'slechts' een middel waarmee dat kan worden bereikt. De loyaliteit van een bedrijf ligt bij al haar belanghebbenden, maar primair bij haar eigenaren, de aandeelhouders.

Zoals hiervoor is gesteld, is het te beperkt om de huurders slechts als klant op te vatten. Om te kunnen vaststellen welke rol de huurder (in financiële zin) nog meer speelt voor de woningcorporatie, helpt het de door hem of haar betaalde huur te beschouwen als het saldo van twee posten: ten eerste de 'marktconforme' huur en ten tweede de 'subsidie' die de woningcorporatie aan de sociale huurder geeft in de vorm van huurverlagingen dan wel investeringen in woongenot die niet in de huren worden doorberekend<sup>3</sup>. De marktconforme huur ligt tot op zekere hoogte buiten de invloedssfeer van de woningcorporatie<sup>4</sup>. Het maximaliseren van de 'subsidie' zou echter kunnen worden gezien als een vertaling van het zo goed mogelijk uitvoering geven aan de sociale doelstelling. Preciezer gezegd en doorredenerend vanuit het eerder geschetste beeld is de sociale doelstelling van een woningcorporatie gelijk aan het maximaliseren van de contante waarde van de toekomstige 'subsidies' die het aan haar huurders kan 'uitkeren'. Hoe meer geld een woningcorporatie beschikbaar stelt voor het verlagen van de huren en het verbeteren van de woonsituatie van haar huurders, hoe beter ze voldoet aan haar sociale doelstelling.

Het bovenstaande is vrijwel geheel analoog aan de situatie waarin een commercieel bedrijf zich bevindt ten overstaan van haar aandeelhouders. Het optimaliseren van de aandeelhouderswaarde is immers gelijk aan het maximaliseren van de contante waarde van de toekomstige dividenduitkeringen. De twee situaties zijn daarbij aan elkaar gelijk als men 'huurder' vervangt door 'aandeelhouder' en 'subsidie' door 'dividend'.

Concluderend kan worden gesteld dat de huurder niet slechts gezien zou moeten worden als 'klant', maar ook als 'aandeelhouder' in economische zin<sup>5</sup>. In deze optiek is de door de overheid uitgekeerde contante waarde van toekomstige subsidies gelijk aan het door de aandeelhouders/ huurders gestorte 'aandelenkapitaal'. De overheid heeft met de bruteringsoperatie als het ware (fictief) aandelen ingekocht voor de huidige en toekomstige huurders die het economische vruchtgebruik van dit aandeel genieten<sup>6</sup>. De huurders zijn derhalve, wederom fictief, de houders van deze aandelen en ontvangen dividend in de vorm van subsidies. In deze optiek is de financiële doelstelling van woningcorporaties het optimaliseren van de aandeelhouderswaarde, met dien verstande dat het begrip 'aandeelhouder' ten dele anders moet worden geïnterpreteerd.

Het grote voordeel van deze analogie is dat alle instrumenten, modellen en inzichten die zijn ontwikkeld om de aandeelhouderswaarde te optimaliseren daarmee ook kunnen worden toegepast bij woningcorporaties (zie [tabel 1](#)).

Actief	Passief
Woningen (MVA)	Vreemd vermogen (VV)
	Eigen vermogen (EV)

$$EV = MVA - VV$$

## Aandeelhouderswaarde en continuïteit

Zoals hiervoor reeds is besproken, vertaalt de sociale functie van woningcorporaties zich in het maximaliseren van de contante waarde van toekomstige 'dividenden'. Het totale jaarlijks uitgekeerde dividend als percentage van het eigen vermogen, is het 'rendement' dat de corporatie ten behoeve van de huurders - aandeelhouders - realiseert.

