

# De hervorming van de woningmarkt

Een waardestijging voor beleggers?

---

J.A. Thoomes MSc RT

Aerdenhout, 13 november 2015

## ***MASTER THESIS***

Master in Real Estate 2010 -2012  
Amsterdam School of Real Estate  
Jollenmanhhof 5  
1019 GW AMSTERDAM  
Ovu-12015

Eerste begeleider: Prof. Dr. J.B.S. Conijn  
Tweede beoordelaar: Dr. A. Hoogvliet

## Voorwoord

Op het moment van binnenlopen bij de Amsterdam School of Real Estate voor een kennismaking, viel mijn oog op de hoek bij de computers. Meer specifiek, de opstelling links van de computers. De scripties. Op dat moment een hoofdstuk dat ik ongeveer 6 jaar eerder met succes had afgerond en waarmee mijn tijd bij de Rijksuniversiteit Groningen was afgesloten. Toen een proces van drie tot vijf maanden, 'daarna moest ik aan het werk' was de stok achter de deur.

Zaken veranderen in de loop der tijd. De vakken van de MRE-opleiding gaven veel energie en in tegenstelling tot eerdere studies merkte is dat er discipline was voor het voorbereiden van colleges, wellicht door de groepsdruk. En toen het voorjaar van 2012, een hockey ongeluk met een knieoperatie tot gevolg. Er was ineens een aanleiding om op iets anders mijn focus te richten, terwijl mijn onderzoek reeds aardig was gevorderd. Toen nog naïef, 'na het herstel maak ik direct dit onderzoek en mijn scriptie af'. Dat werkt toch anders wanneer je een drukke en vooral leuke baan met mooie uitdagingen hebt en de groepsdruk rond de deadlines weg zijn gevallen.

In het geval de studietijd langer in beslag neemt, zijn er ook meerdere betrokkenen tot wie een kort dankwoord gericht moet worden. Zonder iemand te kort te willen doen, wil ik mij beperken tot een viertal personen van belang.

Na het verstrijken van tijd ben ik met enkele studiegenoten tot de conclusie dat we allen nog een klus te klaren hadden. Dit resulteerde in weekendafspraken met collega Arnold de Bue op kantoor. Dit heeft weer wat discipline opgeleverd en voortgang in het onderzoek aangebracht.

Tevens wil ik mijn dank uit te spreken naar mijn eerste begeleider de heer Conijn. Ik kijk met veel genoeg terug op de besprekingen over de woningmarkt en de voortgang van mijn onderzoek. In veel gevallen in een breder perspectief dan de scope van dit onderzoek, maar altijd uitermate interessant. Ook van u heb ik geduld gevraagd, door met het verloop van de tijd de invalshoek van het onderzoek te verleggen van vooral vooruit kijken naar het opnemen van analyses die nu gemaakt konden worden.

Ik wil JLL danken voor de kans om deze opleiding te starten en het vertrouwen dat zij in mij hebben gehad om dit succesvol af te ronden.

Tot slot wil ik veel respect en dank uitspreken richting mijn vrouw en familie. De regelmatige pogingen ter stimulans en eindeloos geduld dat vooral Merel met mij heeft gehad om deze studie en dit onderzoek af te ronden, vormen de basis voor waar ik nu sta. Het resultaat ligt voor je en met het schrijven van dit voorwoord zet ik nu de laatste stappen in het afronden van de MRE-opleiding.

Aerdenhout, november 2015

Jorn Thoomes

## Management Summary

De hervorming van de woningmarkt is afgelopen jaren vanuit veel perspectieven belicht. De politieke motieven, huisvestingscapaciteiten van corporaties, gevolgen voor de huurders en particuliere eigenaren zijn aan bod gekomen. Dit onderzoek richt zich op de effecten van de hervormingen op de portefeuilles van de commerciële beleggers in woningen, meer specifiek de institutionele belegger. De discussie over het hervormen van de woningmarkt is in 2010 naar aanleiding van onder andere het rapport van de Commissie Sociaal-Economische Deskundigen in een stroom versnelling gegaan, resulterend in de Woningwet die in 2015 door de Eerste Kamer is aangenomen. Van de initieel geplande defiscalisering van de woningmarkt is slechts een deel bewerkstelligt.

### *Theoretisch onderzoek*

In het eerste deel van dit onderzoek wordt op basis van de theorie inzicht verschaft in de complexiteit van de woningbeleggingsmarkt. De fundamentele voor deze markt komen voort uit de koopwoningmarkt, de huurwoningmarkt en de grondmarkt. De commerciële belegger is binnen deze drie markten actief om een voor haar stabiel en redelijk rendement te behalen uit haar investering ten einde te kunnen voldoen aan haar toekomstige uitkeringsverplichtingen. Binnen de koopwoningmarkt is zij aanbieder van goedkope koopwoningen (uitponing). Binnen de huurmarkt is de commerciële belegger de grootste aanbieder van vrije sector huurwoningen. Voor de toevoeging van nieuwbouwhuurwoningen aan de investeringsportefeuille zijn zij afnemer van gronden op de grondmarkt. De diversiteit aan rollen maakt dat de waardering van de woningportefeuilles onderhevig is aan een verscheidenheid van determinanten. Een deel van deze determinanten wordt geraakt door de hervormingen die de overheid in de afgelopen jaren heeft doorgevoerd. De woningvoorraad is in de afgelopen decennia tekort geschoten om aan de vraag te voldoen. Vanuit het schaarse perspectief is dit een vorm van overheidsbeleid, hetgeen bijdraagt aan een stabiel stijging van de waarde van woningen.

### *Hervormingen*

De hervormingen van de woningmarkt zijn erop gericht de subsidiaire bijdrage van de overheid te verlagen, de schuldenlast voor wonen om laag te brengen, meer gelijkheid te krijgen tussen huren en kopen, doorstroming te stimuleren en het sociale huursegment te verkleinen. Belangrijk in deze hervorming is het waarborgen van de betaalbaarheid van wonen voor de lage inkomensklassen. Een deel van de opgave is budgettair gedreven. Voor de koopmarkt heeft dit geresulteerd in het geleidelijk verlagen van de LTV, het de-stimuleren van de aflossingsvrije hypotheekvorm en het verlagen van 'verhuisdrempels'. De huurders van woningen worden gestimuleerd om woningen te huren die beter aansluiten bij hun inkomensniveau. Dit wordt bewerkstelligt door het doorvoeren van additionele huurverhogingen (om keuze in kwaliteit te stimuleren), het bevriezen van de liberalisatiegrens waardoor woningen van het gereguleerde segment verkleuren naar de vrije huursector. Om deze wijzigingen van regelgeving niet als winst naar de investeerders te laten vloeien is 'de verhuurdersheffing' ingevoerd. Deze heffing roomt een aanzienlijk deel van de maximale verhoging af.

Centraal in dit onderzoek staat de veronderstelde 'winst' voor de investeerder en de mate waarin deze winst de heffing rechtvaardigt zoals deze nu wordt geheven. Naast de directe impact vanuit de huurhervormingen zijn de hervormingen van het koopsegment ook van invloed op de waarde van de woningportefeuilles van commerciële beleggers.

### *Onderzoeksvraag*

De onderzoeksvraag in dit onderzoek luidt: *“Hoe kunnen commerciële verhuurders van woningen de waarde van hun portefeuille optimaliseren, anticiperend op de gevolgen van de ‘integrale hervorming van de woningmarkt’?”*

Om de impact van de hervormingen te simuleren en de strategische mogelijkheden voor een commerciële investeerder uit een te zetten is een scenario analyse gemaakt. Op basis van deze analyse blijkt dat bij een leegwaardemutatie van +/- 13% de waarde van de portefeuille (van blijvend gereguleerde huurwoningen) op basis van de DCF-methode daalt met 8,14% (bij voortzetting van de strategie). Wijzigt deze strategie door bijvoorbeeld dispositie (complexmatig of via uitpolding) te staken, dan daalt de waarde met 8,21%. Worden de huurmaatregelen meegenomen in de waarde ontwikkelingen dan resulteert dit in een waarde correctie van respectievelijk -/-8,72% en -/-7,55%. In het laatste geval geldt de gewijzigde strategie (geen dispositie gedurende 10 jaar) en is de verhuurder langjarig in staat de boven-inflatoire huurverhoging door te voeren. Deze veronderstelling hangt samen met de ingevoerde heffing, maar is onderhevig aan geografische spreiding.

In het laatste deel van dit onderzoek is een bestaande portefeuille geanalyseerd om inzicht te krijgen in de werkelijke impact van de hervormingen op de ontwikkeling van de huurinkomsten, kosten en waarde van de portefeuille. De leegwaarde van deze portefeuille daalde in de periode van 2012 – 2014 gedaald met 9,9%. De verhuurdersheffing wordt in deze portefeuille niet gecompenseerd door de mogelijke huurverhoging (binnen het gereguleerde segment). Op het niveau van de totale portefeuille is een jaarlijkse huurgroei waargenomen van gemiddeld 5,4%. Door de bevriezing van de liberalisatiegrens daalt het aantal gereguleerde huurwoningen in deze portefeuille aanzienlijk. Dit komt mede door de historische keuzes voor kwaliteit en de sterke economische regio's. Op basis van de kenmerken van de geanalyseerde portefeuille, wordt de waarde van de gehele portefeuille negatief beïnvloed op het moment dat meer dan 9,7% van de portefeuille huurwoningen betreft met een huur onder de liberalisatie grens.

### *Toekomstperspectief*

Vanuit commercieel oogpunt zijn de geïnterviewde beleggers unaniem in hun oordeel. Nieuwe acquisities binnen het gereguleerde huursegment lijken niet waarschijnlijk. Ondanks de lage bezettingsrisico's, acht met de onzekerheid van de kasstroom als gevolg van overheidsmaatregelen te groot. Indien zij overgaan tot verkoop van delen van de portefeuille is het zeer waarschijnlijk dat dit zich richt op het gereguleerde segment. De marges vanuit een woningbelegging zijn beperkt, maar sluiten aan bij het initiële risico. Onverwachte schommelingen vergroten het risico.

Over de gehele linie beschouwd blijft de woningbeleggingsmarkt aantrekkelijk als investeringsklasse. Op de lange termijn is er een tekort aan woningen in Nederland. De afbouw van de stimuleringsmaatregelen voor het eigen woningbezit draagt bij aan een verdere schaarste van het geliberaliseerde huursegment. Toevoegingen aan dit segment komen voort uit nieuwbouw en verkleuring van het gereguleerde segment. Lagere leegstand en duurzame huurgroei zullen het resultaat zijn.



## Inhoudsopgave

<b>Voorwoord</b> .....	<b>2</b>
<b>Management Summary</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Inleiding</b> .....	<b>8</b>
<b>1.1 Probleemstelling</b> .....	<b>9</b>
<b>1.2 Vraagstelling</b> .....	<b>10</b>
<b>1.3 Onderzoeksmethode</b> .....	<b>11</b>
1.3.1 Literatuuronderzoek.....	11
1.3.2 Data analyse .....	12
1.3.3 Case study.....	12
<b>2. Hervorming en de woningmarkt: is er een rekening te verdelen?</b> .....	<b>13</b>
<b>2.1 Inleiding</b> .....	<b>13</b>
<b>2.2 De woningmarkt</b> .....	<b>13</b>
2.2.1 Marktwerking en prijs .....	13
2.2.2 Invloed overheidsbemoeyenis Koopsector .....	15
2.2.3 Invloed overheidsbemoeyenis Huursector .....	15
2.2.4 Conclusie Woningmarkt .....	17
<b>2.3 Grondmarkt</b> .....	<b>17</b>
<b>2.4 Stakeholders Woningmarkt</b> .....	<b>18</b>
<b>2.5 Voorgestelde hervormingen van de woningmarkt</b> .....	<b>19</b>
2.5.1 De hervorming in algemene zin.....	19
2.5.2 Voorstellen koopsector .....	20
2.5.3 Voorstellen huursector.....	21
2.5.4 Mogelijke gevolgen van de hervorming .....	22
2.5.5 Referentie hervormingen .....	24
2.5.6 Conclusie hervormingsvoorstellen .....	24
<b>2.6 Beschouwing implementatie hervormingsvoorstellen</b> .....	<b>25</b>
2.6.1 Relevante wijzingen Koop .....	25
2.6.2 Relevante wijzingen Huur.....	26
<b>2.7 Conclusie hervorming woningmarkt</b> .....	<b>27</b>
<b>3. Waarde en woningbeleggingen</b> .....	<b>29</b>
<b>3.1 Inleiding</b> .....	<b>29</b>
<b>3.2 De commerciële verhuurder</b> .....	<b>29</b>
3.2.1 Definitie .....	29
3.2.2 De rol van de commerciële verhuurder .....	29
3.2.3 Exploitatie van een woningportefeuille .....	30
<b>3.3 Waardering van woningbeleggingen</b> .....	<b>30</b>
3.3.1 Waarderingsmethoden .....	30
3.3.2 Determinanten van invloed op waarde.....	32
<b>3.4 Historische waardeontwikkeling woningbeleggingen</b> .....	<b>33</b>
<b>3.5 Conclusie</b> .....	<b>35</b>
<b>4. Impact determinanten op waarde</b> .....	<b>36</b>

<b>4.1 Scenario uitwerking .....</b>	<b>36</b>
Scenario 1 – Basis portefeuille zonder invloed maatregelen .....	37
Scenario 2 – Impact hervormingsmaatregelen – voortzetting strategie .....	37
Scenario 3 – Impact hervormingsmaatregelen – gewijzigde strategie .....	38
<b>4.2 Uitkomst scenario uitwerking.....</b>	<b>38</b>
<b>4.3 Waarde optimalisatie en de rollen van de commerciële verhuurder .....</b>	<b>39</b>
<b>4.4 Conclusie waarde en woningbeleggingen.....</b>	<b>40</b>
<b>5. Woningbeleggingen: een asset met laag risico in de toekomst? .....</b>	<b>40</b>
<b>5.1 Inleiding.....</b>	<b>40</b>
<b>5.2 Strategie en Beleid .....</b>	<b>41</b>
5.2.1 Investeringsoverwegingen .....	41
5.2.2 Beleggingsstrategie .....	42
<b>5.3 Portefeuille analyse Investeerder X.....</b>	<b>43</b>
5.3.1 Kerngegevens portefeuille .....	43
5.3.2 Analyse directe gevolgen kasstroom gereguleerd bezit .....	43
5.3.3 Analyse indirecte gevolgen portefeuille.....	48
5.3.4 Impact op rendement.....	49
<b>5.4 Conclusie woningbeleggingen in portefeuille.....</b>	<b>50</b>
<b>6 Markthervorming: Het toekomstperspectief voor de belegger.....</b>	<b>52</b>
<b>6.1 Doelstellingen investeerder en de hervorming .....</b>	<b>52</b>
<b>6.2 Beschouwing van de theorie en praktijk.....</b>	<b>53</b>
<b>6.3 Kansen voor beleggers in huurwoningen .....</b>	<b>54</b>
<b>7 Conclusies.....</b>	<b>55</b>
<b>Bibliografie .....</b>	<b>59</b>

## 1. Inleiding

De afgelopen decennia gold het onderwerp “afschaffen van de hypotheekrenteaftrek” (de “koopsubsidie”) als politiek onbegaanbaar terrein. Starters kunnen al jaren moeizaam toetreden tot de koopsector binnen particuliere woningmarkt. Daarnaast bestaan er lange wachttijden voor betaalbare (een maandhuurprijs tussen de € 700 - € 1.000) huurwoningen. De almaar stijgende prijzen van koopwoningen zorgde echter nog voor voldoende marktdynamiek, waardoor het onderwerp politiek ontweken kon worden. Ook vanuit de overheidsbegroting optiek was de noodzaak te laag om de hypotheekrente te agenderen. Conijn et al. (2006, p.630) stelde daarbij de interactie tussen enerzijds het fiscale regime en anderzijds de gemeentelijke grondpolitiek in relatie tot verbetering van de huurwoningmarkt aan de orde.

Sinds de intrede van de financiële crisis in 2008 is de dynamiek op de woningmarkt sterk gewijzigd, ter vergelijking, in 2007 werden er nog ruim 450.000 hypotheekleningen verstrekt en in 2011 250.000 per jaar (Jones Lang LaSalle B.V., 2011). Het aantal woningtransacties is in 2013 verder gedaald tot circa 110.000 (Pas, [www.woningmarkt cijfers.nl](http://www.woningmarkt cijfers.nl), 2013) ten opzichte van circa 117.000 en 120.000 in respectievelijk 2012 en 2011 (Pas, Woningmarkt rapport Nederland 2012, 2013). In 2014 is het aantal transacties weer toegenomen met circa 31% ten opzichte van 2013. Een einde aan een tijdperk van enkel prijsstijgingen en een sterke bezuinigingsnoodzaak maakt het disfunctioneren van de woningmarkt nu een politiek bespreekbaar onderwerp. Het onderwerp is echter wel verbreed tot “integrale hervorming van de Nederlandse woningmarkt”.

### **Hervorming van de woningmarkt: de uitdaging**

Sinds 2010 zijn er vele vormen van hervormingsvoorstellen gepasseerd. De Commissie Sociaal-Economische Deskundigen (CSED) heeft (april 2010, p.21) onderzoek uitgevoerd naar de vereiste beleidshervormingen om te komen tot een goed functionerende woningmarkt, hierbij heeft zij de volgende uitgangspunten geformuleerd:

1. Meer marktconformiteit op het terrein van wonen
2. Beperking van financiële risico's voor huishoudens en overheid
3. Neutraliteit tussen huren en kopen
4. Garanties voor lagere inkomensgroepen.

Deze uitgangspunten zijn vervolgens in uiteenlopende rapportages (Wonen 4.0, Manifest 22 economen, CPB, Comm. AFW) in verschillende vormen uitgewerkt en hebben in de afgelopen jaren geleid tot verschillende hervormingsvoorstellen. Een deel van deze voorstellen is inmiddels geïmplementeerd door de politiek doormiddel van het Woonakkoord dat in december 2013 is aangenomen door de Eerste Kamer en de daaruit volgende Woningwet die in maart 2015 door de Eerste Kamer is aangenomen.

Het CSED belicht in haar rapportage de mogelijke gevolgen van deze hervormingen voor de verschillende spelers op deze markt en voorziet een vermogensstijging voor commerciële eigenaren van huurwoningen als gevolg van de voorgestelde maatregelen. Ook de Commissie AFW, Wonen 4.0 en de 22 economen zien de hervormingen in de woningmarkt als basis voor een aantrekkelijkere investeringsklasse.



De CSED stelde voor deze voordelen middels een eenmalige belasting af te romen en deze opbrengsten ten goede te laten komen aan de volkshuisvestingsopgave. Deze éénmalige belasting is inmiddels ingevoerd als 'verhuurdersheffing' die jaarlijks terugkeert voor eigenaren van meer dan 10 sociaal verhuurde woningen. Kan er wel zo eenduidig gesteld worden dat deze groep een vermogensstijging ondergaat door de beleidshervorming? Hoe duurzaam is deze vermogensstijging? De CSED stelt de vermogensstijging vast op basis van stijgende huurinkomsten. Wat is echter de invloed van mogelijke prijsdalingen in de koopsector als gevolg van de hervorming, op het vermogen van deze partijen? Een andere vraag die dit oproept is de reikwijdte van de hervorming. Kan de woningmarkt in deze hervorming wel als losse markt gezien worden (Rouwendal, 2011)? Of dient de grondmarkt meegenomen te worden in de integrale hervorming? Het manifest van 22 economen legt ook een verbinding met een nieuwe rol voor de financiële sector en wel als afnemer van de door banken afgesloten hypotheek (Bartelsman, et al., 2012).

### **Relevantie**

JLL, als werkgever van de auteur, is als gespecialiseerd adviseur van vele institutionele beleggers in woningbeleggingen nauw betrokken bij de mutaties binnen de woningportefeuilles van deze beleggers. Begin jaren negentig heeft zij de gestructureerde complexmatige verkoopprocessen geïnitieerd in Nederland. Dit stelde de investeerders in staat meer flexibel de portefeuille te kunnen besturen. Kasstromen waren beter te beheersen en minder leegstaande verkoopvoorraad hoefde te worden aangehouden. Verkoop van oudere complexen ineens droeg bij aan de verjongingsdoelstellingen van de portefeuilles. Partijen hebben in deze periode geprofiteerd van de continue en explosieve waardeontwikkeling van hun bezit.

Op basis van het inzicht in gevolgen van de hervormingen voor de waarde van de portefeuilles van commerciële verhuurders, richt dit rapport zich op strategisch advies aan institutionele beleggers. Strategisch inzicht moet institutionele investeerders in staat stellen te anticiperen op de veranderingen als gevolg van de hervormingsplannen. Daarbij biedt dit onderzoek voor de commerciële verhuurders basis om met de politiek te discussiëren over de hervormingen van de woningmarkt.

## **1.1 Probleemstelling**

De noodzaak voor hervorming van de woningmarkt en vermindering van de mate van overheidsregulatie / bemoeienis, lijkt door verschillende politieke en economische partijen bewezen. In het 'Catshuisoverleg' (maart / april 2012) is deze hervorming aanbod gekomen en in het akkoord over de overheidsbegroting van 2013 zijn enkele eerste maatregelen aangekondigd en doormiddel van circulaire en de nieuwe woningwet ook geïmplementeerd. Voorbeelden hiervan zijn de beperking van de hypotheekrente aftrek, beperking van de maximale hypotheek hoogte, inkomensafhankelijke huurverhoging en verhuurdersheffing. Om succesvol te komen tot de woningmarkt, die structureel minder wordt gesubsidieerd met overheidsgelden en waarbij de risico's voor de particuliere eigenaren lager zijn, dienen de verschillende stakeholders de hervorming te steunen (Commissie Sociaal-Economische Deskundigen, 2010, pp. 25-45).

Als basis voor deze inhoudelijke discussie richt dit onderzoek zich op de analyse van de gevolgen op korte en lange termijn van de integrale hervorming voor de commerciële verhuurders op de waarde van hun woningportefeuilles. Deze analyse leidt tot een strategisch advies over de wijze waarop de

waarde binnen het pakket aan maatregelen geoptimaliseerd kan worden. Commerciële verhuurders vervullen binnen de woningmarkt verschillende functies. Deze functies lopen uiteen van afnemer / initiator van nieuwe woningontwikkelingen, verhuurder van geliberaliseerde en niet-geliberaliseerde woningen, tot aanbieder van 'betaalbare koopwoningen'. In het strategische advies worden de spectra van deze functiemix meegenomen.

## 1.2 Vraagstelling

De formulering van de vraagstelling voor dit onderzoek komt in deze paragraaf aan de orde. Dit begint met de doelstelling van dit onderzoek, daarna de centrale vraag, gevolgd door de deelvragen die beantwoording van de hoofdvraag moeten ondersteunen.

### Doelstelling

Doel van dit onderzoek is vast te stellen op welke wijze de verschillende determinanten van de BAR van een woningbelegging zich tot elkaar verhouden. Het resultaat moet inzicht geven in de vraag of de (voorgestelde) hervorming van de woningmarkt, per definitie een waarde vermeerderend effect heeft voor de commerciële verhuurders van woningen. Op basis hiervan wordt een strategisch advies geformuleerd voor de institutionele belegger over de wijze waarop zij haar portefeuille met woningbeleggingen het beste kan behandelen, ten einde een zo positief mogelijk effect op de geplande hervorming te realiseren.

### Hoofdvraag

Hoe kunnen commerciële verhuurders van woningen de waarde van hun portefeuille optimaliseren, anticiperend op de gevolgen van de 'integrale hervorming van de woningmarkt'?

Onder '*commerciële verhuurders*' wordt in de centrale vraag verstaan: de institutionele beleggers in verhuurde woningen, die woningen verwerven met als doelstelling deze commercieel te exploiteren en deze al dan niet uit te ponden.

Om deze hoofdvraag goed te kunnen beantwoorden zijn de onderstaande deelvragen opgesteld. Deze vragen dienen inzicht te geven in de inhoud en afbakening van de hervorming en de complexiteit van de woningmarkt. Inzicht in de nauwe samenhang tussen verschillende deelmarkten, de verschillende spelers en hun belangen, moet bijdragen aan de strategische overweging van de commerciële belegger. Daarnaast moeten de deelvragen bijdragen aan de historische data-analyse op basis waarvan de verbanden tussen de verschillende factoren gelegd kunnen worden.

### Deelvragen

1. Wat betekent de 'integrale hervorming' voor de woningmarkt?
  - Wat wordt in de theorie verstaan onder de woningmarkt?
  - Welke hervormingen worden voorgesteld?
  - Wie zijn de stakeholders van de woningmarkt?
  - Wat wordt in de theorie verstaan onder de grondmarkt?
  - Op welke wijze hangt de grondmarkt samen met de woningmarkt?
  - Welke gevolgen worden voorzien als gevolg van de hervorming?
2. In hoeverre is de waardering van woningbeleggingen afhankelijk van gebeurtenissen binnen de particuliere markt voor koop- / huurwoningen?

- Op welke wijze kan de waarde van een commercieel verhuurde woning worden benaderd?
  - Hoe hebben de deelmarkten zich ontwikkeld in de laatste 20 jaar?
  - Hoe zijn de gerealiseerde looptijd rendementen van de commerciële verhuurders van woningen samengesteld?
  - In welke mate kunnen gevolgen van de markthervorming deze waardering beïnvloeden?
3. Welke functie moeten woningbeleggingen vervullen binnen de portefeuille van beleggers?
- Welke positie nemen woningenbeleggingen in binnen de portefeuilles van beleggers?
  - Hoe verhoudt de toekomstige risicoperceptie tot de perceptie in de afgelopen jaren?
  - Welke gevolgen heeft dit voor de functie van woningen binnen de portefeuille van beleggers?
  - Welke invloed hebben de toekomstverwachting en risicoperceptie op de geëiste aanvangsrendementen van commerciële verhuurders van woningen?
4. Hoe vertaalt de theorie en praktijk zich in strategische overwegingen voor woningbeleggers?

### 1.3 Onderzoeksmethode

Naar aanleiding van de stelling van de CSED, dat de waarde van de portefeuille van de 'commerciële verhuurder' door de voorgestelde maatregelen tot markthervorming zal stijgen, is er behoefte ontstaan om dit nader te onderzoeken. De CSED komt tot haar conclusie op basis van de stelling dat de huren als gevolg van de hervorming zullen stijgen en dat daarmee de waarde van de portefeuille zal toenemen.

Om de centrale vraag binnen dit onderzoek te kunnen beantwoorden is er voor gekozen een exploratief onderzoek uit te voeren. Op basis van dit onderzoek moet er meer inzicht komen in de wijze waarop de verschillende determinanten invloed uitoefenen op de waarde van een woningbelegging. Op basis van dit inzicht kan de stelling van de CSED worden beoordeeld en wordt er een advies aan de 'commerciële verhuurders' gegeven aangaande het optimaliseren van waarde in hun portefeuille.

#### 1.3.1 Literatuuronderzoek

De eerste fase van dit onderzoek bestaat uit literatuur onderzoek. Allereerst wordt de woningmarkt waarop dit onderzoek betrekking heeft afgebakend. Welke deelmarkten worden onderscheiden en bestaat er een verband tussen deze markten. Op welke wijze beïnvloeden zij elkaar? Vervolgens wordt ingegaan op de theoretische werking van deze markten. De totstandkoming van de marktprijs voor particuliere koopwoningen en de significante factoren die van invloed zijn worden onderzocht. Om de samenhang tussen de particuliere woningmarkt en woningbeleggingsmarkt te definiëren worden de determinanten van invloed op het bruto aanvangsrendement van woningbeleggingen onderzocht. Voor de laatste groep geldt dat gezocht wordt naar de determinanten van invloed binnen de voor de institutionele beleggers gebruikelijke waarderingmethode. Vanuit de literatuur wordt gezocht naar de mogelijke impact van de geschetste hervormingsplannen. Hierbij worden ook vergelijkbare markthervormingen en de waargenomen effecten nader belicht.

### 1.3.2 Data analyse

Het literatuuronderzoek geeft onder andere de theoretische verbanden tussen woningbeleggingen en de markt voor particuliere koopwoningen. Analyse van historische data moet het theoretisch verband tussen de particuliere woningmarkt en de woningbeleggingsmarkt nader verklaren. Dit moet inzicht geven in de wijze waarop de verschillende determinanten zicht tot elkaar verhouden. De data, verkregen van de Investment Property Databank (IPD) en de Nederlandse Vereniging voor Makelaars (NVM), heeft betrekking op de periode 1995 tot en met 2014. Deze data bevat onder meer: gemiddelde historische prijsniveaus van koopwoningen; indexgetallen; leegwaarde van verhuurde woningen; rendementsontwikkeling (direct en indirect) binnen de portefeuilles van de deelnemers aan IPD.

### 1.3.3 Case study

Op basis van de uitkomsten uit de dataresearch kan een eerste calculatie gemaakt worden van de impact van de hervormingen op de waarde van de portefeuille van een belegger. Hierbij wordt inzicht te geven in de gevolgen voor de kapitaalswaarde, het daaraan gekoppelde indirecte rendement en het directe rendement van de portefeuille. Hiermee wordt gezocht naar antwoorden op vragen als: Op welke wijze beïnvloed een mutatie in de leegwaarde de beleggingswaarde van een portefeuille verhuurde woningen? Op welke wijze kan een commerciële verhuurder zijn portefeuillestrategie aanpassen om de gevolgen van de integrale hervorming van de woningmarkt voor portefeuille te optimaliseren? In hoeverre is de stijging van het huurprijsniveau in staat dit effect te neutraliseren?

Iedere commerciële verhuurder heeft eigen doelstellingen waartoe zij in verhuurde woningen investeert. Op basis van deze doelstellingen wordt strategie en beleid geformuleerd en worden portefeuilles samengesteld of bijgesteld. Om de gevonden 'theoretische' effecten op basis van de literatuur en de fictieve portefeuille analyse te kunnen toetsen, wordt gebruik gemaakt van de portefeuille gegevens van Institutionele belegger X. De analyse van de kerngegevens van de portefeuille per ultimo 2012 en ultimo 2014 geven inzicht in de daadwerkelijke impact van de doorgevoerde hervormingen van de huurmarkt en de leegwaarde ontwikkeling.

Via een interview, gehouden met het hoofd asset management Wonen, wordt inzicht verkregen in de kerntaak van de belegger, de toekomst visie en de actuele samenstelling van de portefeuille. Op basis van de uitkomsten van dit interview en de analyse van de dataset wordt onderzocht welke effecten op de waardeontwikkeling van de portefeuille te verwachten zijn bij continuering van de strategie en bij wijziging hiervan. Combinatie van de theoretische analyse en case study analyse moet bijdragen aan een meer generiek advies over strategische beslissingen in een woningportefeuille.

Ten einde de strategische uitgangspunten te valideren zijn er een drietal interviews gehouden onder de grotere woninginvesteerdere in Nederland.

## 2. Hervorming en de woningmarkt: is er een rekening te verdelen?

### 2.1 Inleiding

Een woning is één van de hedendaagse primaire behoeften van de mens. Om er voor te zorgen dat de inwoners van Nederland deze behoefte kunnen invullen, zijn er door de overheid in het verleden diverse stimulansregelingen geïnitieerd. Deze regelingen hebben zowel betrekking op de markt voor huur- als voor koopwoningen. Eind 2013 telt Nederland een totale woningvoorraad van 7,5 mln woningen (CBS Statline, 2014). Van deze voorraad is ruim 55% in eigendom bij particulieren bewoners. Circa 33% van de woningen zijn in bezit bij woningcorporaties en 12% bij commerciële verhuurders. Binnen het eigendom van corporaties is ruim 25% van de woningen verhuurd aan huurders met een inkomen boven de EU-norm (€ 33.614 p/j), dit betreft huurders die eigenlijk geen recht hebben op een sociale huurwoning. De 12% in eigendom bij commerciële huurders staat voor een voorraad van ruim 860.000 eenheden, waarvan circa 133.000 eenheden in het bezit zijn van de institutionele beleggers (IVBN, 2012).

Dit hoofdstuk gaat in op de definiëring van de woningmarkt, de grondmarkt, de verschillende spelers op deze markt en de factoren die van invloed zijn op de totstandkoming van. Tevens worden voorgestelde hervormingen en de voorziene gevolgen daarvan belicht. Hierbij zal de focus liggen op de gevolgen voor de institutionele belegger.

### 2.2 De woningmarkt

De woningmarkt in Nederland wordt gevormd door de vraag naar en het aanbod van woonruimte. In het aanbod van woonruimte wordt koop en huur van elkaar onderscheiden. Conijn (2006) stelde reeds vast dat de koop en de huursector interacteren en dat de Nederlandse woningmarkt volledig uit balans is. Tussen toen en nu is deze balans nog niet teruggevonden (Commissie Sociaal-Economische Deskundigen, 2010). Deze paragraaf gaat in op de prijsvorming binnen de markten voor woonruimte en de invloed die de overheidsregels hebben op dit proces.

#### 2.2.1 Marktwerking en prijs

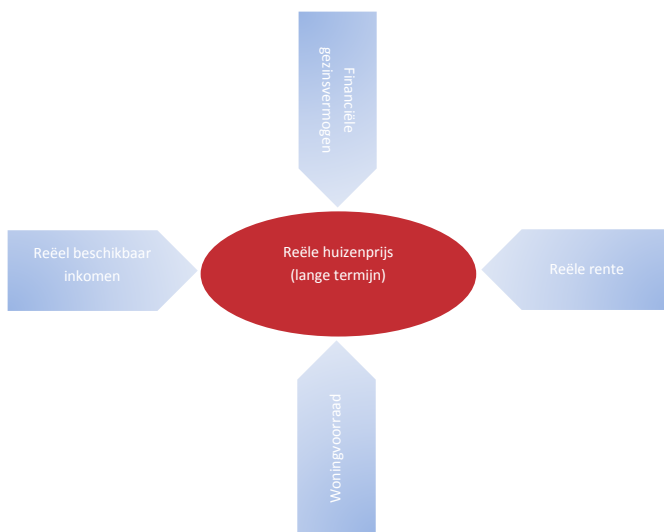
Het product 'wonen' kent in Nederland geen perfecte marktwerking. Naast het feit dat het karakter van een kooptransactie voor de betrokkenen erg ingrijpend is, is er sprake van hoge transactiekosten, institutionele verstoringen en de grondgebondenheid van woningen (Verbruggen, Kranendonk, Leuvensteijn, & Toet, 2005). Door deze kenmerken en het feit dat er jaarlijks slechts een beperkte toevoeging aan de voorraad plaatsvindt, is aanbod niet in staat zich aan te passen aan een veranderende vraag naar woonruimte. In een perfecte markt zou dit wel het geval zijn. Volgens het Verbruggen et al. (2005) bestaan er aanwijzingen dat het aanbod ook op de middellange termijn erg inelastisch is. De woningmarkt wordt daarmee gekenmerkt als een 'voorraadmarkt', waarbij de prijs voornamelijk bepaald wordt door de vraag. In feite is de vraagzijde van de woningmarkt conjunctuurgevoelig en het aanbod inflexibel.

Het alternatief voor de particuliere koopsector in de vorm van de huursector is gebaseerd op de woonlasten op maand of jaarbasis. Dit is de prijs voor 'woonruimte'. Gemiddeld besteedde een Nederlander in 2007 iets meer dan 30% van zijn besteedbare inkomen aan huisvestingskosten (Özdemir & Ward, 2009). Verbruggen et al. (2005) stelt echter dat de impact van dit alternatief, en daarmee de koppeling tussen de huurprijs van een woning en de koopprijs van een woning beperkt is. Dit komt mede door de eveneens sterk gereguleerde huurmarkt in Nederland (tabel 2.2). Naast prijsregulering is er sprake van toegang barrières in de vorm van maximum inkomen, leeftijd, omvang van het huishouden. Door deze eisen is een groot deel van de huurmarkt niet vrij toegankelijk.

Zonder deze barrières zou de koopprijs van een huis volgens Levin & Price (2009) bepaald worden op basis van onderstaande functie, waarbij de jaarhuurwaarde (R) gedeeld wordt door reële rentevoet (I) plus de procentuele kosten voor afschrijving ( $\tau$ ), onderhoud( $\delta$ ) en verminderd met verwachte ontwikkeling van de toekomstige waarde ontwikkeling ( $\pi H$ ):

$$P = \frac{R}{I + \tau + \delta - \pi H}$$

Verbruggen et al. (2005) onderscheidde eerder al de volgende determinanten, weergegeven in onderstaand figuur 2.1, waarvan de niveaus het lange-termijnniveau van de reële huizenprijs bepalen. In vergelijking met Levin & Price (2009) valt met name de toevoeging van het niveau van de woningvoorraad op.



Figuur 2.1: Determinanten die de reële huizenprijs op lange termijn bepalen (op basis van Verbruggen et al. 2005)

Deze determinanten benaderen de lange termijn reële huizenprijs vooral op macroniveau. Individueel onderhandelingsresultaat, kwaliteitsonderwerpen en de lokale relatie tussen nieuwe voorraad en prijs beïnvloeden de prijs op microniveau (De Vries & Boelhouwer, 2005). De macro determinanten gelden veelal wel als benchmark voor de lokale parameters.

Afwijkingen van dit lange termijn prijsniveau, zijnde de korte termijn prijsontwikkeling, worden volgens Verbruggen et al. (2005) bepaald door de niveaus van:

- 1) het beschikbare looninkomen
- 2) de nominale rente
- 3) het consumenten prijsindexcijfer
- 4) de woningvoorraad
- 5) afwijkingen van het feitelijke prijsniveau en het lange-termijnniveau (kansen en risico's).

Hierbij geldt dat bij onderwaardering de prijzen veelal worden aangepast aan het lange termijn prijsniveau. In het geval van een overwaardering neemt veelal eerst de verkooptijd toe voordat het prijsniveau daalt. Naast deze economische determinanten zijn er nog fysische, geografische en sociaal-demografische determinanten. In de volgende paragraaf wordt ingegaan op invloed van de

overheidsbemoeyenis op bovenstaande economische determinanten. Dit geeft weer op welke wijze de overheid deze markt stuurt.

### 2.2.2 Invloed overheidsbemoeyenis Koopsector

Enkele determinanten, die het lange-termijnniveau van de reële huizenprijzen bepalen, worden door fiscale regels en subsidiëringen direct beïnvloed. In tabel 2.1 wordt in een overzicht weergegeven welke regelingen volgens de bestaande literatuur de determinanten uit de vorige paragraaf beïnvloeden.

Bestaande overheidsregeling	Beïnvloede determinant kooprijns
Overdrachtsbelasting (2%)	- Beperking financiële gezinsvermogen (verhuisbarrière)
Aftrekbaarheid betaalde rente op financiering	- Stijging reëel beschikbaar inkomen - Stimulans financiering vreemd vermogen
Aftrekbaarheid aankoopkosten	- Stijging reëel beschikbaar inkomen
Huurwaarde forfait	- Daling reëel beschikbaar inkomen
Sturing woningbouwproductie (RO)	- Beperking woningvoorraad, inelasticiteit van het aanbod

Tabel 2.1: Verhouding regelgeving en determinanten kooprijns (op basis van Verbruggen et al. (2005))

De bovengenoemde regelingen hebben invloed op drie van de vier determinanten die het lange termijn kooprijnsniveau beïnvloeden. Starheid van het aanbod en verhoging van het reëel besteedbaar inkomen leiden tot een verhoging van de prijzen van koopwoningen. De fiscale bevoordeling, bedoeld om de woonlast te verlagen, is verdisconteerd in het prijsniveau (Conijn, 2006). De aftrekbaarheid van de betaalde rente stimuleert het financieren van een woning met vreemd vermogen, hetgeen bijdraagt aan de hogere volatiliteit van de kooprijns en een nauwe samenhang met de prijs van kapitaal.

In de voorbije decennia was er sprake van een overschot aan kapitaal, de rente daalde en instellingen verstrekten ruimhartig hypothecaire financieringen. In deze periode was de toename van de woningvoorraad beperkt. In de periode tussen 1996 en 2008 (start van de bankencrisis) is de gemiddelde prijs van een appartement verdubbeld, een eengezinswoning is in diezelfde periode bijna verdrievoudigd in prijs (Kadaster). Deze prijsstijging werd als vanzelfsprekend gezien en men kon maximaal financieren, de loan-to-value corrigeerde zich vanzelf. De hypotheekrenteaftrek, ooit bedoeld om eigenwoning bezit en investeringen daarin te stimuleren, lijkt één van de belangrijkste verstoorders van het marktevenwicht.

### 2.2.3 Invloed overheidsbemoeyenis Huursector

De beperkingen die Verbruggen (2005) waarneemt zijn veelal gevolg van overheidsbeleid. De impact van dit beleid staat in tabel 2.2 kort uitgewerkt. Door de verschillende stimulansregelingen binnen de koop- en de huursector is een natuurlijkmarktevenwicht van het prijsniveau voor wonen weinig transparant. Of gebruikers van woonruimte op deze manier nog een zuivere consumptiekeuze maken is derhalve de vraag.

Overheidsregeling	Impact
Huurregulering < 140 WWS	- Borging aanbod van goedkope huurwoningen - Beperkt geografisch onderscheid WWS - Object gebonden subsidie
Inkomensvereisten gereguleerde huur	- Afbakening doelgroep goedkope woningen - Eenmalige toets, beperkt doorstroming
Huursubsidieregeling	- Object- en inkomensafhankelijk - Waarborg betaalbaarheid wonen lage inkomens
Gereguleerde huurverhoging	- Beheersing huurprijsontwikkeling gereguleerd segment

Tabel 2.2: Invloed Overheidsregulering Huursector

Er gelden twee regimes waarbinnen een huurder zich kan bevinden. De geliberaliseerde en de gereguleerde huur, waarbij de laatst genoemde, zoals weergegeven in tabel 2.2 op twee manieren subsidiëring plaatsvindt. In Nederland worden woningen momenteel gewaardeerd conform een door de overheid geformuleerde puntentelling, het zogeheten WoningWaarderingSysteem (WWS). Overstijgt de maximaal redelijke huur behorend bij de WWS punten de huurliberalisatiegrens, dan is het een verhuurder toegestaan deze woning 'vrij' te verhuren. Onder deze grens dan dient een verhuurder zich te houden aan de maximaal redelijke huur die is gekoppeld aan het aantal punten van een woning. In bepaalde gevallen belemmert deze maximaal redelijke huur de totstandkoming van een marktprijs. Een verhuurder kan individueel nog beleid maken aangaande de huurprijs als percentage (<100%) van de maximaal redelijke huur van de woning.

De hoogte van de jaarlijkse huurverhoging wordt in dit geval ook door de overheid gereguleerd. Om als huurder in aanmerking te komen voor een 'gereguleerde huurwoning' gelden verschillende eisen. De gemaximeerde inkomsteneis geldt als één van de belangrijkste eisen. Het regime waarbinnen een huurder zich begeeft wordt éénmalig bij aanvang van een huurovereenkomst vastgesteld. Dit heeft tot gevolg dat een inkomensgroei geen invloed heeft op het regime zolang de huurder blijft wonen.

De overheidsregelingen zijn in het leven geroepen om iedereen in staat te stellen om te kunnen wonen. De sociale woningvoorraad is gegroeid naar circa 2,4 miljoen woningen (Centraal Fonds Volkshuisvesting, 2012). Volgens de richtlijnen zouden circa 1 miljoen (Blok, 2013) van deze woningen in aanmerking komen om geliberaliseerd te worden. Liberalisering van dit aantal zou meer dan een verdubbeling van het aantal commerciële huurwoningen tot gevolg hebben. Eén van de bezwaren die geuit wordt op huidige regelingen is de beperking op de doorstroming. De huidige regeling maakt dat doorstromers (op basis van hun inkomen) financieel een sprong moeten maken om in een geliberaliseerde huurwoning te kunnen wonen, dit is niet altijd haalbaar of wenselijk. Deze mensen blijven derhalve wonen in de goedkope huurwoning, dit effect wordt als 'scheefwonen' bestempeld. Doordat doorstroming te weinig plaatsvindt, is ook de beschikbaarheid van sociale voorraad voor de kerndoelgroep beperkt en zijn er wachtlijsten.

Het WWS-systeem dat gold tot 1 oktober 2015, waardeerde een woning op basis van enkele specifieke kwaliteitskenmerken en omliggende voorzieningen. Het aantal WWS punten bepaald de maximale huur die voor een woning gevraagd mag worden. Economisch geografische kenmerken werden in dit systeem tot de MG-circulaire 2011-03 niet meegewogen in deze waardering. Sinds deze circulaire zijn bepaalde gemeenten aangewezen als marktgebied met schaarste. Een toevoeging



van 15 of 25 WWS punten in deze gebieden moest eigenaren de ruimte bieden huren te kunnen verhogen bij mutatie. Dit moest tevens extra investeringen in nieuwe huurwoningen stimuleren in deze gebieden. Per 1 oktober 2015 is de economische geografie nog verder geïmplementeerd in deze woningwaarderingmethode door de WOZ-waarde voor gemiddeld 25% mee te laten tellen in de WWS puntentelling.

#### 2.2.4 Conclusie Woningmarkt

De determinanten, geïdentificeerd in paragraaf 2.2.1, die bepalend zijn voor de totstandkoming van de koopprijs ofwel reële huizenprijs, worden beïnvloed door overheidsbemoediging en marktfactoren. De hervormingen op de woningmarkt worden bepaald op nationaal niveau. Deze beïnvloeden hoofdzakelijk de reële rente voet en het besteedbaar inkomen en deels de voorraad. Binnen de formule van Levin & Price wordt ook de jaarhuurwaarde beïnvloed door de hervormingen van de overheid. De reële rente ondervindt ook invloed op andere niveaus, buiten de directe reikwijdte van de hervormingen. De basis van de rente komt voort uit de Euribor, die dagelijks door de Europese centrale bank wordt vastgesteld. Op basis van de Euribor worden de 'markt rentes' gebaseerd. In feite zijn er drie hoofdfactoren van invloed op de rente (ABN AMRO N.V., 2012):

- Economische 'fundamentals' (vraag en aanbod naar geld op lange termijn)
- Monetair beleid
- Internationale kapitaalstromen

Als onderdeel van de Europese monetaire unie, heeft Nederland slechts beperkte invloed op deze factoren. Sinds de intrede van de economische crisis is de Euribor sterk gedaald. Dit moet enerzijds het aantrekkelijker maken voor partijen om te investeren en anderzijds helpt het banken de kasposities te verbeteren. De hypotheekrente, is aanzienlijk minder sterk gedaald en is ook pas later gaan dalen. Voor de consumenten van woningen, is dit de rentevoet die bepalend is voor de bepaling van de koopprijs.

De impact van de hervormingen op de woningprijs zal derhalve niet volledig doorwerken in de prijs, dit als gevolg van de complexe samenstelling van de verschillende determinanten.

### 2.3 Grondmarkt

In de vorige paragraaf is reeds kort aandacht besteed aan de beschikbare woningvoorraad in Nederland, het lokale karakter en de starheid ervan. De starheid wordt mede bepaald door niveau van de toevoegingen en onttrekkingen aan de voorraad. Wanneer specifiek wordt gekeken naar de voorraad koopwoningen dan valt op dat onttrekking in beperkte mate plaatsvindt. Over de periode 2006 tot en met 2010 zijn gemiddeld 4.600 koopwoningen (CBS, 2012) per jaar onttrokken. Dit komt overeen met 0,12% van de voorraad woningen in particulier eigendom en dit is nog geen 23% van de totale onttrekking aan de woningmarkt.

Toevoegingen aan de koopwoningvoorraad worden in belangrijke mate veroorzaakt door nieuwbouw van woningen, verkoop van voormalige huurwoningen en door transformatie van onroerende zaken met een oorspronkelijke andere functie. Over de periode 1995 – 2011 werden jaarlijks gemiddeld 75.000 woningen gerealiseerd, 73% hiervan waren koopwoningen (CBS, 2012). De uitgifte van grond ten behoeve van nieuwbouw van woningen zorgt voor een koppeling tussen de woningmarkt en de grondmarkt. Enerzijds doordat de snelheid van gronduitgifte een belangrijk invloed heeft op de toevoeging op de woningvoorraad. En anderzijds doordat de waarde van de

grond veelal residueel benaderd wordt (Elsinga, Jong-Tennekes, & Heiden, 2011). Daarmee is dit een resultante van de marktprijs voor koopwoningen. Het hoge prijsniveau van de woningen heeft geleid tot een hoog prijsniveau van gronden bedoeld voor woningbouw (Conijn, 2006).

In Nederland is de gemeente verantwoordelijk voor het gronduitgifte beleid voor nieuwe woningen. Zij bestemt de locaties en bepaalt de kwantiteit van de uitgifte, zij beïnvloed een deel van het aanbod op de woningmarkt hiermee. Als gevolg van residuele benadering van de grondprijs, gebaseerd op de marktprijs voor koopwoningen, vragen gemeente veelal een hoge prijs (waarin het fiscale voordeel voor kopers is verwerkt) voor de gronden bestemd voor woningbouw, zowel voor koop als huur. Als voorbeeld de gemeente Amsterdam bepaald haar grondprijzen op basis van een mix van 80% koopwoningprijzen en 20% markthuurloningprijzen. Door de hogere stichtingskosten waarmee huurwoningen geconfronteerd worden, betalen de huurders mee aan fiscale subsidiëring van de koopwoningen (Ontwikkelingsbedrijf gemeente Amsterdam, 2012). In de vastgestelde Grondprijzenbrief 2014 is de methodiek door de gemeente Amsterdam gewijzigd in “genormeed residueel” (Ontwikkelingsbedrijf gemeente Amsterdam, 2014). Door het verschil in de commerciële waarde tussen huur en koopwoningen ontstaat er nu ook een verschil in de grondprijs. Conijn (2006) concludeerde al dat het prijsniveau van de koopwoningen, middels de grondmarkt, de grondprijs van de vrije sector huurwoningen beïnvloed. Met deze wijziging maakt gemeente Amsterdam een start om beide grondprijsniveaus te koppelen aan marktprijzen van het betreffende segment.

## 2.4 Stakeholders Woningmarkt

In de vorige paragrafen zijn diverse facetten van de woningmarkt benoemd, daarbij is kort aandacht besteed rol die ver verschillende partijen spelen binnen dit proces. Deze paragraaf geeft in tabel 2.3 schematisch de verschillende partijen weer en de rol die zij binnen de woningmarkt vervullen. Dit draagt bij aan een overzicht van het gehele speelveld. Bij de verdere afbakening van dit onderzoek is daarmee duidelijk met welke stakeholders wel en met welke geen rekening wordt gehouden.

Stakeholder	Rol	Positie
<i>Eigenaar particuliere woning</i>	Zelfstandig consument van woonruimte (bezit ca. 55% van de woningen).	Geniet fiscale bevoordeling bij financiering eigen woning. Koper van nieuwbouw en koper & verkoper van bestaande bouw.
<i>Huurder vrije markt</i>	Zelfstandig consument van woonruimte.	Flexibel en huurt tegen marktconforme huur. Ontvangt geen 'huisvestingsbijdrage'.
<i>Huurder gereguleerde markt</i>	Gereguleerde consument van woonruimte.	Huurprijs gereguleerd op basis van woning waarderingssysteem. Subsidie-regeling mogelijk van toepassing.
<i>Commerciële verhuurder (particulier (direct of via fondsstructuren) en institutioneel)</i>	Eigenaar van circa 12% van de woningvoorraad. Initiator nieuwbouw initiatieven en aanbieder koopwoningen	Bieden woonruimte aan deels op de vrije huurmarkt en deels op de gereguleerde huurmarkt met als doelstelling een stabiel rendement te behalen.
<i>Sociale verhuurder</i>	Eigenaar van circa 33% van de woningvoorraad. Aanbieder van sociale huurwoningen en initiator nieuwbouw- en wijkontwikkelingen	Bieden woonruimte aan hoofdzakelijk binnen het gereguleerde segment, waarbij zij deels uitvoering geven aan het sociale beleid van nationale en lokale overheid.
<i>Gemeente</i>	Uitgever van bouwgrond, lokale regelgever	Bepaald locatie, kwaliteit, kwantiteit en grondprijsniveau van nieuwbouw.
<i>Landelijke overheid</i>	Wet- en regelgever	Bepaald huurbeleid en fiscale regels eigen woning.
<i>Ontwikkelaar</i>	Initiatiefnemer en producent nieuwbouw woningen	Start initiatief bij positief verschil (marktprijs -/- stichtingskosten)

Tabel 2.3: Stakeholders en hun rol

## 2.5 Voorgestelde hervormingen van de woningmarkt

Dit onderzoek richt zich op de gevolgen van de in 2010 door de CSED voorgestelde en daarna door verschillende partijen verder uitgewerkte hervormingsplannen en de door de overheid doorgevoerde hervormingen om te komen tot een integrale hervorming van de woningmarkt in Nederland. Deze paragraaf gaat in op de inhoud van deze voorstellen en reeds doorgevoerde wetten en regels (geënt op de voorgestelde hervormingen). In mei 2012 hebben maatschappelijk betrokken partijen (Vereniging Eigen Huis, Aedes en Woonbond) en enkele marktpartijen (NVM, VBO en VastgoedPro) een hervormingsplan uitgewerkt, genaamd 'Wonen 4.0'. De bevindingen, aanbevelingen en doorrekeningen hiervan worden ook in dit onderzoek meegewogen. In de kabinetsformatie voor "Rutte II" is de hervorming van de woningmarkt een belangrijk beleidsonderwerp, het is tevens de hoofdtaak van Minister Blok. Het beleid geformuleerd in het regeerakkoord wordt vertaald in wetten en regels, waarvan er al diverse zijn doorgevoerd. Relevante maatregelen en wetten, al dan niet voortvloeiend uit de eerder uitgebrachte voorstellen maken onderdeel uit van dit onderzoek.