## De fictieve waarde van een woningcorporatie

Teneinde de waarde van een woningcorporatie voor de fictieve aandeelhouders te bepalen, dient men prognoses op te stellen voor de verwachte operationele vrije kasstromen die de woningcorporatie als commercieel bedrijf zou kunnen innen door het verhuren van woningen tegen marktconforme prijzen. Deze fictieve vrije kasstromen zijn gelijk aan de echte vrije kasstromen, vermeerderd met de fictieve dividendbetalingen aan de huurders<sup>7</sup>. De contante waarde van de fictieve vrije kasstromen verminderd met de marktwaaarde van het vreemd vermogen is de waarde die ten goede komt aan alle fictieve aandeelhouders. Het is deze waarde die een woningcorporatie dient te optimaliseren.

Met het beeld van huurders als aandeelhouders opereren woningcorporaties min of meer als 'gewone' bedrijven. Er wordt fictief een marktconforme huur berekend en de financiële doelstelling is de reële waarde van het (echte en fictieve) eigen vermogen te laten groeien zodat de aandeelhouders rijker worden. De fictieve aandeelhouders (huurders) 'ontvangen' dividend in de vorm van huurverlaging en bestedingen aan woon- en leefgenot.

## Financiële continuïteit

Naast het optimaliseren van de fictieve aandeelhouderswaarde is het van belang de liquiditeitspositie te bewaken, teneinde de continuïteit te waarborgen. Dat wil zeggen dat de financieringsstructuur en het investeringsbeleid bij voorkeur zodanig dienen te worden gestructureerd, dat tijdelijk optredende mogelijk negatieve verschillen tussen de kas in- en uitstromen, de zogenaamde 'gap', binnen bepaalde grenzen blijven. Dit heeft bovendien tot gevolg dat de rentegevoeligheid van het eigen vermogen wordt verminderd. Met behulp van eenvoudige spreadsheetapplicaties is het vervolgens mogelijk de invloed te bestuderen van variabelen als rente, inflatie en leegstand op de GAP's en de (fictieve) waarde van de onderneming. Zo geeft bijvoorbeeld de kans op mogelijke leegstand een grotere onzekerheid in de toekomstige kasstromen aan huurontvangsten. Deze toegenomen onzekerheid wordt gemodelleerd door een toeslag

op de disconteringsvoet voor deze kasstromen toe te passen.

### *Uitgewerkt voorbeeld*

In [tabel 2](#) staan de actief- en passiefzijde van de balans van een woningcorporatie uitgesplitst in kasstromen over een aangenomen levensduur van vijf jaren. De contante waarde van de marktconforme huurinkomsten verminderd met operationele kosten en investeringen is gelijk aan de (fictieve) bedrijfswaarde van het woningbezit. De jaarlijkse GAP is gedefinieerd als de kasstroom voortvloeiend uit de activa verminderd met de kasstroom gerelateerd aan het vreemd vermogen. De netto contante waarde van de GAP's is de reële waarde van het eigen vermogen. Deze waarde moet onder alle scenario's stabiel en in ieder geval positief blijven om de financiële continuïteit niet in gevaar te brengen.

**Tabel 2. Voorbeeld GAP-rapport**

	2000	2001	2002	2003	2004	
<b>Kasstroom MVA</b>						
Marktconforme huurinkomsten	87	88	92	93	95	
Operationele kosten	30	30	30	30	30	
Investering (onrendabele top)	0	10	0	0	0	
Investering (rendabel)	0	20	0	0	0	aftrekken
-----						
Netto kasstroom MVA (verschil):	57	28	62	63	65	
NCW tegen 6%	229					
<b>Kasstroom vreemd vermogen</b>						
Mutaties vreemd vermogen*	0	-30	15	15	0	
Kosten vreemd vermogen	40	50	45	40	40	optellen
-----						
Netto kasstroom VV (som):	40	20	60	55	40	
NCW tegen 6%	179					
<b>GAP rapport</b>						
GAP (verschil MVA - VV):	17	8	2	8	25	
NCW tegen 6 %	16,04	7,12	1,68	6,34	18,68	
Waarde eigen vermogen	50					
<b>Dividendbetaling</b>						
Dividend (huurverlaging)		5	5	8	8	9
Dividend (niet doorberekende investeringen)	5	5	5	5	5	
-----						
		10	10	13	13	14
NCW tegen 6 %	50					
<b>Werkelijk doorberekende huur</b>						
	82	83	84	85	86	

Bij dit voorbeeld: In 2001 wordt 30 geleend om te investeren.