De doelstelling van de verschillende partijen (CSED, Wonen 4.0, 22 Economen en het Kabinet Rutte II) is het bereiken van een nieuwe woningmarkt waarbij geldt:

1. Meer marktconformiteit op het terrein van wonen
2. Beperking van de financiële risico's voor huishoudens en overheid
3. Neutraliteit tussen huren en kopen
4. Garanties voor lagere inkomensgroepen.

Onderstaand worden de worden de voorgestelde maatregelen geïntroduceerd, eerst algemeen en daarna per deelmarkt met daarbij een korte toelichting.

### 2.5.1 De hervorming in algemene zin

Als gevolg van een veranderende demografische samenstelling en flexibilisering van de arbeidsmarkt (Commissie Sociaal-Economische Deskundigen, 2010) (Bartelsman, et al., 2012), voorzien partijen komende decennia een toename in het aantal huishoudens een wijziging in de samenstelling van de huishoudens (een stijging van één persoonshuishoudens). Dit zal leiden tot een verandering in de vraag naar woonruimte. De verwachting is dat de regionale verschillen verder zullen groeien. De hervorming heeft mede ten doel te komen tot een markt die adequaat inspeelt op deze veranderende vraag.

In algemene zin moet het aanbod in kwaliteit en kwantiteit aansluiten en zich kunnen aanpassen op de (lokale / regionale) vraag. Daarbij zijn de CSED (2010) en de auteurs van Wonen 4.0 het eens over het feit dat de woningmarkt als één geheel gezien moet worden. Dit blijkt uit het streven naar een eigendom neutrale woningmarkt. Subsidiëring moet enkel nodig zijn voor diegene (in koop of huur) die zelf niet kunnen voorzien in deze primaire levensbehoefte. De 22 economen pleiten zelfs voor een brede integrale aanpak waarbij overheidsfinanciën, financiële sector en de woningmarkt worden hervormd (Bartelsman, et al., 2012).

De huidige fiscale behandeling van het eigen woningbezit, met name de fiscale aftrek dan de hypotheekrente, drijft het prijsniveau van de woningen op. Verder stimuleert het een hoge hypotheekschuld en ontmoedigt het aflossingen. Dit verhoogt risico's bij prijsdalingen, voor zowel de eigenaren van de woningen als voor de financierende instellingen. Tegelijk is een groot deel van de huren op een te laag niveau ten opzichte van de marktprijs. Een gebrek aan flexibiliteit, doorstroming

en transparantie van het fiscale systeem, zorgen voor welvaartsverlies vanuit de woningmarkt, maar ook voor de arbeidsmarkt (Aedes, Woonbond, Vereniging EigenHuis, NVM, VBO Makelaar en Vastgoed Pro, 2012).

### 2.5.2 Voorstellen koopsector

Voor de koopsector streeft de CSED (2010) naar een benadering van de woning als vermogensvorm (belasting in Box 3) in plaats van een consumptieve besteding. Een overgang in één keer ziet zij echter als onwenselijk, deze mening wordt gedeeld door de 22 economen (Bartelsman, et al., 2012) en de auteurs van Wonen 4.0 (Aedes, Woonbond, Vereniging EigenHuis, NVM, VBO Makelaar en Vastgoed Pro, 2012).

Het Kabinet heeft in het verlengde van de visie van de auteurs van Wonen 4.0 en de 22 economen, een minder vergaand plan voor de wijziging van de fiscale behandeling van het eigen woningbezit uitgewerkt. Zij laten het systeem bestaan, maar richten zich op afbouw van de fiscale stimulansen die gezien worden als basis voor de omvangrijke schuldenportefeuille. De 22 economen zien het plan van het Kabinet als een eerste stap, waarna eventueel de gehele fiscale benadering kan wijzigen.

Om doorstroming te bevorderen en er voor te zorgen dat er structureel minder schuldenlast drukt op het particulier woningbezit zijn, als gevolg van het woonakkoord, de volgende maatregelen eind 2013 ingevoerd (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2013):

- Permanente verlaging van overdrachtsbelasting (op 2%)
- Recht op hypotheekrente aftrek enkel indien schuld in 30 jaar volledig wordt afgelost (lineair of annuitair)
- Verlaging van het maximale aftrekt tarief met een half procentpunt per jaar tot maximaal het tarief in de derde schijf
- Afbouw loan-to-value tot maximaal 100% (in 2018)
- Ter compensatie van de aftrekbare rente wordt de belasting op arbeid verlaagt
- Inkomensondersteuning voor de lagere inkomensgroepen

De verlaging van de overdrachtsbelasting maakt dat er nog steeds een drempel op de mobiliteit rust. Bartelsman et.al. (2012) zijn van mening dat deze belasting geheel moet verdwijnen en vervangen kan worden door een bezitsbelasting, bijvoorbeeld door verhoging van het eigenwoningforfait. Tevens zinspelen de verschillende partijen (in lijn met de CSED (2010)) over een wijziging in de fiscale benadering van het eigen woningbezit na de transitieperiode van inkomstenbenadering naar vermogensbenadering (Bartelsman, et al., 2012) (Aedes, Woonbond, Vereniging EigenHuis, NVM, VBO Makelaar en Vastgoed Pro, 2012).

De verlaging van de loan-to-value heeft tot gevolg dat consumenten die een woning willen kopen (meer) eigen middelen moeten inbrengen bij de aankoop. Dit kan invloed hebben op de koopbeslissing of de hoogte van het maximale aankoopbedrag beperken.

Verder zijn er regelingen gewijzigd om de risico's voor de overheid te verlagen of regelingen met een tijdelijk karakter om een directe impuls aan de woningmarkt te geven:

- Verlaging maximum bedrag Nationale Hypotheek Garantie (NHG)

- Belastingvrije schenking tijdelijk verruimt tot € 100.000 ten behoeve van aankoop / renovatie van een woning of aflossing van een woningschuld.
- Tijdelijke aftrekbaarheid restschulden
- Overheidsbudget voor startersleningen
- Voorwaarden scheppen om meer concurrentie op de hypotheekmarkt te krijgen en daarmee institutioneel geld aan trekken.

De verwachte gevolgen van deze maatregelen komen later in dit onderzoek aan bod.

### 2.5.3 Voorstellen huursector

Ook bij de huurmarkt stellen de verschillende partijen dat er sprake is van overmatige subsidiëring. Bij aanvang van de vraag naar hervorming is er sprake van subsidiepercentages van circa 49% (Werkgroep Wonen, 2010). De hervorming van de huurmarkt moet bijdragen aan het tot stand brengen van één evenwichtige ‘woningmarkt’. Door het Kabinet zijn de volgende regelingen ingevoerd ofwel gewijzigd per eind 2013 (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2013) (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2015):

- Boven inflatoire huurverhoging en inkomensafhankelijke verhoging gereguleerde huren
- Vereenvoudigen van het WoonWaarderingStelsel (WWS), door de waarde van de woonvorm (woonomgeving, hinderlijke situaties en schaarste punten vervallen) te vervangen door punten gebaseerd op de WOZ waarde (invoering 1 oktober 2015)
- Invoeren verhuurdersheffing voor eigenaren van gereguleerde huurwoningen oplopend tot 0,536% van de WOZ-waarde in 2017
- Bevriezing huurliberalisatiegrens tot 2017
- Onderzoeken wat de mogelijkheden voor een huursombenadering zijn
- Inkomensondersteuning voor lagere inkomens (ter vervanging van huursubsidie en eigendomsneutraal)

Naast het beperken van de subsidiëring van de huursector streeft de overheid er naar om meer vrijheid in de keuze van huurders te stimuleren. Tezamen met de voorstellen voor de aanpak van de koopsector moet er een markt komen voor de ‘woonconsument’, waarbij gelijkheid tussen koop en huur ontstaat. Het laten meewegen van de WOZ waarde in de huurprijsbepaling moet er toe leiden dat een woning in op een gewilde locatie meer huur moet opbrengen dan op een andere locatie. Ook moet er op deze manier een verbinding ontstaan tussen de koop- en de huurmarkt, zijnde een ‘woonmarkt’.

De boven inflatoire huurverhoging moet er toe leiden dat de verhuurders van sociale huurwoningen een aantrekkelijker rendement kunnen behalen en blijven investeren in deze woningen. Daarnaast dient het inkomensafhankelijke deel om zogeheten ‘scheefwoners’ te stimuleren een woning in de vrije markthuurling te betrekken. ‘Beleidsmatig’ sociaal verhuurde woningen (>140 WWS punten), kunnen op die manier bij mutatie worden toegevoegd aan de vrije sector huurvoorraad.

Uiteindelijk zal de huur zelfstandig op de markt bepaald moeten worden. Wel willen de verschillende partijen grip houden op de maximale huurverhoging per jaar (Commissie Sociaal-Economische Deskundigen, 2010) (Aedes, Woonbond, Vereniging EigenHuis, NVM, VBO Makelaar en Vastgoed Pro, 2012).

Binnen de huidige markt kan er gedurende de transitieperiode wel enige spanning ontstaan tussen het doel en het middel. In de periode 2008 medio 2014 is er door onder meer de striktere financieringsregels, lagere financieringsbereidheid bij banken en voorzichtigheid in crisisperiode een lagere vraag naar koopwoningen. Dit leidt tot neerwaartse druk op de koopprijzen van woningen. Tegelijk begeeft een deel van deze doelgroep (die eerst wilde kopen) zich aan de vraagzijde naar huurwoningen. De grotere vraag naar huurwoningen zorgt voor minder leegstand van huurwoningen en heeft een stuwend effect op de huurprijs (IPD Netherlands, 2014). Bij het vastleggen van de wijze waarop de koppeling van de huurprijs aan de WOZ-waarde plaatsvindt, is dit een aandachtspunt. Dit aandachtspunt werd reeds zichtbaar bij het voorstel om de maximale huur vast te stellen op basis van een percentage van de WOZ-waarde, dat de minister heeft gedaan. Onbedoeld veranderde vrijesector huurwoningen, als gevolg van een lage WOZ-waarde, van huurregime. Inmiddels heeft de Minister voor Rijksdienst en Wonen een besluit ter goedkeuring voorliggen, waarin de WOZ waarde van een woning gemiddeld 25% van de maximale huur zal bepalen (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2015). De minister streeft naar over het algemeen gelijkblijvende maximale huren, echter in individuele gevallen zullen er verschillen optreden.

Door de huurprijsregulering te verminderen gaan bewoners, in de keuze voor hun woonconsumptie, een completere afweging maken voor de kwaliteit en ligging van hun woning. Door de ondersteuning / subsidiëring inkomensafhankelijk te maken, wordt het 'scheefwonen' ontmoedigt hetgeen de doorstroming moet stimuleren. Conijn et al. (2011) heeft echter onderzocht dat bij 66% van de sociale huurvoorraad de marktconforme huur niet wordt belemmert door het wettelijke huurprijsplafond. De 'completere afweging' moet derhalve bijdragen aan spreiding van de vraag van bewoners die schaarse gebieden willen verlaten om goedkoper te kunnen wonen. De verbeterde marktconformiteit van de huren moet er ook toe leiden dat het voor investeerders interessanter wordt om in verhuurwoningen te investeren.

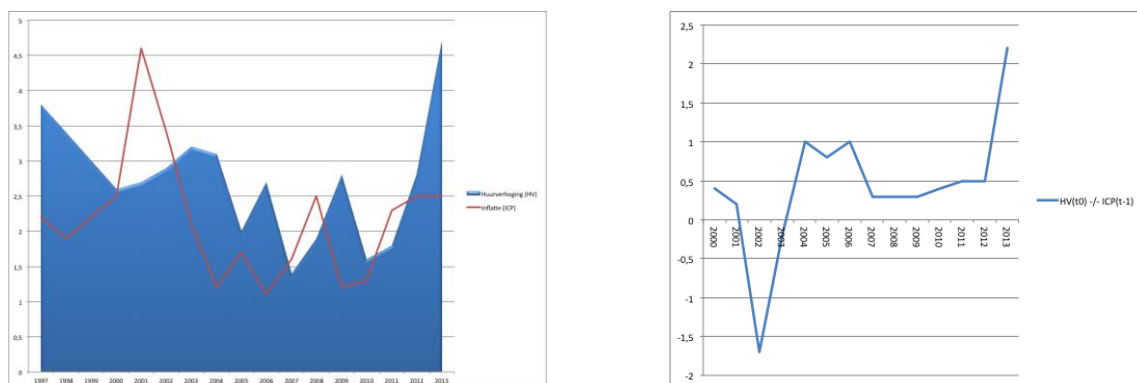
De verhuurdersheffing dient ter afroming van een deel van de extra opbrengsten voortvloeiend uit de boven inflatoire huurverhoging en inkomensafhankelijke verhoging. Het is een bijdrage op de algehele budgettaire opgave (Minister voor Wonen en Rijksdienst, 2013). De overheid heeft wel tijdelijk vrijstellingsmogelijkheden beschreven, waardoor investeringen in de sociale sector (nieuwbouw en transformaties) gecompenseerd kunnen worden. De verhuurdersheffing heeft enkel betrekking op het eigendom van sociale huurwoningen (waarvoor ook de inkomensafhankelijke huurverhoging van toepassing is). Echter door het verkleinen van de sociale huurders groep neemt doelgroep voor de vrije huursector toe. Samen met de verhoging van het algehele huurprijsniveau binnen het gereguleerde segment, valt het te verwachten dat de huren in de vrije sector in delen van het land ook zullen stijgen. Op het moment dat ook het aanbod in de vrije sector toeneemt, zal dit effect mogelijk weer neutraliseren. Eigenaren van sociale huurwoningen die tegen de liberalisatiegrens aanzitten worden op deze wijze gestimuleerd te investeren in hun bezit.

#### **2.5.4 Mogelijke gevolgen van de hervorming**

Binnen diverse overheidsinstanties en rekenkundige bureaus zijn calculaties gemaakt die inzicht moeten geven in de mogelijke gevolgen van de hervorming van de woningmarkt. Hierbij zijn de uitkomsten ook sterk afhankelijk van de op dat moment geldende marktomstandigheden. Medio 2010 golden subsidiepercentages voor de huur van circa 49% en voor de koop 25%. Er zijn diverse scenario's door gerekend en waaruit deze percentages dalen naar respectievelijk 41% en 20% (Werkgroep Wonen, 2010). De gevolgen voor de markt lopen uit een van prijsdalingen van de

koopwoningen tussen de 8% en de 13% ( Werkgroep Wonen, 2010). Onderzoeksinstituut OTB heeft op basis van de hervormingen, voorgesteld in Wonen 4.0, een doorberekening gemaakt waarbij de prijseffecten op verschillende manieren zijn geëffectueerd. In deze doorberekening gaat men, in afwijking van de door de Eerste en Tweede Kamer vastgestelde hervorming, uit van volledige afschaffing van de overdrachtsbelasting. Uiteenlopend geldt dan in het eerste jaar 25% tot 75% van de prijswijziging doorvoert. Dit resulteert in een prijswijziging tussen **-11%** tot **-24%** in het eerste jaar, waarna de prijzen weer zullen stijgen als gevolg van een positieve inkomstenontwikkeling (Boelhouwer & Lamain, 2012). De gewenste afname van de hypotheekschuld (ten opzichte van de waarde van het onderpand) heeft een significant verband met het niveau van de koopprijs. Volgens Van Duijn heeft een toename of afname van de loan-to-value van 1% een effect van 1,3% op de koopprijs (van Duijn, 2013).

Er is geen concrete indicatie geformuleerd voor de absolute mutatie in de huurprijzen, al geeft de hoogte van de voorziene verhuurdersheffing wel een indicatie van de verwachting van de overheid. Bij het vaststellen van de huurverhoging wordt veelal gebruik gemaakt van het inflatiecijfer van het jaar ervoor. Deze trend is in de linker grafiek 2.1 waar te nemen. In het eerste jaar van de inkomensafhankelijke huurverhoging een trendbreuk van inflatoire huurverhoging zichtbaar. De rechter grafiek geeft de afwijking tussen de huurverhoging in een betreffend jaar weer ten opzichte van de inflatie een jaar eerder. De huurverhoging in 2013 bedroeg +4,7% ten opzichte van een gemiddelde van +2,54% (2003-2013) (CBS, 2014).



Grafiek 2.1: Verloop huurverhoging vs. Inflatie 1997 – 2013 en HV(t0) afgezet tegen ICP (t-1) (CBS, 2014)

In tabel 2.1 zijn de invloeden van de huidige regels weergegeven. De hervormingen hebben een negatief effect hebben op het beschikbare reële inkomen en het gezinsvermogen op korte termijn. Verlaging van de inkomstenbelasting dient deels ter nivellering van dit effect. Het lijkt echter voor de hand te liggen dat dit invloed zal hebben op het prijsniveau van de koopwoningen.

De CSED (2010) verwacht een stijging van het huurprijsniveau op basis van de wijzigingen in regelgeving. Tevens stimuleert het beleid om te investeren in energetische maatregelen en betere bouw, hetgeen de kwaliteit van de voorraad positief beïnvloed.

In de afgelopen jaren is de nieuwbouw productie van woningen sterk gedaald tot circa 49.500 in 2013 (Doodeman, 2013), een daling van circa 40% ten opzichte van het aantal in 2009. De huren in het gereguleerde segment zien een extra verhoging boven de inflatie tegemoet en afhankelijk van het inkomen is er nog een additionele verhoging. Hierbij dient wel gezegd te worden dat de mate van verhoging afhankelijk is van de hoogte van de huidige huur in relatie tot de maximaal redelijke huur

en de markthuurl. Een zeer waarschijnlijk gevolg wordt dat er huurders vanuit het gereguleerde segment op zoek gaan naar een woning in het geliberaliseerde deel van de markt. Gelet op de lage woningproductie tijdens de crisis en tevens het lage aantal afgegeven bouwvergunningen leidt dit op korte termijn tot een extra impuls van de huurprijzen in de vrije sector. Op het moment dat de voorraad toeneemt (nieuwbouw toevoeging of omzetting sociale huur naar geliberaliseerde huur) kan dit effect mogelijk weer afnemen.

### 2.5.5 Referentie hervormingen

Een hervorming van een woningmarkt in deze vorm is binnen Europa nog weinig voorgekomen. In Zweden heeft de overheid aan het einde van de vorige eeuw (1985-1993) een omvangrijke hervorming doorgevoerd. De doelstelling van de Zweedse overheid kwam redelijk overeen met die van Nederland nu. Wel zijn er verschillen tussen de fiscale behandeling van het consumptiegoed wonen. De woonconsumptie in Zweden werd op drie manieren gesubsidieerd. Zijnde rentesubsidie, huisvestingstoelagen en belastingvoordelen voor eigenaren / gebruikers (Englund, Hendershott, & Turner, 1995). Het fiscale systeem kende vier belastingstructuren voor de Zweedse hervorming, deze wijken op diverse punten af van Nederlandse systeem. Wel is er in beide gevallen sprake van structurele fiscale bevoordeling voor de bewoning van eigen woningbezit. Englund et al. (1995) hebben onderzoek gedaan naar de gevolgen van de in Zweden uitgevoerde hervorming.

Doelstelling van deze hervorming was:

- verminderen van de kapitaalsubsidie vanuit de overheid
- beëindigen van de relatieve verschillen in gebruikerskosten voor verschillende inkomensgroepen.

Englund et al. (1995) concludeert dat de hervorming heeft geleid tot een initiële verhoging van de gebruikskosten. De verhoging van kosten lijkt zich direct te hebben vertaald in een verlaging van de huizenprijzen. Daarnaast is de productie van nieuwe woningen nagenoeg stil komen te liggen. Dit kan een bijdrage hebben geleverd aan de creatie van schaarste, hetgeen de prijsdaling mogelijk heeft gedempt. De productie van nieuwe woningen werd vrijwel geheel opgenomen door de huursector, hierdoor ontstond er een overschot aan huurwoningen, waardoor leegstand ontstond. De huren zijn sterk gestegen in deze periode. Englund et al. (1995) wijst een deel van deze huurstijging toe aan de verbeterde kwaliteit van de nieuwbouwwoningen.

In Zweden zijn de prijzen van de koopwoningen in de periode van de hervorming met circa 30% gedaald. Englund et al (1995) stelt echter dat niet de gehele daling toe te rekenen valt aan de hervorming. Hij stelt dat de overproductie van nieuwbouw woningen in de periode kort voor de hervorming (waarbij de inhoud van de hervorming bekend was) en een grotere dan cyclische correctie voor 50-70% bijdraagt aan de prijsdaling. Daarmee stellen zij een negatieve correctie op de koopprijzen van 10% - 15% toegewezen aan de hervorming. Dit komt overeen met de bevindingen van Boelhouwer (Boelhouwer & Lamain, 2012).

### 2.5.6 Conclusie hervormingsvoorstellen

Ten einde een woningmarkt te creëren, waarbij sprake is van meer neutraliteit tussen het kopen en het huren van een woning, zijn diverse voorstellen uitgewerkt in regelgeving. Op korte termijn



beïnvloeden deze regels de netto woonlasten van huurders en eigenaren. Voor bewoners van een woning die zij bezitten geldt dat als gevolg van beperking van de rente aftrek de rentelasten zullen stijgen. De verplichting tot lineaire aflossing draagt tevens bij aan eens stijging van de maandlasten en daarmee een daling van het reëel beschikbaar inkomen. De verlaging van de maximale LTV voor kopers, draagt ertoe bij dat kopers bij aanschaf van een woning meer eigen geld moeten investeren. Hierdoor wordt de doelgroep voor het kopen van een woning kleiner. Vermindering van vraag naar product zal in basis leiden tot prijsdaling van koopwoningen op korte termijn. Mogelijk worden niet verkochte woningen toegevoegd aan de huurmarkt. De lage actuele hypotheekrente, stelt kopers met voldoende eigen vermogen echter in de gelegenheid meer voor een woning te kunnen betalen als gevolg van lagere rentelasten (en daarmee woonlasten).

Tevens valt te verwachten dat huren van woningen op gewilde locaties zullen stijgen als gevolg van meer marktwerking. Huurders zullen een meer complete afweging maken over waar ze willen wonen tegen welke prijs. Het algehele huurprijsniveau zal naar verwachting op korte termijn stijgen hetgeen verruiming van het aanbod tot gevolg zal hebben.

## **2.6 Beschouwing implementatie hervormingsvoorstellen**

De beschouwingsperiode van dit onderzoek start in 2010, waarbij de CESD de eerste voorstellen uitbrengt ten einde te komen tot een meer eigendom neutrale woningmarkt, waarbij de fiscalisering en daarmee de risico's voor de overheid structureel verminderd worden, en eindigt met het wijzigen van de woningwet. In deze paragraaf volgt een korte beschouwing van de werkelijk geïmplementeerde wetswijzigingen en regelgeving die de positie van de commerciële investeerder beïnvloeden.

### **2.6.1 Relevante wijzigingen Koop**

Sinds de eerste plannen voor hervorming zijn de volgende zaken ingevoerd of gewijzigd:

#### Tijdelijke maatregelen:

- Verlaging overdrachtsbelasting (later definitief)
- Verhoging maximale bedrag nationale hypotheek garantie (NHG) – per 1 juli 2016 weer terug naar € 225.000.
- Verhoging maximale belastingvrije schenking ten behoeven van eigen woning (tot 31-2-2014)

Voor de commerciële belegger heeft de verlaging van de overdrachtsbelasting er toe geleid dat zij als aanbieder van goedkope koopwoningen een positieve stimulans op de opbrengstwaarde van deze woningen. Bij effect is dat de investeerder bij complexmatige verkoop of acquisitie ook profiteert van deze regeling.

De verhoging van de NHG draagt in het goedkope segment bij aan de financierbaarheid van de woning en daarmee aan de verkoopbaarheid.

De verhoging van de belastingvrije schenking maakt dat de definitieve stimulans van een lagere LTV deels gecompenseerd kan worden in de gevallen waarbij voldoende middelen aanwezig zijn om te kunnen schenken.

#### Definitieve maatregelen

- Overdrachtsbelasting op 2% voor woningen
- Verlaging LTV tot 100% in 2018

- Verplichte aflossing in 30 jaar om hypotheekrente aftrek te kunnen genieten

In aanvulling op de tijdelijke regelingen heeft een lagere LTV als gevolg dat kopers meer eigen middelen moeten investeren om een woning te kunnen kopen. Daarmee geldt voor de commerciële investeerder een beperkende factor op de verkoop van goedkope woningen, echter zorgt dit ook voor meer krapte op de huurwoningmarkt.

De verplichte aflossing van de hypotheekschuld in 30 jaar leidt er toe dat de maandelijkse lasten naast rentebetaling ook een aflossingsbestandsdeel bevatten. Deze extra last voor een nieuwe eigenaar zal meegenomen worden in de overweging een woning te willen kopen of huren. Het maximaal beschikbare budget zal als gevolg hiervan afnemen, of men kiest eerder voor het huren van een woning.

### 2.6.2 Relevante wijzingen Huur

De impact van de wijzigingen die betrekking hebben op de koopsector is veelal indirect op de portefeuille van de commerciële belegger. De wijzigingen in het huursegment raken de portefeuille of een deel ervan direct en indirect. De meest ingrijpende wijzigingen zijn:

- Boven inflatoire- en inkomensafhankelijke huurverhoging
- Verhuurdersheffing voor woningen met een huur beneden de huurliberalisatiegrens
- Bevriezing huurliberalisatiegrens
- Implementatie WOZ-waarde in de huurprijsbepaling via WWS

De commerciële verhuurder hanteert veelal een redelijk strenge inkomenseis bij toelating tot de woning, hiermee tracht ze het risico op wanbetaling zo minimaal mogelijk te houden. Daarnaast geldt voor jonge gereguleerde huurwoningen dat deze een hoge kwaliteit kennen (in WWS-punten) en dat de gereguleerde huur een gevolg is van gemeentelijke afspraken. Bij de oudere portefeuilles is dit minder het geval. Dit stelt investeerders in staat dat kan zij profiteren (vooral in de sterkere marktgebieden) van de boven inflatoire en inkomensafhankelijke huurverhoging. Een opwaartse druk van de huren in het lage segment zal ook de daarboven liggende huren beïnvloeden.

De verhuurdersheffing is een directe verslechtering van het rendement voor de commerciële investeerder. Het rendement verwacht op investering, waarbij de acquisitie voor deze heffing heeft plaatsgevonden wordt negatief beïnvloed. Voor nieuwe investeringen zal er rekening gehouden worden met de verplichte heffing.

Door de veelal lange termijn horizon beschikt een groot deel van de gereguleerde huurwoningen over voldoende WWS punten om zich als geliberaliseerde huurwoning te kunnen kwalificeren. Dit maakt dat de bevriezing van de huurliberalisatiegrens en de mogelijkheden aangaande de huurverhoging er aan bijdragen dat het aantal woningen met een huur onder de huurliberalisatiegrens zal afnemen.

In 2017 moet opnieuw het tarief van de verhuurdersheffing worden vastgesteld. Er zal dan ook gekeken moeten worden naar de mate waarin huurverhogingen afgeroomd dienen te worden. Het inkomensafhankelijk maken van de huurverhoging is een eerste stap van defiscalisering van de huurmarkt. Het implementeren van de WOZ-waarde in de WWS punten draagt bij in het bij elkaar brengen van de huur en koopmarkt. Echter de defiscalisering van de koopmarkt en de daarmee veronderstelde negatieve impact op het prijsniveau, drukt daarmee ook het maximale huurprijsniveau. Dit terwijl een toename van vraag op de huurmarkt de huurprijs juist doet stijgen. Een deel van de impact moet nog zichtbaar worden op het moment dat de rente zal stijgen. In de toekomst zal echter aandacht besteed moeten worden aan de doelstelling van de

overheidsstimulans en het daarbij passende middel. Feitelijk geldt, dat binnen het huursegment voor een laag inkomen, er momenteel sprake is van een object gebonden borging (WWS en huurregulering) en persoonlijke borging (subsidie) om een woning betaalbaar te houden. Voor een koopwoning geldt dat naarmate het inkomen stijgt de stimulans voor het kopen van een woning toeneemt. Deze principes moeten gelijk gesteld worden om consumenten een volwaardige afweging tussen koop en huur te kunnen laten maken.

## **2.7 Conclusie hervorming woningmarkt**

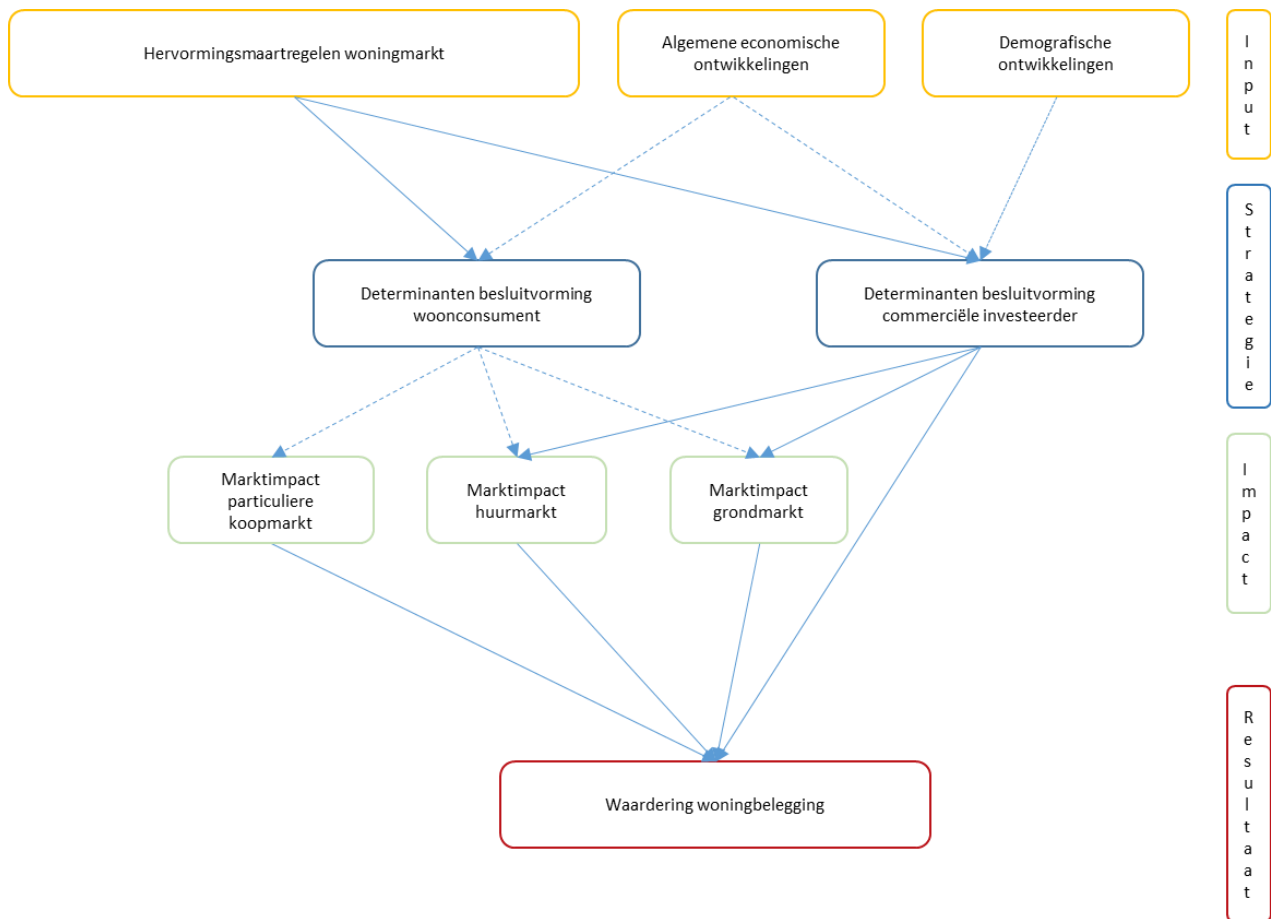
Dit hoofdstuk heeft aangetoond dat de woningmarkt een zeer complexe markt is. Naast de locatiegebondenheid van de woningen zelf, zitten er grote verschillen in de wijze waarop consumenten het product 'wonen' kunnen consumeren. Daarbij zijn zowel de huurmarkt als de koopmarkt onderhevig aan sterke overheidsregulering en subsidies die verschillend van aard zijn. Vermindering van de regulering leidt tot een opwaartse druk op de huurprijzen. Vermindering van de subsidie, kan het huurniveau aan de onderkant van de markt negatief beïnvloeden doordat de betaalbaarheid voor lage inkomens in het geding komt. Daarnaast valt een dalende prijs van koopwoningen te verwachten. Door de lage actuele rentestand kan de daling van de koopprijzen deels worden gedempt.

Als gevolg van het gebruik van de residuele benadering, die veelal bepalend is voor de prijsstelling van bouwgrond, heeft de hervorming van de woningmarkt ook impact op de grondmarkt. De uitkomst voor grond bestemd voor koopwoningen zal bij een dalende koopprijs lager zijn. De stijging van de huren betekend dat er vraag naar de grond is om huurwoningen te realiseren. Door de traditioneel lagere waarde van verhuurde woningen versus koopwoningen, resulteert dit echter in een lagere grondwaarde dan voor de crisis en hervorming.

Alle stakeholders, zoals weergegeven in paragraaf 2.4 zullen de gevolgen ondervinden van de hervorming. Afhankelijk van de rol die de stakeholder vervult, kan dit positief of negatief uitpakken. Zoals in paragraaf 2.2.1 weergegeven resulteert een stijging van de gebruikskosten tot een prijsdaling. Dit als gevolg van een lager budget bij de woonconsument in koopsfeer. De commerciële en sociale verhuurders vervullende diverse rollen binnen de woonmarkt, hierdoor hangt de impact voor deze stakeholders af van de wijze waarop ze inspelen op de veranderingen.

De gevolgen van de veranderingen voor het waarde niveau van de woning portefeuilles van de institutionele beleggers wordt in volgende hoofdstuk nader belicht. In dat hoofdstuk wordt beoordeeld of de voor de CSED zo vanzelfsprekende waarde stijging wel realistisch is voor deze groep eigenaren.

Het vorenstaande resulteert in het navolgende conceptuele model dat als basis geldt voor dit onderzoek.



*Figuur 2.2 Conceptueel model*

De input de stippellijnen geven de voor de belegger niet te beïnvloeden factoren weer, waarmee zij in haar strategievorming wel rekening dient te houden. De ononderbroken lijnen geven de verbanden die centraal staan in dit onderzoek weer.

## 3. Waarde en woningbeleggingen

### 3.1 Inleiding

Hoofdstuk 2 is in gegaan op het consumptiegoed 'Wonen'. De kenmerken van de verschillende deelmarkten zijn besproken. Daarnaast is aandacht besteed aan de prijsvorming binnen deze markten, de koppeling tussen de woningmarkt en de grondmarkt en de invloed die de overheid heeft op de verschillende marktgebieden. Hierdoor is inzicht verkregen in de complexiteit van zowel het product 'wonen' als in de wet- en regelgeving die er op van toepassing is. In paragraaf 2.4 is een overzicht opgenomen waarin de voornaamste stakeholders van de woningmarkt zijn weergegeven. Dit hoofdstuk gaat in op de rol van de commerciële verhuurder. Wie is deze commerciële verhuurder, welke incentives heeft deze verhuurder om actief te zijn binnen deze markt en op welke wijze waardeert de markt de assets waarin geïnvesteerd is. De verschillende waarderingmethode voor woningbeleggingen worden behandeld. Daarnaast wordt de waardeontwikkeling (direct en indirect rendement) in de afgelopen 16 jaar afgezet tegen de prijsontwikkeling op de particuliere markt. Er wordt onderzocht of er een verband bestaat tussen deze twee factoren.

### 3.2 De commerciële verhuurder

#### 3.2.1 Definitie

De commerciële verhuurder zoals in hoofdstuk 1 is beschreven, is een investeerder in woningen met als doel maximaal rendement te behalen uit commerciële exploitatie gedurende een onbepaalde periode, waarna zij de woningen op de best mogelijk wijze individueel of in portefeuille zal verkopen. Grofweg is de commerciële verhuurder in drie groepen onder te verdelen:

- Institutionele belegger
- Particuliere belegger
- Fondsen handelend namens een samengestelde groep van één van beide beleggersgroepen.

De niet-DAEB activiteiten van woningbouwcorporaties worden in dit onderzoek niet beschouwd als commerciële verhuur. In dit onderzoek staat de institutionele belegger centraal.

#### 3.2.2 De rol van de commerciële verhuurder

De commerciële verhuurder is binnen de grond- en woningmarkt op verschillende vlakken actief. Allereerst is zij aanbieder van het product wonen op de huurwoningmarkt, veelal in het geliberaliseerde segment. IPD (2012) stelde vast dat de portefeuilles van de institutionele beleggers voor 71% (van de kapitaalswaarde) bestaat uit geliberaliseerde huurwoningen. Daarnaast zijn commerciële verhuurders aanbieder op de koopmarkt. Vanuit de doelstelling voorraad te verjongen, direct rendement te optimaliseren en waardestijgingen contant te maken, verkoopt zij woningen individueel aan huurders of aan derden na een mutatie. De commerciële verhuurder is tevens actief op de grondmarkt. Het is voor ontwikkelaars en gemeenten aantrekkelijk om commerciële verhuurders (veelal institutionele beleggers) te benaderen, als afnemer van woningen binnen een nieuwbouwontwikkeling. De kapitaalkracht van deze groep biedt de ontwikkelaars en gemeenten in een vroeg stadium zekerheid en de commerciële verhuurder is in staat om een substantiële hoeveelheden af te nemen. Hierdoor wordt de haalbaarheid van omvangrijke of complexe ontwikkelingen vergroot.

### 3.2.3 Exploitatie van een woningportefeuille

De wijze waarop commerciële verhuurders omgaan met de exploitatie van een woningportefeuille valt niet eenduidig te beschrijven. De strategie en de daaraan ten grondslag liggende doelstellingen verschillen per verhuurder, per portefeuille en vaak ook per tijdvak. De keuze voor woningen binnen de portefeuille van de institutionele belegger komt voor uit, de rendements- risico verhouding en de spreidingsfunctie binnen de portefeuille. Het is een product dat een redelijke bescherming geeft tegen inflatiestijgingen (Eichholtz, Hilverink, & Theebe, 2000). Voor institutionele partijen die vaak investeren om aan een toekomstige verplichting te kunnen voldoen is dit een belangrijk punt.

Om langdurig profijt te kunnen hebben van de inkomsten uit een beleggingsportefeuille woningen is het van belang om de kwaliteit op niveau te houden en voldoende spreiding aanwezig te laten zijn. Onroerend goed binnen een portefeuille verouderd economisch en technisch, met mogelijk leegstand als gevolg. Op dat moment moet een commerciële verhuurder een keuze maken tussen renovatie of dispositie (Gool, Brounen, Jager, & Weisz, 2007). Volgens Van Gool et al. (2007, p.158) moet dit gebeuren wanneer beleggingswaarde of de toekomstige IRR gaat dalen. De keuze tussen renovatie of dispositie zal afhangen van de specifieke complexe elementen en wijze waarop deze aansluiten bij de portefeuillestrategie. Om dit op portefeuilleniveau te bepalen maken veel beleggers gebruik van een 'hold/sell-analyse'. Hierbij worden in beginsel objecten voor verkoop geselecteerd, indien de marktwaarde hoger is dan de beleggingswaarde (gebaseerd op de rendementseis).

Een veel gehoorde verversingsstrategie is dat commerciële verhuurders circa 5% van de portefeuille jaarlijks willen verversen. Voor een deel geschiedt dit door individuele verkoop van woningen. Anderzijds verkopen commerciële verhuurders ook gehele woningcomplexen of deelportefeuilles, die conform de 'hold/sell-analyse' niet meer aansluiten bij de doelstellingen.

## 3.3 Waardering van woningbeleggingen

Waardering van vastgoed kan door middel van verschillende methoden. Anderson (1989) stelde dat onroerend goed in basis volgens drie methoden gewaardeerd kan worden. Deze methoden zijn:

- Vergelijkingsmethode
- Inkomsten kapitalisatiemethode
- Kostprijsmethode

De waarde van onroerend goed beleggingen, wordt veelal benaderd op basis van een 'discounted cashflow' (DCF) methode (Windhorst, 2010), behorend tot de inkomsten kapitalisatiemethoden. In deze paragraaf worden eerst bovengenoemde waarderingmethoden kort uiteen gezet. Daarna worden de determinanten van invloed op de waarde van woningbeleggingen besproken.

### 3.3.1 Waarderingsmethoden

In de inleiding van deze paragraaf zijn drie waarderingstromen opgesomd. In de literatuur is geen overeenstemming over een eenduidige te gebruiken methode voor het vaststellen van de waarde (Ten Have, 2007). Ieder object is verschillend en heeft unieke elementen in zich. Vandaar dat de methoden zijn ingedeeld in bovenstaande stromen. Bij beleggingen in onroerend goed zijn de kasstromen een zeer belangrijk element voor de waarde. Daarbij geldt dat de data over transacties weinig openbaar toegankelijk is en referenties mede daardoor beperkt voor handen zijn. In deze paragraaf worden de verschillende waarderingmethoden kort toegelicht.

### 3.3.1.1 Vergelijkingsmethode

De vergelijkingsmethode wordt veel gebruikt bij het waarderen van individuele woningen en bij het bepalen van de WOZ waarde. Om deze methode te kunnen toepassen is het noodzakelijk om voldoende bruikbare recente referenties te kunnen gebruiken. Het te waarderen object wordt op diverse kenmerken vergeleken met de referentie objecten en de waarde wordt op basis van deze vergelijking gecorrigeerd. Elementen van belang zijn bijvoorbeeld bouwjaar, ligging, onderhoudstoestand, oppervlakte van de woning en courantheid van de woning (indeling en smaak). Binnen het perspectief van woningbeleggingen wordt deze methode gebruikt voor het bepalen van de leegwaarde van verhuurde woningcomplexen. Voor het vaststellen van de waarde van de belegging als totaal is deze methode minder geschikt. Informatie over bijvoorbeeld de huuropbrengst van een complex is vaak niet openbaar toegankelijk. Daardoor zijn complexen moeilijker vergelijkbaar. Deze methode wordt niet vaak gebruikt voor het vaststellen van de waarde. Wel is het een toetsingsmethode om de uitkomsten uit de andere methodes te toetsen.

### 3.3.1.2 Inkomsten kapitalisatiemethode

Deze methode komt neer op het contant maken van de toekomstige kasstromen die uit de exploitatie en uit de verkoop van een object komen (Gool, Brounen, Jager, & Weisz, 2007). Een veel gebruikt model voor het waarderen van een vastgoed belegging is de Netto Contante Waarde methode ook wel de DCF methode. Deze methode houdt rekening met meer factoren dan bijvoorbeeld een BAR of een NAR methode. Alle inkomsten en uitgaven, die men op het moment van de calculatie kan overzien, worden zo realistisch mogelijk ingeschat en geplaatst in een kasstroommodel. Afhankelijk van het doel van de waardering, wordt een interne rendementseis of een marktconform rendement gehanteerd voor het contant maken van de toekomstige kasstromen. Vaak gaat een DCF model uit van een exploitatietermijn van 15 of 20 jaar. De waarde die benaderd wordt is de 'onderhandse verkoopwaarde in verhuurde staat' of 'fair value' (Gool, Brounen, Jager, & Weisz, 2007). Bij minder transparante markten, zoals de woningbeleggingsmarkt, is er geregeld discussie over de gehanteerde disconto voet / rendementseis, deze worden zelden gepubliceerd. Dit maakt dat de DCF methode ook veel wordt gezien als 'subjectieve waarderingmethode' (Gool, Brounen, Jager, & Weisz, 2007).

De inkomsten die een belegger uit een woningbelegging geniet bestaan hoofdzakelijk uit huurpenningen en verkoopopbrengsten bij uitponding of complex verkoop. Verkoop van woningen dient enerzijds voor het realiseren van boekwinsten en anderzijds voor het verjongen / verversen van de portefeuille. Het risico voor een belegger aan de inkomstenkant uit zich in de huurderiving (als gevolg van mutaties, leegstand en wanbetaling) en verkoopresultaat. Daarnaast bestaat er risico rond uitgaven zoals verwerving, onderhoud, renovatie, administratiekosten, verzekering en belastingen. Buiten de belastingen en de verwerving (inkoopprijzen / grondmarkt) worden de uitgaven niet structureel beïnvloed door CESD maatregelen.

Andere inkomsten kapitalisatie methoden zijn bijvoorbeeld een BAR- of een NAR-methode. Hierbij tracht men de risico's van de exploitatie en eindwaarden te vatten in het aanvangsrendement, hetgeen een minder nauwkeurig beeld oplevert. Om transacties te vergelijken is de BAR wel een beter toegankelijke bron ( $((\text{bruto huur in jaar } 1 / \text{Totale investering}) \times 100\%)$ , (Gool, Brounen, Jager, & Weisz, 2007)).

### 3.3.2 Determinanten van invloed op waarde

Om de toekomstige inkomsten en uitgaven zo realistisch mogelijk te kunnen inschatten is het van belang te weten welke determinanten er zijn en welke impact ze hebben op de waarde van de woningbelegging. In hoofdstuk 2 zijn de determinanten die volgens de literatuur invloed hebben op de prijs van een woning, binnen de particuliere markt, zijn uit een gezet. Ook is de verwachte impact van de hervormingen op deze determinanten geschetst. Zoals in paragraaf 3.2.2 is toegelicht vervult de commerciële verhuurder binnen de woningmarkt verschillende functies. Dit maakt dat de portefeuille van de commerciële verhuurder onder meer een verbinding vormt tussen de koop- en huurmarkt.

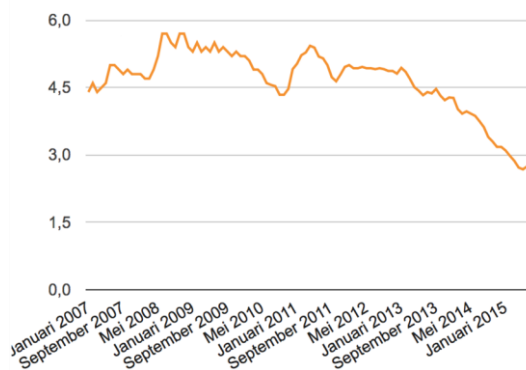
Windhorst (2010) heeft in zijn master thesis onderzoek gedaan naar de belangrijkste determinanten die de BAR bij woningbeleggingen bepalen. Met zijn onderzoek heeft hij inzicht verschaft in de belangrijkste invloeden op deze output variabele. Hij stelt de volgende determinanten van significante invloed op de BAR:

- Leegwaarde per m<sup>2</sup> GBO
- Contractuur per woning
- Aantal m<sup>2</sup> GBO

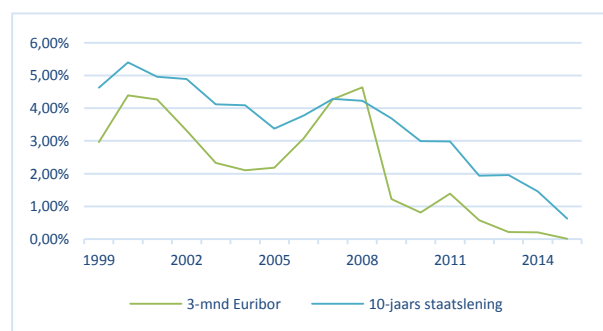
In mindere mate, maar wel van invloed op de BAR, zijn het woningtype en de locatie gebleken. Dit is gebaseerd op cijfers tussen 2007 en 2009. Het bouwjaar van de woningen is in zijn onderzoek niet van significant belang gebleken.

Twee van deze determinanten worden direct beïnvloed door de voorgestelde hervormingen. De contractuur per woning en de leegwaarde per m<sup>2</sup> GBO. Door invoering van de inkomensafhankelijke huurverhoging voor het gereguleerde segment, alsmede de invoering van de ‘verhuurdersheffing’, dient de determinant ‘contractuur’ extra aandacht te krijgen. In feite dient er gekeken te worden naar de netto huuropbrengst van een woning. De verhouding tussen de contractuur en de WOZ-waarde speelt in de kasstroom van een woning een belangrijke rol.

Als gevolg van de hervormingen wordt de LTV verder beperkt en neemt jaarlijks de aftrekbaarheid van de rente af. Beide ontwikkelingen beïnvloeden het reële inkomen van de eigenaar / bewoner van een huis negatief, waardoor dit een negatieve invloed heeft op de reële huizenprijs. Tegelijk is in 2009 de Euribor (grafiek 3.2) zeer sterk gedaald, waarna de hypotheekrente (grafiek 3.1) in mindere is gedaald. Dit heeft weer een positief effect op het reële inkomen en daarmee op de reële huizenprijs.



Grafiek 3.1: Historische rentestanden NHG – annuïteit  
Bron: (Eigenhuis, 2015)



Grafiek 3.2: Historische ontwikkeling Euribor -3m & 10 Staatslening  
Bron: (De Nederlandse Bank, 2015)



De CESD (2010) voorziet een stijging van de waarde van de portefeuilles van de commerciële verhuurders van woningen als gevolg van de stijgende huren. Conijn et al. (2011) hebben onderzoek gedaan naar de haalbaarheid van markthuren. Uit dit onderzoek blijkt dat, op dat moment, de markthuur gemiddeld op 4,5% van de WOZ-waarde van de woning ligt (geliberaliseerde huur) versus 3,2% bij woningen met een gereguleerde huur. Veranderingen in de WOZ-waarde leiden overigens niet direct tot een aanpassing van de huur, waardoor dit percentage continue onderhevig is aan veranderingen. De huurstijging valt op grond van de regulering allereerst te verwachten in het gereguleerde segment. Conijn et al. (2011) stelt tevens dat slechts bij 34% van de gereguleerde sector het huidige huurprijsplafond een belemmering vormt om markthuren te rekenen. De werkelijke stijging dient daartoe nader onderzocht te worden. Los van dit feit, is aangetoond dat de waarde van de woningbeleggingen beïnvloed wordt door verschillende determinanten, die door ingevoerde maatregelen zullen bewegen.

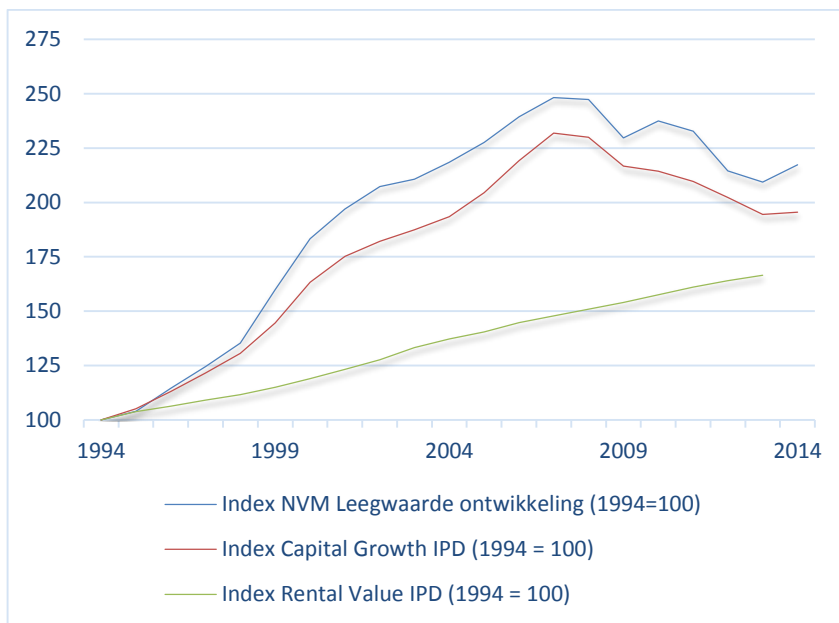
De leegwaarde per m<sup>2</sup> wordt volgens Verbruggen (2005), zoals uiteengezet in paragraaf 2.2, beïnvloed door de niveaus van:

- Reëel beschikbaar inkomen
- Beschikbare woningvoorraad (kwantiteit en kwaliteit (type))
- Afwijkingen van het feitelijke prijsniveau en het lange termijn niveau

Dit onderzoek gaat na welke invloed een wijziging in het niveau van een determinant op de waarde van de woningbelegging heeft. In de volgende paragraaf wordt de theoretische basis voor deze impact uiteengezet.