Dit wordt in de volgende twee jaren weer afgelost.

\* Mutaties vreemd vermogen:

» Postieve bedragen zijn aflossingen, negatieve bedragen gelden uit nieuwe leningen.

» Een renteconversie geeft geen mutatie in het vreemd vermogen, wel een verandering in de rentekosten.

Alle bedrijfsactiviteiten staan in het teken van het optimaliseren van dit eigen vermogen zodat de dividenduitkeringen zo hoog mogelijk zullen uitvallen. In het voorbeeld wordt het eigen vermogen volledig uitgekeerd als dividend over de geprognosticeerde periode. Dit is alleen terecht in het theoretische geval dat alle risico's afgedekt zijn en de geprognosticeerde periode oneindig lang is.

### **Conclusie**

De sociale doelstelling van woningcorporaties kan worden vertaald naar een financiële doelstelling indien de huidige en toekomstige huurders als aandeelhouders worden gezien. Met de bruteringsoperatie heeft de overheid in feite de aandelen in naam van de huurders aangekocht. De korting die de huurders ontvangen ten opzichte van marktconforme huurprijzen is de maandelijkse dividenduitkering die de huurders/aandeelhouders ontvangen. Bovendien ontvangen de huurders mogelijk ook nog dividend in de vorm van woongenot waarvoor de corporatie investeringen doet zonder deze door te berekenen in de huur.

Een performance-indicator voor corporaties is dan ook de hoogte van het dividend dat zij in staat is uit te keren. Succesvolle corporaties zullen, gegeven de waarde van het aandeel van de huurders, bijvoorbeeld verder onder de marktprijs kunnen verhuren, respectievelijk aan meer huurders een huur onder de marktprijs kunnen berekenen, dan minder succesvolle corporaties. Naast de behoefte aan het definiëren van een financiële performanceindicator brengt de vergrote financiële zelfstandigheid van corporaties ook de noodzaak met zich mee om de financiële continuïteit te bewaken.

Het belangrijkste voordeel van de besproken aanpak is dat de organisatie als geheel wordt gemodelleerd, inclusief inkomsten, financiering, operationele kosten, onderhoud, lopende investeringen, nieuwe investeringsplannen, enzovoort. Het renterisico van de totale organisatie kan hiermee op een zeer inzichtelijke manier bepaald worden, namelijk in termen van de invloed op het eigen vermogen.

Het model kan eenvoudig worden uitgebreid naar andere risico's zoals inflatie en leegstand.

---

**1** Dat wil zeggen: de contante waarde van alle economische voordelen die uiteindelijk ten goede zullen komen aan de aandeelhouders.

**2** Binnen de kaders van de wet en het algemeen maatschappelijk normbesef.

**3** Dat wil zeggen: de huur die de huurder zou moeten betalen als de woningcorporatie een commercieel bedrijf was geweest. Deze huur zou dan in principe gelijk zijn aan de integrale kostprijs plus een zekere (winst)marge.

**4** Het is natuurlijk wel mogelijk de integrale kostprijs te verlagen door kostenreducties en efficiencyverbeteringen, maar het is tot op zekere hoogte de markt die bepaalt wat 'marktconform' is.

**5** Juridisch en qua zeggenschapsverhoudingen gezien, is de huurder uiteraard geen aandeelhouder. Gezien de bovenstaande argumentatie is het bepaald verdedigbaar huurders een vorm van zeggenschap te geven, via een mede door hen benoemde raad van commissarissen, zoals genoemd in de inleiding.

**6** Het is immers een onderdeel gaan uitmaken van het eigen vermogen, of gaat daar middels een egalisatierekening binnenkort deel van uitmaken.

**7** Eenvoudig gezegd is de vrije kasstroom gelijk aan de omzet verminderd met de operationele kosten en investeringen. Fictieve dividendbetalingen: niet-marktconforme huurverlagingen en bestedingen ter verbetering van het woongenot.