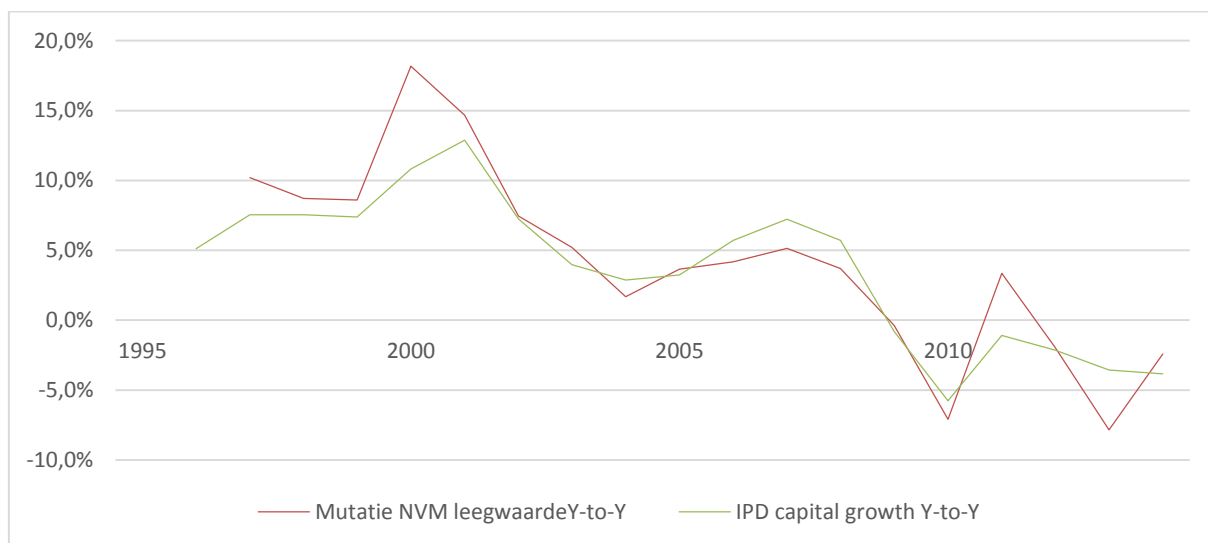
### **3.4 Historische waardeontwikkeling woningbeleggingen**

Om in de volgende paragraaf nader in te kunnen gaan op de impact van de determinanten op de waarde van de woningbeleggingen, worden in deze paragraaf historische datareeksen belicht. De data is verkregen van IPD Netherlands (IPD) en Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM). Op basis van de data die wordt aangeleverd door de aangesloten institutionele beleggers, produceert de IPD jaarlijks de 'IPD Vastgoedindex'. Deze index geeft de gemiddelde performance van de deelnemers weer, uitgesplitst op diverse onderdelen. Eén van de onderdelen is de 'Capital Growth'. Dit kengetal geeft het percentage weer waarmee de waarde van de investeringen is gewijzigd. Dit percentage is niet gecorrigeerd voor inflatie. De NVM levert, op basis van de door haar leden geregistreerde verkooptransacties, een overzicht van de gemiddelde verkoopprijzen in dat jaar. In onderstaande grafieken worden de trends van beide kengetallen weergegeven. In grafiek 3.2 zijn de prijsindexen van de IPD Capital Growth (1994=100) en de NVM Leegwaarde index (1994=100) naast elkaar gezet. De waardeontwikkeling van de IPD volgt een gelijke trend met die van de NVM Leegwaarde, al is de particuliere leegwaarde eind jaren '90 en begin '00 sterker gestegen dan IPD. Sinds de roep om hervormingen van de woningmarkt in 2010, de gevolgen van de financiële crisis en de presentatie van de eerste voorstellen, is de mutatie van de gemiddelde leegwaarde -/-11,8% en van de Capital Growth van IPD met -/- 9,3%. Ter illustratie is in deze grafiek ook de ontwikkeling van de huurwaarde van de deelnemers aan de IPD opgenomen. Hierbij is goed zichtbaar dat deze index zich onafhankelijk van beide andere waarde ontwikkelingen voortbeweegt.



Grafiek 3.2: Waardeontwikkeling NVM Leegwaarde vs. IPD Index Capital Growth en Index Rental Value (Bron: (IPD Netherlands, 2014)& (Nederlandse Vereniging van Makelaars, 2012))

In grafiek 3.3 zijn de jaarlijkse mutaties van de IPD Capital Growth en de NVM Leegwaarde ontwikkeling tegen elkaar afgezet. Dit geeft een vergelijkbaar beeld, waarbij te zien is dat de NVM Leegwaarde extremere uitslagen kent dan de IPD Capital Growth. Dit kan meerdere oorzaken hebben. Het feit dat de IPD is gebaseerd op taxatiewaarden, speelt hierbij mogelijk een rol.



Grafiek 3.3: Jaarlijkse mutatie NVM Leegwaarde vs. IPD Capital Growth. Bron: IPD Netherlands, 2013 en Nederlandse Vereniging van Makelaars, 2015

Bovenstaande grafieken laten zien dat de IPD Capital Growth en de NVM leegwaarde zich in het verleden in gelijke tred hebben bewogen. Het totaal rendement op een woningbelegging, wordt gevormd door de som van het direct en het indirect rendement. De IPD geeft dit weer in 'Income Return' en 'Capital Growth'. In grafiek 3.4 is het verloop van deze drie rendementen weergegeven. Hieruit valt op te maken dat het totaal rendement in grote mate afhangt van de volatiliteit van de Capital Growth.



Grafiek 3.4: Opbouw Totaal rendement, direct en indirect rendement (Bron: (IPD Netherlands, 2014))

Teuben et al. (2011) hebben onderzoek gedaan naar de relatie tussen de WOZ-waarde en de waarde in verhuurde staat van verhuurde woningen. Hierbij hebben zij geconstateerd dat de leegwaarde ratio (gebaseerd op de WOZ-waarde) niet constant is in tijd. In de periode 2007 – 2009 is deze ratio gedaald van 84% naar 71,4%. Teuben et al. (2011) verklaren dit doordat de WOZ-waarde is afgeleid van de leegwaarde en daarmee een vertragend effect kent door een afwijkende peildatum. Daarnaast heeft het beleggings sentiment invloed op de waarde, deze wordt direct in de marktwaarde verdisconteerd, waardoor de leegwaarde ratio varieert. Volgens Teuben et al (2011) wordt de hoogte van de leegwaarde ratio mede beïnvloed door hoogte van de mutatiegraad; de verhouding tussen de contracthuur en de markthuur; alsmede de aanwezigheid van de erfpacht. Uit dit onderzoek blijkt tevens dat de leegwaarde ratio's van de deelnemers aan de IPD normaal verdeeld zijn ten opzichte van het gemiddelde.

### 3.5 Conclusie

De waarde bepalende factoren voor woningbeleggingen zijn in dit hoofdstuk uiteen gezet en nader geanalyseerd. Er zijn sterke verbanden met de diverse onderliggende markten (particuliere verkoopmarkt, huurmarkt, financieringsmarkt en algehele investeringsmarkt). De ontwikkelingen op deze markten beïnvloeden de prestatiekengetallen en ratio's van de woningbelegging. De leegwaarde ontwikkeling vertoont een gelijke ontwikkeling aan de capital growth van de IPD (grafiek 3.3) en die was tijdens de crisis en de hervorming negatief. De leegwaarde is van belang voor het inschatten van één van de exit scenario's in een woningbelegging. De stabiele huurgroei maakt dat schokken in de leegwaarde gedempt worden. De stabiel groeiende kasstroom gedurende de exploitatie wordt veroorzaakt door de jaarlijkse indexatie en de boven inflatoire verhoging, anderzijds door de toegenomen vraag naar huurwoningen (met een beperkte groei van het aanbod). Dit maakt de woningbelegging een aantrekkelijk alternatief in de investeringsklasse met laag risico en gericht op een stabiel direct rendement.

Door de sterk gedaalde rente is de verwachte daling van het reële inkomen van de woonconsument met eigen woning bezit uitgebleven. Daardoor is de impact van de beperking van de LTV en afbouw van het percentage hypotheekrente aftrek beperkt. Dit draagt bij aan het herstel van de koopmarkt.

## 4. Impact determinanten op waarde

In het vorige hoofdstuk zijn de significante determinanten benoemd die van invloed zijn op de waarde van een woningbelegging en naar alle waarschijnlijkheid beïnvloed worden door de hervormingen van het kabinet. Aan de hand van de historische data van de NVM en de IPD is dit nader belicht. In dit hoofdstuk wordt geanalyseerd op welke wijze een verandering van de determinant 'Leegwaarde per m<sup>2</sup> GBO' zich vertaalt in een veranderende beleggingswaarde. Hiertoe dient de DCF waarderingsmethode als basis uitgangspunt. Zoals gezegd maakt een DCF model inzichtelijk welke kasstromen er gedurende de exploitatie termijn vanuit een belegging verwacht worden. Deze kasstromen worden verdisconteerd naar het tijdstip van de waardering. De mogelijkheden van de additionele huurverhoging en daaraan gekoppelde verhuurdersheffing wordt in deze methode ook meegewogen om het effect van de hervorming zo goed mogelijk te simuleren.

De data die de IPD registreert is afkomstig van haar deelnemers. Om eigen interpretatie te minimaliseren neemt IPD zoveel mogelijk onafhankelijk vast te stellen kengetallen op. De beleggingswaarde wordt bij veel deelnemers per kwartaal getaxeerd, deze gegevens worden daarom door de IPD opgenomen. De leegwaarde van de IPD wordt gebaseerd op de WOZ-waarde van de portefeuille. Omdat de oppervlakte van de eenheden binnen een bestaande portefeuille door de hervorming niet direct wijzigt, hanteert dit onderzoek de leegwaarde van de woningen op portefeuilleniveau, in plaats van de leegwaarde per vierkante meter GBO. De in dit hoofdstuk beschreven scenario analyse gaat uit van een portefeuille 'blijvend gereguleerde huurwoningen'. In het volgende hoofdstuk zal blijken dat in de bestaande portefeuille volumes zullen verschuiven (van gereguleerd naar geliberaliseerd) als gevolg van de hervorming.

### 4.1 Scenario uitwerking

Om te komen tot de becijfering van de impact van één van de significante determinanten is een vereenvoudigd DCF-model opgesteld. Dit model is gebaseerd op de onderstaande uitgangspunten, weergegeven in tabel 4.1.

	Aanname	Toelichting / trend
Portefeuille omvang t0	1.000	fictieve beleggingswaarde geheel gereguleerde portefeuille
Termijn	20 jaar	Op basis van Van Gool (2007) en Ten Have (2007)
Huurwaarde / leegwaarde t0	4,5%	Op basis van Conijn (2011), geliberaliseerde huur
Internal Rate of Return	7,0%	Op basis van Teuben (2012)
Inflatie	2,5%	Op basis van CBS (2013)
Boven inflatoire huurverhoging	2%	Aanname obv inkomensverdeling NL & beperking markt
Exploitatielasten	25%	Aanname
Leegwaarde ratio	70%	Op basis van Teuben (2011)
Jaarlijkse verjonging / verkoop	5%	Van het portefeuille totaal
Uitponing vs complexverkoop	50% / 50%	Aanname
Leegwaarde mutatie agv hervorming	-/- 13%	Op basis van Englund et al (1995) en Werkgroep Wonen (2010)
Scenario 1 (S1)		Basis strategie – geen aanpassing huur of leegwaarde
Scenario 2 (S2)		Aanpassing huur en leegwaarde – voortzetting strategie S1
Scenario 3 (S3)		S2 met wijziging strategie - 10 jaar geen verkoop, enkel voortzetting huurexploitatie
Exit		Tegen dan geldende boekwaarde

Tabel 4.1: Uitgangspunten DCF Model

De verhouding tussen de huurwaarde en de leegwaarde, overgenomen uit het onderzoek van Conijn (2011) is een continue variabele verhouding. Gedurende de crisis is dit percentage opgelopen. Medio 2015 ligt dit volgens de geïnterviewde fondsen rond 5%. In de periode van de crisis zijn de leegwaarden gedaald, terwijl de huren (zowel contracturen alsmede huurwaarden) in diezelfde periode zijn gestegen. Omdat in het model de waarde correctie plaatsvindt in jaar 1, wordt uitgegaan van de ratio uit het onderzoek van Conijn (2011) als initiële verhouding, daarna groeit de huur met inflatie, ofwel op basis van het scenario, waardoor deze verhouding zichzelf aanpast.

De verlaging van de overdrachtsbelasting heeft op meerdere manieren een effect voor de commerciële belegger. Het betekent een verlaging van de aankoopkosten, een verbetering van de verkoopprijs bij complexmatige en individuele verkopen. De verlaging van de overdrachtsbelasting stelt een koper in staat meer te kunnen betalen voor een woning. Dit effect is in het model buiten beschouwing gelaten, evenals eventuele aankopen.

De verlaging van de loan-to-value heeft, naast de gevolgen opgesomd in hoofdstuk twee ook voor de commerciële belegger invloed op de opbrengst van de woning. Als gevolg van de eis naar inbreng van eigen vermogen wordt de doelgroep voor een woning kleiner. Hierdoor is het aannemelijk dat de verkoopsnelheid van de individuele verkopen lager zal liggen. Een deel van de doelgroep zal niet overgaan tot koop. In dit geval ontstaat er meer vraag naar huurwoningen. De verlaging van de LTV is meegenomen in de prijsdaling.

De hoogte van de verwachte prijsdaling heeft naar verwachting een substantiële impact op de uitkomst van de portefeuille waardering. Daarom is er voor gekozen om een gevoeligheidsanalyse toe te passen op deze variabele. In grafiek 4.1 is de impact weergegeven op het basis uitgangspunt (-/-13%) en is een afwijking opgenomen van -/- 20% tot +/-20% ten opzichte van deze mutatie. Dit geeft inzicht in hoezeer deze variabele de bandbreedte in de waardering beïnvloed.

### **Scenario 1 – Basis portefeuille zonder invloed maatregelen**

In de grafiek 4.1 zijn drie verschillende scenario's uitgewerkt. In het eerste scenario is de waarde berekend op basis van continuering van de basisuitgangspunten. Hierbij is geen sprake van een 'shock effect' op de leegwaarde van de woningen en de huurregelingen zoals verhuurdersheffing en additionele huurverhogingen niet van toepassing. De woningprijzen ontwikkelen zich gemiddeld gedurende de gehele periode gelijk aan de jaarlijkse inflatie. De belegger hanteert een streeft naar jaarlijks 5% dispositie vanuit haar verjongingsdoelstelling. De wijze van verkoop door commerciële verhuurders verschilt. Uitgangspunt voor dit model is 50% van het verkoopvolume door uitponding te realiseren en 50% door middel van de verkoop van complexen. De laatste categorie wordt verkocht tegen beleggingswaarde. Uitponding geschiedt tegen leegwaarde. Om het effect zo zuiver mogelijk weer te geven worden er geen assets aan de portefeuille toegevoegd. Aan het einde van de looptijd wordt de portefeuille tegen de geregistreerde beleggingswaarde verkocht.

### **Scenario 2 – Impact hervormingsmaatregelen – voortzetting strategie**

In het tweede scenario wordt de portefeuille geconfronteerd met de financiële gevolgen vanuit de hervorming. In tabel 4.1 staan hiertoe de uitgangspunten uitgewerkt. Als gevolg van de beperkende maatregelen (verlaging maximale LTV, verplichte aflossing, afbouw fiscale aftrek hypotheekrente) vindt er een shock plaats in de leegwaarde ontwikkeling. Deze komt terug in de opbrengsten uit verkoop (uitponding en complexmatige verkoop). Er is in dit scenario geen rekening gehouden met eventuele langere leegstand ten opzichte van scenario 1. Dit is direct in de leegwaarde mutatie

verwerkt, mogelijke huurderfing is buiten beschouwing gelaten. De effecten van de huurregulatie (verhuurdersheffing en additionele huurverhoging) zijn in dit scenario opgenomen. De portefeuille strategie is gelijk aan die van scenario 1.

### **Scenario 3 – Impact hervormingsmaatregelen – gewijzigde strategie**

In het derde scenario zijn de aanpassingen gelijk aan scenario 2. In afwijking op de eerste twee scenario's, is gekozen voor een aangepaste strategie. Gedurende de eerste 10 jaar vinden er geen verkopen plaats. Het CSED voorziet een huurstijging als gevolg van de voorgestelde hervorming. In de grafiek 4.1 is dit scenario in de grafiek boven zonder huurmaatregelen (een neutrale huurprijsontwikkeling) weergegeven in de grafiek beneden met huurmaatregelen. Dit geeft inzicht in de mate waarin de huur moet groeien om het negatieve effect van de dalende leegwaarde te compenseren. In dit scenario is eveneens de beleggingswaarde van de portefeuille niet gecorrigeerd (dit vormt de basis voor de huuropbrengsten). Wel zijn de opbrengsten uit verkoop gecorrigeerd met het veronderstelde mutatiegetal.

## **4.2 Uitkomst scenario uitwerking**

De belangrijkste determinanten van de BAR zijn het niveau van de leegwaarde en de contractuur van een woning (Windhorst, 2010). In de uitwerking van de scenario's zijn deze determinanten beide beoordeeld. De boven inflatoire huurverhoging en de inkomensafhankelijke huurverhoging verhoogt de bruto inkomstenstroom. De verhuurdersheffing zorgt voor een toename van de kosten en verlaagt de netto huurinkomsten. In grafiek 4.1 geven de gestippelde lijnen de uitkomsten van de scenario's exclusief de huurmaatregelen weer.

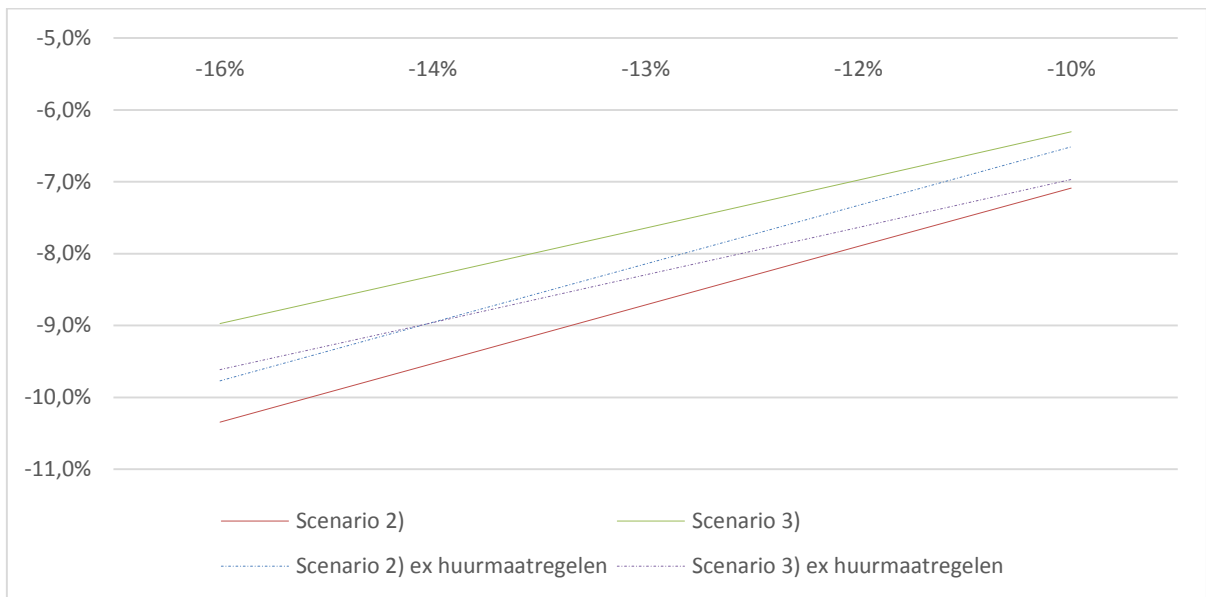
Naast de jaarlijkse indexatie kan de huur verhogen in het tempo van de mutatiegraad (in de gebieden waar de schaarste de huurprijs kan stuwen en de huur nu nog beperkt wordt door het huurprijfplafond). Bij een dalende portefeuille waarde zal het directe rendement, huurinkomsten uitgedrukt in een percentage van de totale investering, stijgen. Daarnaast verwacht de CSED (2010) dat de huurstromen in algemene zin (geliberaliseerde markt) zullen toenemen, waardoor het directe rendement (in percentage) verder zal stijgen.

Grafiek 4.1 geeft mutatie in de waarde weer van de portefeuille, op basis van de kenmerken uit tabel 4.1. Deze mutatie is gebaseerd op de uitkomst volgens de discounted cashflow methode.

Huurontwikkelingen, anders dan de indexatie, zijn in dit model niet meegewogen. In grafiek 3.5 is in de onderste grafiek het resultaat te zien waarbij een boven-inflatoire huurverhoging van 2% en verhuurdersheffing is meegenomen in het model.

In alle uitgevoerde scenario-analyses is er sprake van een daling als gevolg van de leegwaarde mutatie. In de scenario's waarin geen huurmaatregelen (onderbroken lijnen) zijn meegenomen is het opvallend dat scenario 3 bij een grotere negatieve leegwaarde mutatie positief bijdraagt aan de portefeuille waarde. Zodra de mutatie kleiner wordt is het voorzetten van de oude strategie voordeliger voor de waarde van de portefeuille.

Wanneer de scenario's met de impact van de huur regelingen (doorlopende lijnen) tegen elkaar worden afgezet dan valt op dat scenario 3 in alle gevallen het minste negatief beïnvloed wordt. Ook is zichtbaar dat bij een lagere negatieve impact, de verschillen kleiner worden. Dit valt te verklaren doordat de inkomsten uit verkoop in de eerste jaren dan positief bijdragen aan het resultaat van scenario 2.



Grafiek 4.1: Impact scenario's op waarde op basis van DCF-methode

Indien de voorgestelde hervorming van de woningmarkt leidt tot een waardedaling van de particuliere woningprijzen met 13% (Englund, Hendershott, & Turner, 1995) (Werkgroep Wonen, 2010), dan heeft dit een negatief effect op de toekomstige kasstromen van de commerciële verhuurders. Bij voortzetting van hetzelfde beleid neemt de waarde van de portefeuille, op basis van de DCF-methode, af met 8,14%. In scenario 3 (zonder huurmaatregelen) is deze afname zelfs licht sterker, namelijk 8,21%. Bij implementatie van de additionele huurverhoging (jaarlijks 2% boven CPI) en de invoering van de verhuurdersheffing (na 4 jaar continuering van het tarief uit jaar 4), resulteert scenario 3 in een waardedaling van 7,55% en scenario 2 in een daling van 8,72%. De jaarlijkse huurverhoging handhaven op gemiddeld 2% boven CPI, lijkt niet heel houdbaar. In dat geval zou ook de verhuurdersheffing aangepast moeten worden, daar deze bedoeld is ter afroaming van de additionele huurinkomsten. In dit model blijven beide van toepassing. In dit model is de huurverhoging gematigd op grond van de inkomensverdeling in Nederland (grafiek 5.1). Beperking als gevolg van een huur gelijk aan a) maximaal redelijke huur; of b) markthuurl, waardoor de verhoging niet geëffectueerd kan worden, zijn buiten beschouwing gelaten.

Op basis van deze benadering zal de toekomstige kasstroom vanuit de exploitatie respectievelijk met 21,2% en 15,5% (scenario 2 & 3 zonder huurmaatregelen) moeten stijgen om de waardeverminderingen op het huidige bezit te compenseren, alvorens de stelling van de CSED (2010) klopt. Wanneer de huurmaatregelen worden meegenomen, dan dient in scenario 2 een huurtoename van 23% plaats te vinden en in scenario 3 is een stijging van 14,0% nodig.

#### 4.3 Waarde optimalisatie en de rollen van de commerciële verhuurder

Zoals in paragraaf 3.2.2 reeds aangegeven zijn er meerdere rollen die door de commerciële verhuurder vervuld worden. Deze diversiteit stelt de commerciële verhuurder, in een veranderende markt, in staat aandachtspunten te verleggen, om zodanig het resultaat te optimaliseren.

Als aanbieder van 'goedkope' koopwoningen lijkt het, op grond van de waarde bepaald volgens de DCF-methode met huurmaatregelen, verstandig als de commerciële verhuurder in scenario 3

gedurende de eerste 10 jaar geen aanbod naar de particuliere koopmarkt brengt. De prijsdaling van de onderliggende woningen wordt in tijd verdisconteert en heeft tegelijk tijd om zich (deels) te herstellen. Daarbij draagt dit mogelijk bij aan schaarste in het aanbod van deze woningen, hetgeen de prijs positief beïnvloed. Volgens de verwachtingen kan de verhuurder tegelijk profiteren van hogere huuropbrengsten door de boven inflatoire huurverhoging en mutatiehuur bij als gevolg van de schaarste van woningen.

De commerciële verhuurder kan, als initiator van nieuwbouw ontwikkelingen, profiteren van de lagere inkoopkosten voor nieuw product. Dit als gevolg van de koppeling tussen de woning- en de grondmarkt. In de residuele benadering hebben dalende verkoopprijzen en gelijkblijvende bouwkosten, dalende grondprijzen tot gevolg. In regio's met een gespannen huurmarkt draagt dit positief bij aan een verbetering van het aanvangsrendement.

De mate waarin een commerciële verhuurder kan anticiperen op deze mogelijke kansen hangt af van de vermogenspositie en het beoogde risicoprofiel van de verhuurder. Daarbij speelt de kwaliteit van de huidige portefeuille ook een belangrijke rol. Een periode van 10 jaar geen verkopen leidt tot een veroudering van de portefeuille. Dit heeft, volgens de expertinterviews, impact op de exploitatiekosten en het risicoprofiel van de portefeuille. Ook kunnen individuele assets vragen om een andere strategie. Om deze effecten goed inzichtelijk te maken, wordt in hoofdstuk 5 de impact van de geplande integrale hervorming van de woningmarkt geanalyseerd. Dit aan de hand van een actuele beleggingsstrategie op een bestaande en samengestelde woningportefeuille.

#### **4.4 Conclusie waarde en woningbeleggingen**

De invloed van de determinanten 'leegwaarde per m<sup>2</sup> GBO' en 'contracthuur per woning' op de waarde van een woningportefeuille, zijn in dit hoofdstuk aan de hand van een discounted cashflow methode geanalyseerd. Uit deze analyse is gebleken dat het aanpassen van de strategie naar het stopzetten van verkopen de negatieve impact op de waarde van de portefeuille dempt naarmate de negatieve leegwaarde mutatie groter wordt. Dit wordt veroorzaakt door verdiscontering van het verlies in tijd en herstel van de waarde na het moment van correctie. De huurmaatregelen (additionele huurverhoging vs. Verhuurdersheffing) die zijn getroffen maken de lijn vlakker dan zonder maatregelen. Dit duidt op een positieve bijdrage aan de waarde ontwikkeling.

Op het moment dat de volledige leegwaarde mutatie gevolg is van de hervormingen van de woningmarkt, dan kan geconcludeerd worden dat de stelling van het CSED, waarin de hervorming leidt tot een meerwaarde voor de commerciële belegger, niet juist is. Wel dragen de huurmaatregelen op basis de uitgangspunten in dit hoofdstuk positief bij aan het beperken van het negatieve effect van de leegwaarde mutatie.

## **5. Woningbeleggingen: een asset met laag risico in de toekomst?**

### **5.1 Inleiding**

Met kennis van de positie van de commerciële verhuurders, de historische waardeontwikkelingen en een DCF-analyse van de impact van de determinanten 'leegwaarde' en 'contracthuur' op de waarde van een woningbelegging aan de hand van enkele scenario's en een fictief geformuleerde



portefeuille, wordt in dit hoofdstuk de verbinding gelegd met een bestaande en samengestelde portefeuille. Aan de hand van deze portefeuille is ook goed zichtbaar op welke wijze de hervormingen de karakteristieken aan de huurzijde beïnvloeden.

Om de theoretische analyse uit het vorige hoofdstuk te vertalen naar de impact op een bestaande woningportefeuille, de gevoerde strategie en daaruit voortvloeiende beleid van een institutionele belegger is een interview afgenomen bij een institutionele belegger ('Investeerder X'). Hierbij is onder meer ingegaan op de motivatie van de belegger om te investeren in huurwoningen, het gevoerde beleid, de prestatieverwachtingen en doelstellingen. Naast dit interview zijn nog 3 interviews gehouden om te bezien of strategie van Investeerder X representatief is voor die van derden. Verder is een dataset verkregen waarmee de gevolgen analyse op de peildata december 2012 en december 2014 kan plaatsvinden. Welke impact hebben de hervormingen op de ontwikkeling van de huurinkomsten gehad en hoe beïnvloedt dit de prestatie van de portefeuille. Wat is de impact op de leegwaarde van de portefeuille die is toe te wijzen aan de hervormingen. De uitkomsten van deze analyse worden afgezet tegen de vanuit hoofdstuk 3 afkomstige verwachte impact van de veranderende leegwaarde van de portefeuille.

## 5.2 Strategie en Beleid

Investeerder X voert het vastgoed vermogensbeheer uit namens pensioenfondsen en institutionele beleggers. Zij adviseert de pensioenfondsen over de samenstelling van de portefeuilles op basis van ALM-studies. Dit betreft zowel de totale allocatie van investeringsmiddelen alsmede de onderverdeling tussen de verschillende investeringsklassen binnen vastgoed. De pensioenfondsen, die participeren in de portefeuille van Investeerder X, beleggen de gelden die zij ontvangen van hun deelnemers, met als doel om deze gelden zo te laten renderen dat zij aan hun huidige en toekomstige verplichtingen (pensioenuitkeringen) kunnen voldoen. Een pensioenuitkering vereist vanuit een belegging een voorspelbare en constante uitkering van gelden. Tussen 2020 en 2025 wordt wel een lichte piek in de uitgaande kasstroom verwacht, als gevolg van een daling in het aantal contribuanten en een stijging van het aantal uitkeringsgerechtigden. Op basis van het doel van de participanten is de beleggingsportefeuille zo samengesteld dat het verwachte rendement met voldoende zekerheid kan worden behaald.

### 5.2.1 Investeringsoverwegingen

Investeerder X heeft binnen de allocatie 'direct vastgoed' bijna 50% van het geïnvesteerde vermogen toegewezen aan woningbeleggingen. Deze investeringsklasse brengt op basis van het gekozen profiel een laag risico in binnen de portefeuille. Daaraan gekoppeld hoort een zeer stabiel direct rendement, waarop een betrouwbare inflatiedekking van toepassing is. Het realiseren van een stabiel rendement is het kerndoel van Investeerder X. Hierbij ligt de focus altijd op het directe rendement en moet er voldoende uitzicht op groei zijn. De doelstelling achter de hervorming van de woningmarkt richt zich op het verruimen van de vrije huursector. De maatregelen dragen bij aan een positieve ontwikkeling van het huurniveau, hetgeen het kerndoel van de investeerder is.

Binnen de visie van Investeerder X is de stabiliteit van beleggingen in woningen toe te wijzen aan enkele belangrijke kenmerken van het product, deze zijn in willekeurige volgorde hieronder weergegeven:

- wonen is een primaire behoefte van de mens, daarmee blijft er een brede vraag naar woningen met een bepaalde basis kwaliteit;

- hoge spreiding van leegstandsrisico als gevolg van het hoge aantal huurovereenkomsten. De kans op gehele leegstand is zeer beperkt;
- individuele verkoop van verhuureenheden indien de (lokale) huurmarkt een teruglopende vraag kent;
- goede besturing van portefeuille samenstelling mogelijk, dit als gevolg van de afzetmogelijkheden van dit type investeringsproduct. Dispositie mogelijke door middel van individuele verkoop van units of gehele complexen.

De risico's van investeringen in woningbeleggingen ziet Investeerder X in vooral in de kwaliteit van de individuele complexen. Hierbij gaat het om:

- ligging (binnen de geformuleerde kernregio's)
- aansluiting van het woningtype bij locatie en marktvraag (welke dynamisch is)
- bouwkwaliteit
- prijsniveau bij acquisitie
- verplicht aandeel gereguleerde huur
- de ontwikkeling van huurinkomsten (als gevolg van wet- en regelgeving en marktontwikkelingen op macroniveau)
- ontwikkeling van exploitatielasten
- toekomstwaarde van de belegging (als gevolg van kapitaalskosten)
- leegwaarde niveau in te toekomst

De laatste twee genoemde risico's zijn echter in beperkte mate beïnvloedbaar voor Investeerder X en zij heeft dus vooral focus op de kwaliteit van de complexen, als basis voor een stabiele prestatie.

### 5.2.2 Beleggingsstrategie

Op basis van bovenstaande overwegingen is Investeerder X van mening dat er geen direct alternatief is voor het investeren in huurwoningen zonder één van de kenmerken los te laten. Investeerder X vertaalt haar overwegingen in de volgende beleggingsstrategie.

- a) 80% van de investeringen vinden plaats in de kernregio (zijnde Randstad, grote steden buiten de krimpgebieden)
- b) Primaire focus op goed zelfstandig wonen (grondgebonden)
- c) Senioren woon-zorgcomplexen – gemanaged door één kwalitatief hoogwaardige exploitant
- d) Starterswoning in grotere steden met een huur tussen € 700 - €900 per maand

Hierbij vormen voor Investeerder X direct rendement (1), duurzame leeftijdsopbouw van het bezit (2), daadwerkelijke verwervingspercentage in kernregio's (3), duurzaamheid van de portefeuille (energetisch en sociaal) (4), bezettingsgraad (5) en ontwikkeling huurpotentie (6) de belangrijkste prestatie indicatoren. Monitoring van indicatoren 1, 5 en 6 vindt continue plaats, de overige indicatoren worden beoordeeld bij investeringsbeslissingen en budgetteringen.

Op grond van de geformuleerde overwegingen en beleggingsstrategie van Investeerder X vind in de volgende paragraaf analyse plaats van de impact van de hervormingen van koop- en huurwoningmarkt.

### 5.3 Portefeuille analyse Investeerder X

Voor dit onderzoek is medewerking verkregen van een Investeerder X, die een woningportefeuille bezit met een landelijke spreiding. Om de ontwikkelingen van de huren en waardes zo zuiver mogelijk te analyseren zijn disposities en acquisities na december 2012 buiten de dataset gehouden. Tevens was van sommige eenheden de data niet volledig, deze units zijn eveneens buitenbeschouwing gelaten. Dit maakt dat 83% van de dataset 2012 en 87% van de dataset 2014 87% als bruikbaar is gekwalificeerd.

In deze paragraaf worden eerst de belangrijkste kenmerken opgesomd. Daarna volgen de analyses met betrekking tot de huurpotentie en mogelijke gevolgen van de voorgestelde hervorming van de huurmarkt.

#### 5.3.1 Kerngegevens portefeuille

De portefeuille zoals deze is geanalyseerd bevat enkel eengezins- en meergezinswoningen. Parkeerplaatsen, commerciële units en andere eigendommen zijn niet meegenomen in deze analyse.

Kerngegevens	2012	2014
Gemiddelde oppervlakte totaal (gbo)	110m <sup>2</sup>	110m <sup>2</sup>
Gemiddelde oppervlakte gereguleerd (gbo)	90m <sup>2</sup>	86m <sup>2</sup>
Gemiddelde oppervlakte geliberaliseerd (gbo)	113m <sup>2</sup>	112m <sup>2</sup>
Gemiddelde huur p/m totaal	€ 889	€ 949 (+6,8%)
Gemiddelde huur p/m gereguleerd	€ 600	€ 635 (+5,8%)
Gemiddelde huur p/m geliberaliseerd	€ 937	€ 984 (+5,0%)
Verhouding gereguleerd / geliberaliseerd (obv # units)	14% / 86%	10% / 90%
Gemiddelde WOZ-waarde p/u	€ 258.942	€ 233.239 (-/ 9,9%)
Gemiddelde WOZ-waarde gereguleerd	€194.724	€ 167.233 (-/14,1%)
Gemiddelde WOZ-waarde geliberaliseerd	€ 269.600	€ 240.589 (-/10,8%)

Tabel 5.1: Kerngegevens portefeuille Investeerder X

In bovenstaand overzicht is de grens voor een gereguleerd of een geliberaliseerd huurcontract gebaseerd op de op dat moment geldende 'huurliberalisatiegrens', vastgesteld door de overheid. Oude contracten of contracten die als gevolg van huurindexatie boven deze grens uit komen, zijn daarmee juridisch gezien wel gereguleerd, maar worden in deze analyse als 'geliberaliseerd' gelabeld. De toename van het percentage 'geliberaliseerde woningen' is te wijten aan de omslag van gereguleerde woningen, waarvan de huur sneller is gegroeid dan de huurliberalisatiegrens. Als gevolg van deze omslag zijn ook de segment gemiddelden (zoals oppervlakte) gewijzigd.

In lijn met de gekozen strategie van Investeerder X bestaat de portefeuille voor het overgrote deel uit geliberaliseerde huurwoningen. De exploitatie van deze woningen is in sterke mate afhankelijk van marktontwikkelingen en in beperktere mate van wet- en regelgeving. Een deel van de woningen die onder de liberalisatiegrens verhuurd zijn, kunnen mogelijk na verloop van tijd muteren naar vrijesector huurwoningen. Dit komt doordat Investeerder X deze woningen op een hoger kwaliteitsniveau (voldoende WWS-punten) heeft gerealiseerd echter wel 'sociaal' heeft verhuurd.

#### 5.3.2 Analyse directe gevolgen kasstroom gereguleerd bezit

Vanuit de theoretische analyse is naar voren gekomen dat als gevolg van de hervorming van de woningmarkt, er meer vraag zal komen naar huurwoningen. De impact als gevolg van de hervorming van de woningmarkt wordt op basis van een verkregen dataset geanalyseerd.

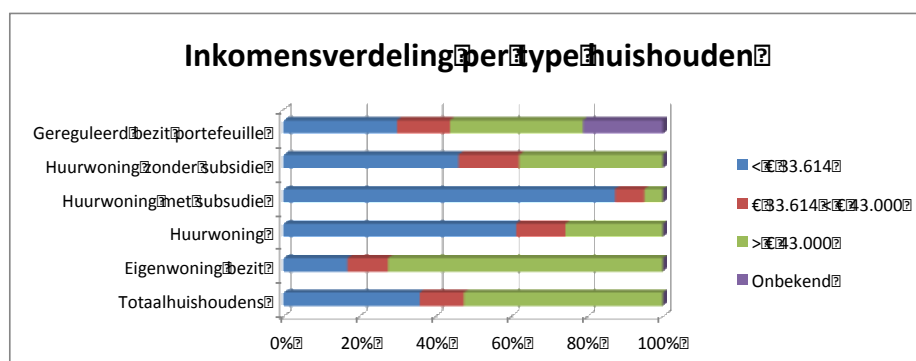
Deze analyse richt zich op de volgende kengetallen / kerngegevens:

- Contractuur (CH): huurinkomsten opgenomen in de dataset
- Gereguleerd bezit (reg): huurprijs beneden de door de overheid vastgestelde 'huur liberalisatiegrens'
- Geliberaliseerd bezit (lib): huurprijs boven de door de overheid vastgestelde 'huur liberalisatiegrens'
- Waarde Onroerende zaken (WOZ) – waarde opgegeven in de dataset per unit, conform gemeentelijke aanslag
- Woningwaarderingssysteem (WWS) waarbij het aantal punten de maximaal redelijke huur bepaald
- Maximaal redelijke huur (MxR): Maximaal toegestane huurprijsniveau op basis van de toegekende WWS punten.
- Inkomensafhankelijke huurverhoging (IAH), conform de huurverhogingsregels van 1 juli 2013 voor gereguleerde huurwoningen

### Verhoging Contractuur

De huurverhogingsregels zoals vastgelegd door het ministerie van BZK zijn geënt op het verminderen van de scheefwoners en het bevorderen van de doorstroming van een sociale huurwoning naar een vrije sector markthuurling. 14% (2012) van de portefeuille van Investeerder X bestaat uit huurwoningen binnen het gereguleerde segment. Op het overige bezit hebben deze regelingen geen directe invloed.

Investeerder X hanteert een inkomenseis van minimaal 4,5x de huur. Dit moet binnen alle segmenten toereikend zijn om de huur te kunnen voldoen. Enkel bij oplopende leegstand wordt overwogen hier vanaf te wijken. Dit leidt tot relatief kapitaalkrchtig huurdersbestand van Investeerder X in vergelijking met de inkomensverdeling onder huurders binnen Nederland. In onderstaande grafiek is inkomensverdeling weergegeven. Een vrij groot deel van de huurders heeft een inkomen dat hoger is dan € 33.614 per jaar. Enkel de huishoudens met 'eigenwoning bezit' kennen een groter aandeel in boven deze inkomensgrens.



Grafiek 5.1 – Inkomensverdeling per type huishouden (CBS, 2012)-bewerkt

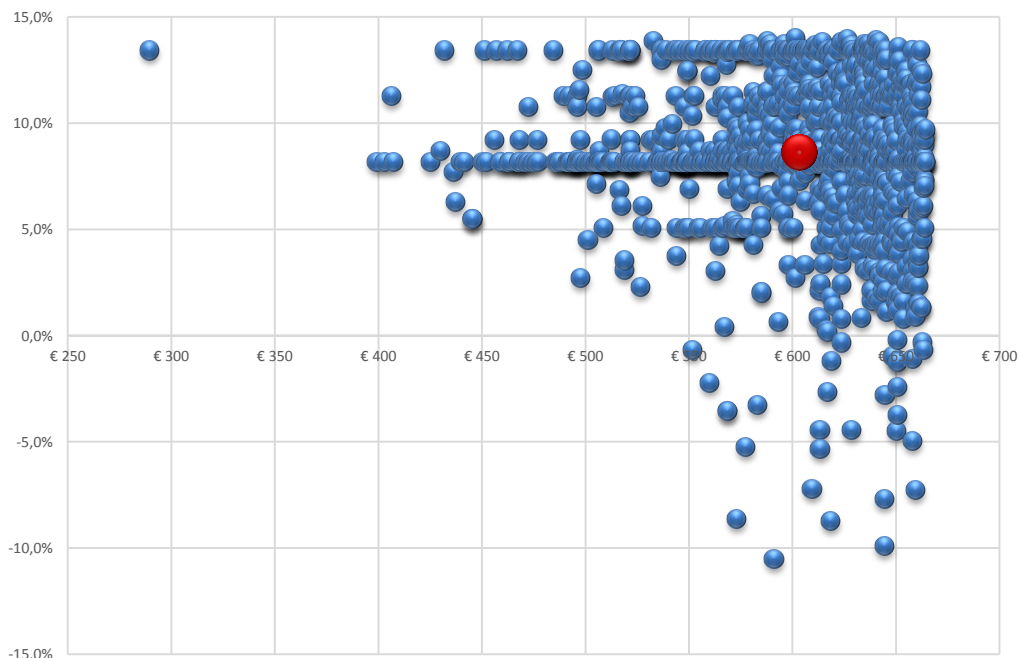
Investeerder X kan op basis van deze inkomensverdeling 49% van haar huurders, van het gereguleerde bezit, belasten met de inkomensafhankelijke huurverhoging. Bij een rekenkundige verhoging van de 'onbekende inkomens' met de basis verhoging van 4%, dan bedraagt de maximale huurverhoging voor het gehele gereguleerde bezit van Investeerder X - 4,95% op jaarbasis (2013 & 2014). Indien de 'onbekende inkomens' een gelijke verdeling kennen als de rest van de gereguleerde portefeuille dan loopt deze stijging op tot 5,19% op jaarbasis.

Het doorvoeren van de inkomensafhankelijke huurverhoging in het gereguleerde huursegment kan ook tot ongewenste mutatie-risico's voor een investeerder leiden. Indien de lokale markthuurling niet toereikend is om de maximaal redelijke huur of de huurliberalisatiegrens te behalen, kan een additionele huurverhoging leiden tot mutatieleegstand door gebrek aan vraag uit de markt. Het voert te ver voor dit onderzoek om op complexniveau na te gaan of de verhoging past binnen de lokale

huurmarkt. In bijlage 1 is per gemeente (van de gereguleerde portefeuille) de gemiddelde contract huur afgezet tegen gemiddelde maximaal redelijke huur. De gemiddelde huur van een woning in de gereguleerde portefeuille bedroeg in 2012 € 600 per maand. De lage percentages ten opzichte van de maximaal redelijke huur kan in dat geval worden herleid uit de hoge WWS waardering van de woningen.

In vrijwel alle plaatsen is de huur ten opzichte van de maximaal redelijke huur gestegen. In de plaatsen waar slechts een kleine stijging of zelfs een daling is waar te nemen, is dit te wijten aan de mutatie van de gereguleerde voorraad naar geliberaliseerde voorraad (Grafiek 4.3). Binnen het tijdsinterval van de dataset is 30% van de gereguleerde portefeuille met de huur boven de liberalisatiegrens gestegen.

Het huurbeleid van Investeerder X richt zich op het realiseren van 100% van de maximaal redelijke huur. Enkel in geval van exploitatie-afspraken bij gronduitgifte / realisatie met gemeenten of wanneer de markthuur onder de maximaal redelijke huur ligt, verhuurt Investeerder X niet tegen de maximaal redelijke huur. Over de gehele relevante portefeuille (gereguleerd en geliberaliseerd like-for-like) is binnen het tijdsinterval de huur gestegen met 6,7%. De huurverhoging binnen enkel het gereguleerde segment (huurmutaties uitgesloten) bedroeg 8,6% binnen het tijdsinterval. Hierbij kende Overijssel de laagste gemiddelde huurverhoging (7,9%) en Noord-Brabant de hoogste verhoging (9,2%). Deze verhoging is gerealiseerd in twee huurindexaties. Daarmee komt de gerealiseerde jaarlijkse indexatie uit op gemiddeld 4,23% voor het gereguleerde bezit (excl. mutaties), dit is 62 basispunten lager dan maximaal mogelijk wordt geacht op grond van de inkomensverdeling weergegeven in grafiek 5.1. Inclusief huurmutaties komt de verhoging binnen het gereguleerde segment op gemiddeld 11,1%. Dit komt neer op een gemiddelde verhoging (voor het gehele gereguleerde bezit) van 5,4% op jaarbasis. In onderstaande grafiek (5.2) is goed zichtbaar hoe de huren en indexaties zijn verdeeld binnen de portefeuille.



Grafiek 5.2 – Spreiding huurverhoging 2012-2014 gereguleerd bezit (obv huur 2012)

Van de gereguleerde portefeuille (2012) is 74,5% van de eenheden gewaardeerd op meer dan 140 WWS-punten. Van dit deel van de gereguleerde portefeuille telt een woning gemiddeld 166 WWS-

punten. Deze woningen mogen bij mutatie of indexatie boven de huurliberalisatiegrens verhuurd mogen worden (als de markthuur dit toestaat). De woningen binnen het blijvend gereguleerde deel van de portefeuille worden verhuurd voor gemiddeld 80,9% van de maximaal redelijke huur, voor de woningen met meer dan 140 WWS-punten is dit 77%.

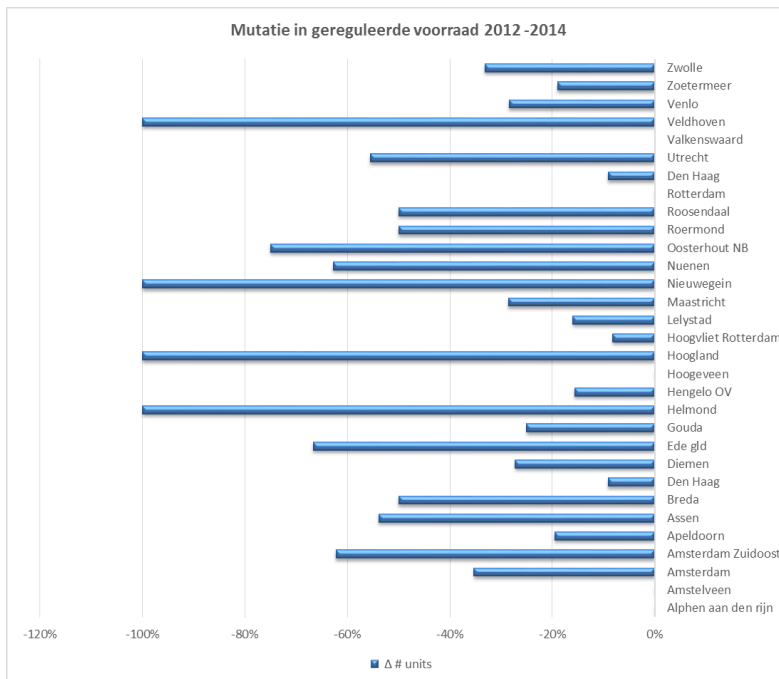
#### *Ontwikkeling WOZ-waarde*

Uit analyse van de WOZ-waarde van de woningen binnen het segment 'gereguleerde huur met > 140 WWS punten' (te liberaliseren), komt naar voren dat de WOZ-waarde per m<sup>2</sup> gemiddeld 4% (2012) lager ligt dan WOZ waarde van het geliberaliseerde deel met een huur < € 800 per maand binnen de portefeuille. Van deze eenheden ligt 66% in de provincies Noord-Holland, Zuid-Holland, Utrecht en Noord-Brabant en dan meestal nog binnen de grotere steden. De relatief lage huuropbrengsten lijken daarmee vooral te wijten aan beleid, exploitatieafspraken of oude huurcontracten. Overall zijn de WOZ-waarden binnen het tijdspad van de dataset gedaald met 9,9%. Regionaal zijn hierbij wel verschillen waarneembaar. In Provincie Groningen was de sterkste daling (-/- 15,9%) en in Noord-Holland de minste daling (-/-7,1%) gemeten. De gemiddelde daling ligt in lijn met de daling weergegeven in grafiek 3.3. In de periode 2011 – 2013 (peildata WOZ waarden) zijn de leegwaarden geregistreerd door de NVM gemiddeld over Nederland gedaald met 9,82%.

#### *Verhuurdersheffing*

De verhuurdersheffing, ingevoerd in 2013 (tarief - 0,014%) wordt jaarlijks geheven bij eigenaren van gereguleerde woningen en dient ter afroaming van de additionele huurverhogingsmogelijkheden. In 2014 bedroeg deze heffing 0,381% van de WOZ-waarde en deze stijgt tot 0,536% in 2017.

Op basis van de WOZ waarde van de gereguleerde portefeuille in 2012 zou deze heffing voor 10,3% van de jaarhuur van de gereguleerde woningen bedragen. Binnen het tijdsinterval '2012 – 2014' bedroeg de gemiddelde verhoging 6,44% in het gereguleerde segment. Voor enkel het gereguleerde bezit dragen de huurmaatregelen niet positief bij aan de kasstroom van Investeerder X. Grafiek 5.3 geeft geografische spreiding weer, waar de huren boven de liberalisatie grens is uitgestegen. De bevrizing van de liberalisatiegrens op € 710,68 zal er in komende jaren voor zorgen dat het aantal woningen binnen de portefeuille met een huurprijs beneden de liberalisatiegrens, waardoor ze belast worden met verhuurdersheffing, verder zal afnemen.



Grafiek 5.3 – Mutatie in gereguleerde voorraad 2012 -2014

Bij een algehele huurverhoging van 2,5% per jaar daalt het aantal heffing plichtige woningen in 2015 met 15,6%. In 2016 en in 2017 daalt dit nog eens met ruim 24% per jaar. Relatief gezien, neemt door het stijgende tarief de te betalen verhuurdersheffing voor de betreffende woningen toe van 8,4% van de jaarhuur in 2014 tot een niveau van circa 13,3% van de dan ingeschatte gereguleerde huur in 2017. Als het aantal gereguleerde woningen in 2014 wordt afgezet tegen het aantal in 2012, dan heeft een daling van 29,6% plaatsgevonden. De WOZ-waarde van deze selectie kende een gemiddelde daling van 14,1% per unit.

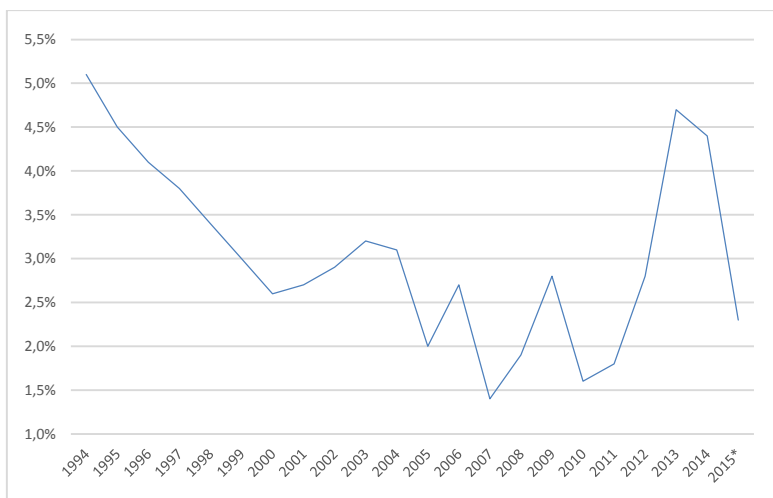
Als gevolg van de huurstijging muteert een deel van de woningen van 'heffing plichtige huur' naar van 'heffing vrijgestelde huur'. Dit is de oorzaak dat de grondslag voor verhuurdersheffing in deze portefeuille aanzienlijk daalt. Op portefeuilleniveau neemt de verhuurdersheffing in de komende jaren verder af van 0,56% van de totale huur (geliberaliseerd en gereguleerd) in 2014 tot circa 0,39% (bij een gemiddelde huurverhoging van 2,5%) in 2017.

#### *Conclusie directe gevolgen kasstroom gereguleerd bezit*

Op basis van bovenstaande analyse kan geconcludeerd worden dat de inkomensafhankelijke huurverhoging positief bijdraagt aan de huurinkomsten van de portefeuille. Het gereguleerde deel van de portefeuille heeft een aanzienlijk hogere stijging ondervonden dan de voorgaande jaren (grafiek 5.4). Ook in het geliberaliseerd deel lag de huurstijging aanzienlijk hoger dan in voorgaande jaren. De bevrozing van de liberalisatiegrens leidt er toe dan een aanzienlijk deel van het gereguleerde bezit binnen de portefeuille (dat beschikt over voldoende WWS punten) met de huur boven deze grens uit zal stijgen. Dit verlicht de druk van de verhuurdersheffing. Bij mutatie kan de woning geliberaliseerd verhuurd worden.

De WOZ waarde binnen de portefeuille heeft zich in lijn met het landelijk gemiddelde ontwikkeld. Dit betekent een gemiddelde daling van de waarde met 9,9%. De WOZ waarde wordt in dit onderzoek

behandeld als de leegwaarde van een unit. Tevens dient de WOZ waarde als grondslag voor de verhuurdersheffing. De Verhuurdersheffing, ingeroepen om de additionele huurgroei als gevolg van de inkomensafhankelijke huurverhoging aan de overheid toe te laten komen, heeft een direct negatief effect op de kasstroom van het gereguleerde bezit. Dit effect wordt door het oplopende tarief ook groter voor de units die een huur hebben die niet boven de liberalisatie grens uit kan groeien. Het effect op de gehele portefeuille van Investeerder X wordt, vooral door de mutatie van gereguleerd naar geliberaliseerd, steeds kleiner. Het rendement van de blijvend gereguleerde units staat voor Investeerder X wel onderdruk, omdat de huurgroei lager is dan de jaarlijkse heffing. Door het ontbreken van de opbouw van de WWS punten kan de voorgenomen implementatie van de WOZ in de WWS niet worden geanalyseerd voor deze portefeuille.



Grafiek 5.4 – Huurverhogingen Nederland 1994 -2015 gereguleerd bezit (Centraal bureau voor de statistiek, 2015)

### 5.3.3 Analyse indirecte gevolgen portefeuille

In de vorige paragraaf is ingegaan op de directe gevolgen voor de kasstroom, gericht op het gereguleerde bezit. De maatregelen door de overheid getroffen voor huurwoningen beogen een grotere 'vrije huursector' te realiseren. In de vorige paragraaf is de afname weergegeven van het gereguleerde segment binnen de portefeuille. Door bevrozing van de liberalisatiegrens en de boven inflatoire huurverhoging, verlaagt de allocatie gereguleerde huur van 6,7% (2014) naar 2,9% in 2017. Dit resulteert in een algeheel hoger huurniveau en lagere lasten door het deels wegvallen van de heffingsverplichting. Voor de betreffende units resulteren de huurmaatregelen in een belasting ten opzichte van de situatie voor de maatregelen.

De indirecte gevolgen komen vooral voort uit de voorstellen die gericht zijn op de hervorming van de koopsector weergegeven in paragraaf 2.5.2.. De effecten hiervan zijn nauw verweven met de macro economische situatie in Nederland. De hervorming van de Nederlandse woningmarkt valt deels samen met de 'bankencrisis' ingezet in 2008. Sinds dat moment zijn de rentes in Nederland sterk gedaald (grafiek 3.2.). De beperkende effecten die enkele maatregelen hebben op de hoogte van het reële inkomen en het gezinsvermogen zijn in de referentieperiode deels gecompenseerd door historisch lage rentestanden en de prijsdaling als gevolg van de economische crisis.



Factoren die een verhoging van de maandelijkse last van een woning tot gevolg hebben (verplichte aflossing in 30 jaar om recht op renteaftrek te hebben; afbouw fiscale aftrekpercentage; verlaging loan-to-value) zouden volgens Verbruggen (figuur 2.1) de huizenprijs negatief moeten beïnvloeden. Naast deze factoren zijn factoren als beschikbaarheid van financiering en de toekomstige waardeontwikkeling van belang in de prijsstelling van huizen. In de formule van Levin & Price (2009) is de determinant jaarhuurwaarde gestegen; is de reële rentevoet gedaald. De factor onderhoud is tijdelijk beïnvloed door de verlaging van het BTW tarief op arbeid. Afschrijving wordt niet direct beïnvloed door de crisis of de hervorming. Gelet op de daling van de leegwaarde met 9,9% (tussen 2012 en 2014) is dit volgens de formule van Levin & Price (2009) te wijten aan een negatieve verwachting van de ontwikkeling van de toekomstige waarde. De precieze verhouding tussen deze verwachting en de beperkende factoren als gevolg van de hervormingsvoorstellen strekt voor dit onderzoek te ver. Het uitgangspunt van waardeinstijging van de eigen woning, zoals enkele decennia gold, is wel gecorrigeerd.

De daling van de leegwaarde van de portefeuille heeft voor Investeerder X impact op de waardeontwikkeling van de portefeuille. Het totale rendement (grafiek 3.3) wordt bepaald door de optelsom van direct en indirect rendement. Met de daling van de waarde van de portefeuille en een stijging van de huurinkomsten stijgt het directe rendement in het opvolgende jaar. Deze combinatie zorgt voor een gedempt effect van de mutatie in de leegwaarde op de waarde van de portefeuille. In het onderzoek van Verburg (Verburg, 2015) wordt de marktwaarde van IPD en de leegwaardeontwikkeling vanuit NVM tegen elkaar afgezet en daarmee de leegwaarde ratio weergegeven. Tussen 2011 (referentiedata WOZ) en 2013 is deze ratio met circa 1,5% gestegen tot 71,5%. In 2014 is een substantiële stijging waar te nemen tot 78%. Zowel de leegwaarde als de marktwaarde van de portefeuilles steeg, echter is de marktwaarde harder gestegen. Verburg stelt evenals Verbruggen dat de 'verwachte' leegwaardeontwikkeling deze stijging verklaart, waarbij investeerder meer positief zijn dan consumenten.

### 5.3.4 Impact op rendement

De uitkomsten van de analyses in de voorgaande paragrafen en hoofdstukken vertalen zich in een aanpassing van het rendement van de commerciële woningbelegger. Naast direct waarneembare en meetbare gevolgen voor het rendement zijn er ook factoren die beïnvloed worden, maar waar van de eigenlijke impact niet direct meetbaar is.

Uitkomst hervormingsmaatregel	Financiële impact op portefeuille
Inkomens afhankelijke huurverhoging gereguleerd bezit	+/- 0,11% direct rendement
Huurstijging mutatie gereguleerd bezit	+0,08% direct rendement
Algehele huurverhoging portefeuille (reg & lib)	+/- 0,81% direct rendement
Verhuurdersheffing (2014/2015/2016/2017)	-/- 0,56% / -/- 0,57% / -/- 0,47% / -/- 0,39%
Leegwaarde ontwikkeling	Niet toe te wijzen
Verlaging overdrachtsbelasting	Niet meetbaar in portefeuille

Tabel 5.2 – impact van de hervorming

Bovenstaande cijfers kort toegelicht. De inkomensafhankelijke huurverhoging is van toepassing op het gereguleerde bezit in de portefeuille. De impact is afgezet tegen een reguliere huurverhoging gelijk aan CPI Alle huishoudens, uitgedrukt in een percentage van de totale huurstroom.

De algehele huurverhoging is betreft de huurprijsstijging van de gehele portefeuille.

De verhuurdersheffing is uitgedrukt in een percentage van de totale huurinkomsten.

Het rendement van enkel het gereguleerde deel van de portefeuille daalt als gevolg van de huurverhoging en verhuurdersheffing (obv 2012) met 0,37% in 2014. Deze daling stijgt tot 0,40% in 2015 en daalt daarna als gevolg van de het toenemende aantal dat de bevroren liberalisatiegrens overstijgt. Op de gehele portefeuille is er een positief effect waar te nemen in 2014 van 0,25% en loopt op tot 0,39% in 2017. Dit is vooral te wijden aan de vergroting van de allocatie 'geliberaliseerde huren' en de sterke geografische regio's en de in basis reeds lage allocatie gereguleerde huren. Om het effect van huurverhoging boven CPI en de verhuurdersheffing te neutraliseren, zou op basis van de portefeuille kenmerken van Investeerder X de allocatie 'gereguleerde huur' maximaal 9,7% mogen zijn.

De leegwaarde is in de periode 2012-2014 gedaald met 9,9%, in deze zelfde periode is de leegwaarde ratio gestegen van 73,6% naar 81,3%. Uitponding is hierdoor financieel gezien minder interessant geworden dan aan het begin van het tijdvak. In deze periode is het aantal verkopen in Nederland sterk gedaald. Dit zorgt voor een hoger risicoprofiel voor individuele verkopen terwijl er sprake is van een sterke huurontwikkeling. Verkooptijden zijn langer, waardoor er tevens minder huur genoten wordt. Het bruto aanvangsrendement waartegen deze portefeuille is gewaardeerd is gestegen van 5,6% naar 6%. Vanuit waarderingsoogpunt is de toename in de huurstroom, lagere leegstand en de lage rentestand voldoende om het hogere risico en de leegwaarde daling van de eenheden te compenseren. De portefeuille heeft in deze periode een positieve waarde ontwikkeling van 0,35% laten zien. De verschuiving van deze ratio's vertaald gelijk de verschuiving van de risico's waardoor een focus op de verhuur prevaleert boven een focus op uitponding.

#### **5.4 Conclusie woningbeleggingen in portefeuille**

Investeerder X belegt in huurwoningen met als doelstelling een zo voorspelbaar mogelijk toekomstige kasstroom te waarborgen. De portefeuille die daartoe is opgebouwd is verspreid over economisch krachtige delen van Nederland en richt zich op sterke huurders binnen de verschillende huursegmenten. In de periode 2012 – 2014 zijn hervormingsmaatregelen doorgevoerd. Tevens maakt deze periode deel uit van een tijdvak waarin de particuliere koopwoningmarkt geconfronteerd is met één van de diepste crisis uit de geschiedenis.

In deze periode heeft de portefeuille een stijgende ontwikkeling van de huur laten zien. De schommelingen in het rendement komen voort uit de daling van de leegwaarde van de woningen. De samenstelling van de portefeuille maakt het mogelijk om, in de loop van de jaren waarin de uitwerking van de hervorming verder vorm krijgen, te profiteren van een politieke focus op een vrije huurmarkt. De directe negatieve effecten van de verhuurdersheffing van toepassing op een beperkte deel met gereguleerde huren binnen de portefeuille en de niet toereikende inkomensafhankelijke huurverhoging worden gecompenseerd door de huurontwikkeling van de gehele portefeuille, die voor het overgrote deel uit geliberaliseerde huurwoningen bestaat.

De hervorming van de woningmarkt bewijst dat dit segment, ondanks het zeer lage afzet risico, toch een voor de belegger oncontroleerbaar risico met zich meeneemt. Na 2017 is het op dit moment nog niet duidelijk op welk niveau de verhuurdersheffing wordt voortgezet en in welke mate inkomensafhankelijke huurverhoging wordt voortgezet. Daarnaast is gebleken dat uitponding een structureel onderdeel uitmaakt van de opbrengstoptimalisatiestrategie en de verjongingsstrategie. Als gevolg van de crisis en hervormingen, is de potentiële marge in de afgelopen jaren sterk gedaald. Het aantrekken van de particuliere koopwoningmarkt, moet de afzetstrategie weer meer flexibiliteit

moeten geven. Investeerder X merkt dit vooral door de meer kritische houding van de kopers van haar woningcomplexen. De aantallen particuliere verkopen van Investeerder X zijn immers beperkt.

De koppeling van de huurverhoging aan de inflatie en de continue aanwezige schaarste maakt de investeringsklasse woningen tot een zeer laag risico, dit is in de afgelopen jaren niet gewijzigd. Vastgoed blijft een aantrekkelijke allocatie naast de hogere risico investeringen en de lage risico investeringen. Binnen vastgoed is het segment in de crisis jaren voor veel investeerders aantrekkelijker geworden. Investeerder X had reeds een focus op het vrije huursegment woningen, waarbij zij nieuwbouwontwikkelingen kocht of zelf initieerde, deze focus zal blijven. Wel zal er minder interesse zijn voor de onderkant van de huurwoningmarkt (gereguleerd segment), om de directe risico's van overheidsbemoediging verder te beperken.

## 6 Markthervorming: Het toekomstperspectief voor de belegger

In de voorafgaande hoofdstukken is de theorie achter de determinanten die van invloed zijn op de van woningbeleggingen en woningen behandeld. De hervormingen van de woningmarkt zijn weergegeven en de theoretische impact op de eerder genoemde determinanten is uiteengezet. Vervolgens is modelmatig de theoretische impact op de belangrijkste determinanten getoetst. In hoofdstuk vier is de portefeuille van Investeerder X geanalyseerd op basis van twee datapunten, en de eigenlijke strategie die de investeerder volgt. Dit heeft inzicht gegeven op de daadwerkelijke rendementsimpact op een bestaande portefeuille met haar eigen specifieke kenmerken. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de punten uit de voorafgaande analyses die in meer generieke zin van toepassing zijn op de woningbeleggingen van commerciële investeerders. Er wordt nagegaan in welke mate de hervormingen de commerciële investeerders dwingt tot het wijzigen van haar strategie, het verleggen van nuances of juist continueren van de strategie. Hierbij wordt ingegaan op relatie tussen de doelstelling van de commerciële investeerder en de strategie. Welke kansen en uitdagingen liggen er voor de belegger? In welke mate zijn de theoretische veronderstellingen in praktijk realistisch?

### 6.1 Doelstellingen investeerder en de hervorming

Zoals in paragraaf 4.2 uiteen is gezet en bevestigd in de verschillende interviews, hebben de commerciële beleggers in huurwoningen als voornaamste doelstelling continuïteit van het inkomstenniveau waaruit een voorspelbaar dividend rendement behaald wordt uit haar investeringen. De inflatie hedge wordt gezien als zeer belangrijk kenmerk is voor de investeerder. Een stabiele waardeontwikkeling draagt zorg voor het lage risicoprofiel van de investering, belangrijke pijlers hiervoor zijn 1) de woning schaarste en 2) de flexibiliteit in exit strategie voor de investeerder.

De essentiële punten uit de overweging van de investeerder in woningbeleggingen worden op verschillende manieren beïnvloed door de hervormingen.

De invoering van de verhuurdersheffing een aanzienlijke impact op de huurinkomsten uit de gereguleerde woningen. Ondanks dat er een mogelijkheid bestaat er voor deze woningen de huur additioneel te verhogen, heeft dit een negatieve impact op de directe huurinkomsten. Bij een allocatie 'gereguleerde huur' van meer dan 9,7% (en gelijke portefeuille kenmerken aan Investeerder X) geldt dat de heffing zoals nu vastgesteld is niet gecompenseerd wordt door de mogelijke huurverhoging. Is de portefeuille meer in economisch zwakke delen van Nederland gelegen dan kan de huurgroei al eerder beperkt worden door een gematigd markthuurniveau. De stijging van de huurprijs aan de onderkant van de markt verhoogd de druk op de huurprijsniveau in het geliberaliseerde deel van de markt. Deze druk is het meest voelbaar in het middensegment. Vanuit de interviews komen verschillende beelden naar voren over de potentie van verkleuringen van gereguleerde naar vrije sector huren. Nieuwe investeringen in het gereguleerde segment lijken vanuit financieel perspectief niet te verantwoorden voor commerciële investeerders. De hervorming, en dan meer specifiek de stimulans om de vrije sector huur te laten groeien, maakt het voor investeerders interessant te investeren in hun reeds bestaande 'gereguleerde portefeuille'. Een verbetering in kwaliteit kan resulteren in extra ruimte voor huurverhogingen (verhogen van het

plafond van de maximaal toegestane huur) bij indexering mogelijk zelfs overschrijding van de huurliberalisatiegrens, waardoor de verhuurderheffing komt te vervallen. Dit resulteert in een gunstiger netto rendement.

De tweede pijler voor laag risico, flexibiliteit in de exit strategie, wordt door de hervorming en de crisis niet positief beïnvloed. Mede door de lage rentestand blijft het op dit moment voor particulieren mogelijk om een huis te verwerven. De beperkende maatregelen, ter stimulans van het vrije huursegment en ter verlaging van het schuldenniveau van de huizenkoper, maakt de doelgroep om een woning te kopen kleiner en zorgt voor hogere maandlasten voor kopers. Het gedaalde niveau van leegwaarde en daardoor de marge op een particuliere verkooptransactie maakt uitponding momenteel minder aantrekkelijk als scenario is. Vooral in gebieden waar in de komende jaren economische en demografische groei verwacht wordt en daarmee herstel van het prijsniveau. In deze gebieden is vaak voldoende ruimte voor huurgroei en zal de hoogte van de huur de laatste jaren nauwelijks negatief beïnvloed zijn.

Voor gereguleerde huurwoningen kan de opgelegde verhuurdersheffing tot een andere strategische keuzes leiden. In dit geval zijn de netto huurinkomsten structureel gedaald. Afhankelijk van de vooruitzichten kan het voor de investeerder het meest interessant zijn de woning op dit moment leeg te verkopen.

Het middensegment van de huurmarkt, beginnend in de huurliberalisatiegrens is van oudsher een markt waarin de commerciële beleggers sterk vertegenwoordigd zijn. In absolute zin vertegenwoordigt dit segment wel maar een klein deel van de woningmarkt. De investeerders met een portefeuille die zich grotendeels binnen dit segment begeeft hebben vooral voordeel van de maatregelen voor de huurmarkt. De maatregelen met betrekking tot de koopmarkt raken alle type investeerders in woningen. Tegelijk passen particuliere kopers ook hun wensen en eisen voor een woning aan zodra ze minder kapitaal kunnen lenen. Een verschuiving van de doelgroep is het gevolg. Bij een opgaande markt is er mogelijk minder vraag naar de goedkoopste woningen of ontstaat er een nieuwe doelgroep die initieel niet kon kopen. Bij een neergaande markt zal een deel van de doelgroep niet meer kunnen of willen kopen. En verdwijnt er een doelgroep aan de bovenzijde van de markt. Over de hele linie zal de prijs corrigeren, maar er blijft ruimte voor transacties in het segment van uitponding van voormalige huurwoningen.

## **6.2 Beschouwing van de theorie en praktijk**

De op basis van de literatuur verwachte prijsdaling als gevolg van de beperking van het beschikbare inkomen, besteedbare vermogen en de bereikbaarheid van vreemd vermogen, heeft plaatsgevonden. De vraag of deze beperking voortkomt puur uit de hervorming of uit de gevolgen van de financiële crisis, blijft open staan. De lage rentestand levert een positief impuls aan de bestedingen van consumenten en investeerders. Hierdoor is er mogelijk sprake van een demping van de waarde correctie van de koop- en huurwoningen. De lage rentestand maakt dat consumenten meer budget hebben voor aflossing. Daarmee zijn de gevolgen van de hervorming minder voelbaar. Het huurprijsniveau in algemene zin is gestegen gedurende de crisis. Dit is mede gestimuleerd door de hervorming, maar ook door de schaarste in de huurwoningmarkt die ook deels voortvloeit de verminderde toegankelijkheid van de koopsector.

Zowel de financiële parameters, de theorie als de expertinterviews laten zien dat commerciële investeringen in gereguleerde huurwoningen op dit moment minder rendabel zijn. Dit is vooral te

wijten aan het wegvloeien van een te groot deel van de inkomsten stroom. Doordat de overheidsbemoeyenis zicht heeft uitgebreid met de verhuurdersheffing naast de jaarlijkse huurverhoging, is enerzijds het rendement gedaald en anderzijds het exploitatierisico verder toegenomen. Dit type product is tevens vanuit verkooppogpunt (uitponing) minder interessant. De doelgroep om voormalig gereguleerde huurwoningen te komen beschikt veelal over minder eigen middelen, waardoor de beperkingen van de LTV en de verplichting de lening in 30 jaar geheel af te lossen de maandelijkse lasten verhogen. De afweging tussen kopen en huren zal hierdoor eerder richting huur uitslaan.

De interesse vanuit investeerders in huurwoningen is in de afgelopen jaren sterk toegenomen. De investeringsklasse heeft laten zien een relatief stabiel rendement te bieden in een economisch moeilijke periode. Een deel van de investeerders wil graag profiteren van het mogelijke herstel (opportunistisch), een ander deel van de investeerders zoekt langjarig een stabiele kasstroom en is op basis van de laatste crisis van mening dat huurwoningen dit biedt tegen een laag risico (core). Eventuele stagnatie op de particuliere koopwoningmarkt biedt de investeerder in haar rol als 'initiator' van nieuwbouwontwikkeling kansen. In de grotere steden is dit momentum waarschijnlijk wel van korte duur door de hoge vraag naar koopwoningen.

Uit het onderzoek komt naar voren dat de tweedeling in de woningmarkt in de komende periode groter lijkt te worden. Investeerders richten zich vooral op de economisch sterke regio's, waardoor er in de minder sterke regio's beperkte sprake is van toevoeging van de portefeuille. Ook zijn de investeerders unaniem en zullen zij op dit moment niet investeren in nieuwe gereguleerde huurwoningen en is het wenselijk de bestaande portefeuille te verkleinen. Ondanks dat de bezettingsrisico's erg laag zijn, levert het voor hen een te laag rendement op en zijn de onzekerheden als gevolg van de toegenomen overheidsbemoeyenis te groot.

### **6.3 Kansen voor beleggers in huurwoningen**

Het risicoprofiel van woningen als investering wordt nog steeds als laag ingeschat, vooral door de zeker inkomstenstroom vanuit de huur en de historisch lange positieve waarde ontwikkeling. Daarmee is er veel kapitaal geïnteresseerd om te investeren in dit product. De focus van de investeerders is als gevolg van de hervormingen op de huurmarkt wel verder opgeschoven naar het geliberaliseerde deel van de huurmarkt.

Daarnaast zijn de locaties cruciaal voor deze investeerders. In de crisis hebben de sterke regio's minder verval laten zien en zijn ze in het herstel veerkrachtiger gebleken. Tegelijk zijn particulieren beperkt in het verkrijgen van een hypothecaire lening. Dit biedt kansen voor de investeerders om nieuwe projecten te verwerven. Een lagere vraag vanuit de koopmarkt leidt tot minder vraag naar gronden voor deze doelgroep. Vanuit een residuele benadering leidt dit tot prijsverlaging in de grond en de investeerder heeft in de huursfeer minder afzet risico's, dan kan zij haar rendement behalen en een duurzaam stabiele kasstroom realiseren. Een lager risico en een bijbehorende rendementseis maakt dat commerciële investeerders meer competitief.

De bestaande portefeuille 'geliberaliseerde' woningen zal profiteren van de toenemende druk op deze markt. Dit zal leiden tot lagere leegstand en hogere huren. Betere resultaten trekt concurrentie aan, daartoe is het noodzakelijk om de kwaliteit van het product op peil te houden.

De keuze voor dispositie van complexen of eenheden zijn direct verbonden met de individuele strategie van de eigenaar. Wel zullen de financiële parameters snel interessanter worden in de gebieden waar de leegwaarde ontwikkeling de huurgroei overstijgt.

## 7 Conclusies

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de beantwoording van de hoofdvraag en deelvragen van dit onderzoek. Op basis van de theoretische analyse, de historische marktdata, de portefeuille analyse van Investeerder X en de interviews afgenomen met de verschillende investeerders zijn de individuele deelvragen reeds behandeld.

### *De integrale hervorming van de woningmarkt*

De overheid heeft met de hervorming van de woningmarkt beoogd de fiscalisering van zowel de huur- als de koopmarkt te verlagen. De huurmarkt bestaat uit een zeer groot deel gereguleerde huurwoningen en een te klein deel vrije sector huurwoningen. De overheid streeft naar een groter aandeel vrije sector huurwoningen en een verkleining van de gereguleerde huursector. In Nederland is tevens het aandeel eigen woningbezit hoog, wat op zichzelf geen belemmering hoeft te zijn. Wel maakt de overheid zich zorgen over de hoogte van de hypothecaire schuld, die is voortgekomen uit de hypotheekrente aftrek (bedoeld om de maandelijkse lasten van eigen woningbezit te verlagen). De fiscale bijdrage alsmede de stimulans op het aantrekken en behouden van vreemd vermogen moet door de hervorming verminderen. Om de overgang niet met een schok te laten verlopen zijn er diverse maatregelen getroffen waarmee kopers fiscaal voordelig aan eigen middelen kunnen komen. Dit zijn maatregelen als de verlaging van de overdrachtsbelasting, verhoging van de vrijstelling van belastingvrije giften, langzame afbouw van de hypotheekrente aftrek, e.d..

Het pakket aan maatregelen ingevoerd door de overheid zorgt er voor dat de particuliere koper moet zorgdragen voor meer eigen middelen bij het kopen van een woning. Ook dient er door de eigen woningbezitter meer worden afgelost op het aangetrokken vreemd vermogen. Dit maakt dat de maandelijkse lasten toenemen bij een gelijkblijvende rente. Deze rente is echter gedurende de crisis sterk gedaald, waardoor de impact van de maatregelen beperkter lijkt.

Een deel van de doelgroep zal eerder kiezen voor het huren van een woning, dit blijkt mede uit de gestegen bezetting van de portefeuilles van de geïnterviewde investeerders.

De splitsing tussen het gereguleerde deel van de huurmarkt en de vrije sector wordt scherper. De inkomensafhankelijke huurverhogingen zorgen er voor dat 'niet kerndoelgroep' voor het gereguleerde segment met fors stijgende huurlasten te maken krijgen. Dit moet er toe leiden dat zij op een zeker moment een kwaliteitsafweging gaan maken. De investeerders zijn genoodzaakt zich nog meer te richten op de vrije sector huur. In theorie is de additionele huurverhoging mogelijk in staat om de verhuurdersheffing te compenseren. In praktijk blijkt echter dat de huren reeds dusdanig aan het markt niveau (of maximale toegestane huur niveau) zijn geoptimaliseerd, dat dit niet het geval is. De corporaties moeten de aanvulling / verjonging van de gereguleerde portefeuille verzorgen. Ook richten de commerciële investeerders zich steeds meer op de sterke regio's in Nederland, dit om langjarige groei te kunnen waarborgen in de huur en de waardeontwikkeling. De voorraad in de zwakkere regio's in Nederland zal daarmee beperkte vernieuwing kennen. Bij een daling in vraag zal, om leegstand te voorkomen, de huurprijs dalen in deze regio's. Dit kan als bijkomend gevolg hebben dan de huur van nu vrije sector daalt onder de liberalisatiegrens, met de overheidsregulering tot gevolg.

De beperking van de fiscalisering van de woningmarkt lijkt op dit moment te slagen, al zal de impact pas beter zichtbaar worden wanneer de rente terug is op het niveau aan het begin van de crisis. In gebieden met sterke schaarste zal de prijs wellicht minder hard stijgen. In de zwakke gebieden zal dit

mogelijk nog tot een verdere prijsdaling leiden, die nu als gevolg van de lage rente gestabiliseerd is. Om de toenemende vraag naar vrije sector huurwoningen te kunnen bedienen zal de voorraad van deze woningen moeten groeien. Dit kan door nieuwbouw, liberalisering van bestaande gereguleerde voorraad of toevoeging vanuit het koopsegment (al is dat er gefragmenteerd).

#### *Waardering van woningbeleggingen*

In de waardering van de woningbeleggingen spelen de gebeurtenissen op de particuliere woningmarkt een belangrijke rol. Allereerst kan de consument voor wonen kiezen tussen het huren of het kopen van een woning. Daarmee is er sprake van concurrentie tussen beide segmenten. Mede als gevolg van de aftrekbaarheid van de rente is een particulier in veel gevallen in staat een hogere prijs voor een lege woning te bieden dan een investeerder. Daarmee is de waarde van een verhuurde woning veelal lager dan de waarde van een lege woning. Een huuropzegging biedt de investeerder de keuze om de woning opnieuw te verhuren of te verkopen aan een eigenaar / gebruiker. Dit scenario biedt in de kasstroom van de investeerder een kans waarbij een positieve marge geïncasseerd kan worden. Het verwachte moment waarop de investeerder deze marge kan incasseren, de mogelijke huurontwikkeling die doorgemaakt kan worden bepaald mede de waarde die de investeerder bereid is toe te kennen aan de investering.

De sterke prijsstijging of daling op de koopmarkt heeft daarmee impact op de waarde van de woningbelegging. De inkomstenstroom vanuit een huurcontract dempt het effect van een prijsstijging op daling. In grafiek 3.2 is de sterke verbinding tussen de waarde van lege woningen en van woningbeleggingen ook weergegeven.

#### *De functie van de woningbelegging in de portefeuille van beleggers*

Investeerders in woningen hebben hiertoe meerdere mogelijkheden, in Nederland is het participeren in zogeheten 'Non-listed' woningfondsen de meest voorkomende. De investeerders in deze fondsen zijn veelal pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Hun doelstelling is om te investeren ten einde te kunnen voldoen aan hun toekomstige verplichtingen jegens de verzekerden en pensioengerechtigden. Hiertoe is een stabiele en voorspelbare kasstroom nodig die bescherming biedt tegen inflatie. Woningen leveren een relatief goed rendement tegen een laag risicoprofiel. Door de grote hoeveelheid huurcontracten is de inkomstenstroom uit huren zekerder dan bij andere vastgoedinvesteringen. Vanuit het perspectief van schaarste en de grote hoeveelheden contracten is er zelden sprake van grootschalige leegstand en kunnen dividenden worden voldaan. Daarnaast hebben woningen historisch een sterke waardegroei laten zien, waardoor boven op de stabiele kasstroom een aantrekkelijk indirect rendement kon worden genoten. Het feit dat woningen kunnen worden verhuurd en verkocht biedt de investeerder een nog lager risico, omdat in het kader van verversing van de portefeuille meerdere strategieën mogelijk zijn. Woningbeleggingen moeten derhalve binnen de portefeuille zorgen voor een goede basis van stabiele inkomsten. Het rendement is veelal hoger dan bij vast rentende waarden, tegen een beperkt hoger risico.

#### *Strategische overwegingen voor woningbeleggers*

De hervormingen die zijn doorgevoerd hebben impact op de doelstellingen van de commerciële investeerders in woningen. De investeerders die woningen in het gereguleerde segment bezitten zijn geconfronteerd met een daling van het netto resultaat uit de belegging als gevolg van een overheidsmaatregel. Doordat deze investeerders al streefde naar opbrengst optimalisatie zijn de woningen waar mogelijk verhuurd tegen markthuren of maximaalredelijke huren indien de



markthuur hierdoor beperkt wordt. De extra inkomsten vanuit de hervorming zijn hierdoor beperkt, volgens de geïnterviewde investeerders. Door het verschil in type gereguleerde woningen, verschilt dit wel per investeerder. Binnen de portefeuille van Investeerder X is naar voren gekomen dat mede door de hervormingsmaatregelen delen van de gereguleerde portefeuille kunnen verschuiven naar het geliberaliseerde deel van de markt. Dit resulteert in een hogere huuropbrengst en het vervallen van de verplichting van de verhuurdersheffing.

Ook heeft de crisis laten zien dat in de sterke economische regio's de huurontwikkeling positief is geweest en de bezetting in stand is gebleven. Met het oog op de gewenste stabiele en groeiende inkomstenstromen zijn dit de gebieden waarin investeerders met een langjarige horizon moeten investeren. De implementatie van de WOZ-waarde in de WWS punten maakt dat de huurmarkt ook dichter bij de koopmarkt komt te liggen.

*Hoe kunnen commerciële verhuurders van woningen de waarde van hun portefeuille optimaliseren, anticiperend op de gevolgen van de 'integrale hervorming van de woningmarkt'?*

De initiële verwachting bij het stellen van bovenstaande vraag was dat het beperken van verkopen de impact van de maatregelen op de particuliere koopmarkt zoveel mogelijk zou beperken. Dit vanuit het kasstroomperspectief in relatie tot de doelstelling van de investeerders (stabiele inkomstenstroom). De positieve ontwikkeling van de huurniveaus en rustig herstel van de leegwaarde niveaus biedt de investeerder het meeste waarde potentieel. Daarbij zou een optimalisatie kunnen plaatsvinden tussen gebieden waarbij een sterker herstel en een zwakker herstel verwacht wordt.

Het invoeren van de verhuurdersheffing en de daaraan verbonden additionele huurverhoging en inkomensafhankelijke huurverhoging heeft echter een bewezen negatief effect op het directe rendement. Binnen de portefeuille van Investeerder X is dit effect negatief ingeschat bij een allocatie van meer dan 9,7% binnen de portefeuille. Bij andere geïnterviewde investeerders, kwam naar voren dat bij een allocatie van circa 18% gereguleerde huurwoningen, dat het totale directe rendement met 20 basispunten verlaagt. Gereguleerde huurwoningen in sterke regio's kennen een hogere verhuurdersheffing als gevolg van de hogere WOZ waarde.

Dit maakt dat het loont om de strategie om in een eerste periode geen woningen te verkopen te nuanceren. Op basis van het bovenstaande lijkt het aantrekkelijk om gereguleerde huurwoningen, die zich bij mutatie niet kunnen kwalificeren als geliberaliseerde huurwoning, in sterke regio's eerder uit te ponden of als complex te verkopen. Deze complexen bieden relatief veel potentie op de langere termijn, maar zorgen nu voor een laag direct rendement als gevolg van een hoge verhuurdersheffing. Voor beleggers met een andere investeringsdoelstelling hebben deze woningen wellicht een hogere waarde.

Bij de initiële verwachting is gesproken over toenemende exploitatielasten bij een stijgende portefeuille leeftijd. Dit komt ook terug uit de verschillende interviews, het ARC Fund heeft de jongste leeftijd (9 jaar) en de laagste exploitatielasten (21% van de huurinkomsten); CBRE GI heeft een gemiddelde leeftijd van 18,1 jaar en 24% exploitatielasten en Vesteda heeft een gemiddelde leeftijd van 32 jaar en 26% exploitatielasten. In sterke regio's kan de verhuurdersheffing en stijgende lasten in een herstellende koopmarkt in de hold / sell overweging wellicht op een eerder moment in beeld dan in minder sterke regio's.

In de op lange termijn minder sterke regio's kan nog steeds sprake zijn van een schaarste in de koop- of huurmarkt, waarop de investeerder kan inspelen. Ook kan het lonen om de ruimte die de inkomensafhankelijke huur biedt te benutten. De voortzetting van deze investeringstermijnen is echter meer een beslissing op tactisch niveau. Welke kansen kunnen er gecreëerd worden.

Door de stimulans vanuit de overheid naar een grotere vrije huursector, ten koste van het gereguleerde segment en de particuliere koopmarkt ontstaan er kansen voor de commerciële investeerders op de grondmarkt. Ontwikkelaars zullen op veel plaatsen meer risico ervaren in het prijsniveau en de afzet van woningen in de particuliere koopsfeer. Dit terwijl er wel vraag is naar de woningen. Wanneer een investeerder een grotere hoeveelheid woningen kan afnemen en het afzetrisico kleiner wordt als gevolg van de toegenomen vraag, biedt dit mogelijkheden om te passen binnen de rendementseis van de investeerder en kan de voorraad uit breiden. In de ontwikkeling van woningen is het essentieel om naast rekening te houden met de actuele en toekomstige marktvraag ook een scherpe inschatting te maken dat alle lay-outs zich kwalificeren als geliberaliseerde huurwoning. Dit om buiten de overheidsregulatie te blijven.

## Bibliografie

Werkgroep Wonen. (2010). *Wonen: Brede heroverweging*. Inspectie der Rijksfinancien. Den Haag: Bureau beleidsonderzoek.

Özdemir, E., & Ward, T. (2009). *Research note no.1: Housing and social inclusion*. European Directorate General Employment, Social affairs and Equal Opportunities. European Commission.

ABN AMRO N.V. (2012, februari). *Introductie rentemanagement*. 32.

Aedes, Woonbond, Vereniging EigenHuis, NVM, VBO Makelaar en Vastgoed Pro. (2012). *Woningmarktplan: Plan voor integrale hervorming van de woningmarkt. "Wonen 4.0"*.

Anderson, F., & Funderburg, D. (1989). Real Estate Valuation: a pedagogical approach. *The Appraisal Journal*, 221-232.

Bartelsman, E., Beetsma, R., Bennink, H., Boot, A., Bovenberg, L., Brounen, D., et al. (2012). *Zes stappenplan - Naar een duurzame financiering van de woningmarkt*.

Blok, S. (2013, mei 8). Kamervraag over liberaliseren huurwoningen uit het gereguleerde segment. Den Haag: Ministerie van Binnenlandse zaken en Koninkrijksrelaties.

Boelhouwer, P., & Lamain, C. (2012). *De Woningmarkteffecten van het plan voor een integrale hervorming van de woningmarkt: Wonen 4.0*. Onderzoeksinstituut OTB. Delft: Technische Universiteit Delft.

CBS. (2012, mei). *CBS Statline*. Opgeroepen op mei 12, 2012, van CBS.nl: [statline.cbs.nl](http://statline.cbs.nl)

CBS Statline. (2014, 6 6). *Voorraad woningen en niet-woningen*. Heerlen, Limburg, Nederland.

CBS. (2014, 07 14). *Statline.cbs.nl*. Opgehaald van <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?DM=SLNL&PA=70675NED&D1=0&D2=a&VW=T>

Centraal Fonds Volkshuisvesting. (2012, juni 6). *www.cfv.nl*. Opgehaald van [www.cfv.nl](http://www.cfv.nl): [http://www.cfv.nl/taken/informatievoorziening/de\\_corporatiesector\\_in\\_cijfers](http://www.cfv.nl/taken/informatievoorziening/de_corporatiesector_in_cijfers)

Commissie Sociaal-Economische Deskundigen. (2010). *Naar een integrale hervorming van de woningmarkt*. Sociaal-Economische Raad. Den Haag: Sociaal Economische Raad.

Conijn, J. (2006). De Koopsector: Een versturende factor op de woningmarkt. *ESB*, 630-633.

Conijn, J., & Schilder, F. (2011, april). De haalbaarheid van markthuren. *Real Estate Research Quarterly*, 5-12.

De Vries, P., & Boelhouwer, P. (2005). Local Housing price developments and housing supply. *Property Management*, 23 (2), 80-96.

Doodeman, M. (2013, 6 18). *Cobouw - Nieuws*. Opgeroepen op 7 5, 2014, van [www.cobouw.nl](http://www.cobouw.nl): <http://www.cobouw.nl/nieuws/algemeen/2013/06/18/bodem-woningbouwproductie-ligt-op-48.500-stuks>

- Eichholtz, P., Hilverink, H., & Theebe, M. (2000, oktober 13). Woningen in de Pensioenportefeuille. *Economisch Statistische berichten* , 812 - 815.
- Elsinga, P., Jong-Tennekes, M. d., & Heiden, H. v. (2011). *Crisis en woningmarkt*. Onderzoeksinstituut OTB. Delft: Technische Universiteit Delft.
- Englund, P., Hendershott, P., & Turner, B. (1995). The tax reform and the housing market. *Swedish Economic Policy Review* , 319-356.
- Gool, P. v., Brounen, D., Jager, P., & Weisz, R. (2007). *Onroerend goed als belegging*. Groningen / Houten: Wolters Noordhoff.
- IPD Netherlands. (2014). Index Spreadsheet 2013. Almere.
- IPD Netherlands. (2014). Nederlandse Vastgoed Index 2013. Almere: Investment Property Databank Netherlands.
- IVBN. (2012, mei 12). *IVBN.nl*. Opgeroepen op mei 12, 2012, van [www.ivbn.nl](http://www.ivbn.nl)
- Jones Lang LaSalle B.V. (2011). *Woningmarkt Special: woningmarkt in onbalans*. Amsterdam: Jones Lang LaSalle.
- Levin, E., & Price, G. (2009). What determines the price elasticity of house supply? Real interest rate effects cyclical Asymmetries. *Housing Studies* , 24 (6), 713-736.
- Minister voor Wonen en Rijksdienst. (2015, juli). Besluit tot wijziging huurprijsbeleid wonen.
- Minister voor Wonen en Rijksdienst. (2013, 09 18). Integrale visie op de woningmarkt. Den Haag, Nederland: Eerste Kamer der Staten Generaal.
- Ministerie van BZK. (2013, 06 22). Opgeroepen op 06 22, 2013, van <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/huurwoning/huurverhoging/extra-huurverhoging-hogere-inkomens>
- Nederlandse Vereniging van Makelaars. (2015, augustus 5). *NVM.nl*. Opgeroepen op augustus 5, 2015, van Historische woningmarktcijfers: [www.nvm.nl](http://www.nvm.nl)
- Ontwikkelingsbedrijf gemeente Amsterdam. (2012). *Grondprijzenbried 2012*. Amsterdam.
- Ontwikkelingsbedrijf gemeente Amsterdam. (2014, januari 22). Grondprijzenbrief 2014. Amsterdam, Noord Holland, Nederland.
- Ontwikkelingsbedrijf gemeente Amsterdam handleiding. (2014). Handleiding Grondprijsbepaling 2014. Amsterdam, Noord Holland, Nederland.
- Pas, L. v. (2013, 11 26). Opgehaald van [www.woningmarktcijfers.nl](http://www.woningmarktcijfers.nl): [http://www.woningmarktcijfers.nl/nieuws/ondanks\\_herstel\\_dalen\\_woningtransacties\\_met\\_8%25\\_in\\_2013.htm](http://www.woningmarktcijfers.nl/nieuws/ondanks_herstel_dalen_woningtransacties_met_8%25_in_2013.htm)
- Pas, L. v. (2013). *Woningmarktrapport Nederland 2012*. Heerlen.

- Rouwendal, J. (2011, juni). Hervorming woningmarkt kan niet zonder hervorming grondmarkt. *Real Estate Research Quarterly* , 21-28.
- Ten Have, G. (2007). *Taxatieleer Vastgoed 1*. Groningen / Houten: Wolters Noordhoff.
- Teuben, J. (2012, juni). Eigendom of huur vastgoed gemeenten. *Real Estate Research Quarterly* , 51-61.
- Teuben, J., & Konings, P. (2011). *De relatie tussen WOZ-waarde en de waarde in verhuurde staat van verhuurde woningen*. Investment Property Databank Netherlands. Almere: IPD.
- van Duijn, R.-J. (2013). *De invloed van hypotheekvoorwaarden op de prijsontwikkeling van koopwoningen*. Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam.
- Verbruggen, J., Kranendonk, H., Leuvensteijn, M., & Toet, M. (2005). *Welke factoren bepalen de ontwikkelingen van huizenprijzen in Nederland*. Centraal Plan Bureau. Den Haag: CPB Document.
- Windhorst, J. (2010). *Determinanten van de BAR op woningbeleggingen - Master Thesis*. Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam: ASRE.

# Bijlagen



*Bijlage 1 - Contract huur afgezet tegen maximaal redelijke huur*

**Overzicht impact scenario-analyse**

<b>Gevoeligheids analyse Impact Contante waarde</b>	<b>-16%</b>	<b>-14%</b>	<b>-13%</b>	<b>-12%</b>	<b>-10%</b>
Scenario 1)	1128,2	1128,2	1128,2	1128,2	1128,2
Scenario 2)	1011,5	1020,7	1029,8	1039,0	1048,2
Scenario 3)	1026,9	1034,4	1041,9	1049,5	1057,0

<b>Procentuele afwijking gevoeligheidsanalyse</b>	<b>-20%</b>	<b>-10%</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>
<b>Shock op leegwaarde</b>	<b>-16%</b>	<b>-14%</b>	<b>-13%</b>	<b>-12%</b>	<b>-10%</b>
Scenario 1)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Scenario 2)	-1,8%	-0,9%	0,0%	0,9%	1,8%
Scenario 3)	-1,4%	-0,7%	0,0%	0,7%	1,5%

<b>Procentuele waarde daling tov Scenario 1</b>	<b>-16%</b>	<b>-14%</b>	<b>-13%</b>	<b>-12%</b>	<b>-10%</b>
Scenario 1)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Scenario 2)	-10,3%	-9,5%	-8,7%	-7,9%	-7,1%
Scenario 3)	-9,0%	-8,3%	-7,6%	-7,0%	-6,3%
Scenario 2) ex huurmaatregelen	-9,8%	-9,0%	-8,1%	-7,3%	-6,5%
Scenario 3) ex huurmaatregelen	-9,6%	-9,0%	-8,3%	-7,6%	-7,0%

## Overzicht Mutatie leegwaarde portefeuille Investeerder X

Mutatie in %	Δ WOZ Totaal	Δ WOZ Reg	Δ WOZ Lib
01 Groningen	-15,9%		-15,9%
03 Drenthe	-12,3%	-12,3%	
04 Overijssel	-11,8%	-14,5%	-13,2%
05 Gelderland	-12,9%	-20,1%	-12,6%
06 Utrecht	-13,9%	-16,5%	-14,0%
07 Noord-Holland	-7,1%	-6,8%	-8,3%
08 Zuid-Holland	-11,3%	-14,0%	-11,4%
09 Flevoland	-11,3%	-10,9%	-14,0%
11 Noord-Brabant	-11,7%	-11,3%	-13,1%
12 Limburg	-13,2%	-18,8%	-13,6%
<b>Totaal</b>	<b>-9,9%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>-10,8%</b>



## Overzicht geregeleerde portefeuille Investeerder X

Provincie	2012				2014					Mutatie	
	CH Reg p/u	Mxr Reg p/u	% CH van MxR	# Units	CH Reg p/u	Mxr Reg p/u	% CH van MxR	Δ in % CH/MxR	# Units	Δ # units	
01 Groningen											
02 Friesland											
03 Drenthe	€ 552	€ 781	71%	244	€ 602	€ 765	79%	8%	147	-39,8%	
04 Overijssel	€ 589	€ 742	79%	201	€ 624	€ 777	80%	1%	140	-30,3%	
05 Gelderland	€ 594	€ 774	77%	103	€ 623	€ 793	79%	2%	73	-29,1%	
06 Utrecht	€ 585	€ 810	72%	29	€ 605	€ 861	70%	-2%	12	-58,6%	
07 Noord-Holland	€ 597	€ 761	78%	603	€ 637	€ 808	79%	0%	382	-36,7%	
08 Zuid-Holland	€ 611	€ 691	88%	255	€ 642	€ 723	89%	0%	227	-11,0%	
09 Flevoland	€ 571	€ 814	70%	100	€ 620	€ 864	72%	2%	84	-16,0%	
11 Noord-Brabant	€ 634	€ 972	65%	123	€ 675	€ 1.022	66%	1%	56	-54,5%	
12 Limburg	€ 625	€ 715	87%	242	€ 661	€ 722	92%	4%	170	-29,8%	
<b>Totaal</b>	€ 597			1900	€ 635				1291		

### Overzicht huurverhoging uit indexatie 2012 - 2014

Provincie	Verhoging	CH 2012	#Units
03 Drenthe	8,67%	€ 583,63	77
04 Overijssel	7,89%	€ 593,06	155
05 Gelderland	8,88%	€ 597,01	88
06 Utrecht	8,92%	€ 590,21	17
07 Noord-Holland	8,76%	€ 600,53	508
08 Zuid-Holland	8,40%	€ 602,94	167
09 Flevoland	8,20%	€ 577,73	63
11 Noord-Brabant	9,16%	€ 639,19	64
12 Limburg	8,27%	€ 626,36	215
Totaal	8,54%	€ 603,24	1.354

## Overzicht impact verhuurdersheffing

	# Units	WOZ	Heffing	Lib grens	Heffings tarief	Procentueel van Gereguleerde huur	% heffing van Totale huur
Gereguleerd 2014	1274	€ 202.017.500	€ 769.686,68	710,68	0,381%	8,40%	0,56%
Gereguleerd 2015	1075	€ 180.108.671	€ 808.687,93	710,68	0,449%	10,49%	0,57%
Gereguleerd 2016	816	€ 138.860.048	€ 681.802,84	710,68	0,491%	11,85%	0,47%
Gereguleerd 2017	619	€ 107.734.234	€ 577.455,49	710,68	0,536%	13,37%	0,39%

## Interview – Strategie & Beleid woningportefeuille

Naam: .....

Functie: Head Asset Management Residential Investeerder X

### Introductie

In 2010 heeft de SER de CSED onderzoek laten doen naar de hervorming van de Nederlandse woningmarkt. Dit met als doel om te komen tot een substantieel minder gesubsidieerde woningmarkt, waarin weer dynamiek terugkeert en waarbij sprake is van een eigendom neutrale markt. De CSED heeft op basis van haar onderzoek diverse hervormingsvarianten aangedragen. De variatie zit voornamelijk in de snelheid waarmee hervormingen worden doorgevoerd. In de kern komen de wijzigingen neer op het meer marktconform maken van de prijzen op de huurmarkt, het verlagen van de hypotheekrente aftrek (of in verder gaande vorm het onttrekken van eigenwoning bezit aan de inkomsten belasting en verplaatsen naar vermogensbelasting) en het wegnemen van belemmeringen zoals overdrachtsbelasting. De lagere inkomens moeten, los van het feit of zij huren of een woning in eigendom hebben, gesteund worden in het beheersbaar houden van hun woonlasten.

De CSED wil de lasten en opbrengsten van de hervorming eerlijk verdelen. Zij stelt daarom voor om de waarde stijging die de commerciële verhuurders van woningen, als gevolg van de stijging van de huuropbrengsten, doormiddel van een éénmalige heffing dient te worden afgeroomd. Deze stelling wordt in mijn onderzoek nader onderzocht, omdat de huuropbrengst niet de enige determinant is van invloed op de waarde van de portefeuille van de institutionele belegger. Op basis van literatuuronderzoek en analyse van enkele marktdatabases (IPD en NVM), ben ik gekomen tot een model waaruit de gevolgen van de voorgestelde hervorming naar voren komen. Dit interview en de door u verstrekte data dient ter analyse van de huidige portefeuillestrategie en de mogelijke gevolgen van de hervorming van de Nederlandse woningmarkt voor de portefeuille bij voortzetting van de huidige strategie. Daarnaast leidt het onderzoek tot aanbevelingen om de impact van de hervorming op de portefeuille te beperken. Mogelijke gevolgen voor strategische pijlers van Investeerder X zullen hierbij ook worden aangemerkt.

### Algemeen

1. Kunt u een korte beschrijving geven van de uw organisatie?

*Institutionele belegger X opereert als management organisatie en belegt en beheert de gelden toegewezen door de participerende (pensioen)fondsen. Wij adviseren de fondsen in hun ALM-studies over de allocatie van de middelen. Als fondsbeheerder investeren wij in woningen, winkels en kantoren. Wonen is ons omvangrijkste fonds.*

*Onze fondsen staan open voor institutionele beleggers uit binnen- en buitenland. De fondsen zijn niet beschikbaar niet over vreemd vermogen.*

## 2. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van beleggen?

*- Nu en in de toekomst in staat te zijn de uitkeringsverplichting van de pensioenfondsen te kunnen voldoen;  
- Daartoe is het realiseren van een stabiel rendement ons kern doel. Focus ligt daarmee altijd op het directe rendement.*

*Onze missie is om een op een verantwoorde manier als institutionele belegger stabiele rendementen te behalen. Wij doen dit door zelf de nationaal kernsector fondsen te managen en wereldwijd te beleggen in vastgoed investeringen.*

## 3. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van het beleggen in verhuurde woningen?

*Wij beleggen in woningen om binnen de totale beleggingsmix voldoende diversiteit en stabiliteit te generen. De doelstelling die wij hebben met de allocatie in verhuurde woningen is een stabiele return met de zekerheid van groei. Deze assetklasse heeft tevens de meest betrouwbare inflatiedekking, hetgeen voor pensioenfondsen van groot belang is. Op basis daarvan zit er al groeipotentie in het directe rendement.  
Wij hebben, op basis van de marktkenmerken, een primaire levensbehoefte en de verwachte toename van het aantal huishoudens, ook de verwachting dat er nog los van de inflatie groei zit in deze sector.*

- Welke tijdslijn geldt voor deze doelstelling?  
*Wij verjongen ieder jaar met circa 5%, dus een investeringsbeslissing gaat uit van 20 jaar. Daarnaast kan om moverende redenen het portefeuille beleid in tussenliggende tijd wel aangepast worden.*
- Wat zijn voor uw organisatie alternatieven voor het investeren in verhuurde woningen?  
*Niet op basis van dezelfde kenmerken.*
- Hoe ziet de cashflowplanning van de aandeelhouder er uit?  
*Initieel gaat het om een constante uitkering. Hierbij wordt rond 2020-2025 een lichte piek verwacht, waarbij een daling zal plaatsvinden van het aantal contribuanten en een stijging van het aantal uitkeringsgerechtigden.*

## 4. Hoe vertaalt deze bedrijfsdoelstelling zich in jullie beleggingsstrategie?

*Om de doelstelling zo goed mogelijk te realiseren investeren wij nu volgens de volgende strategie:*

- 80% van de investeringen vinden plaats in de kernregio (Randstad, Grote steden, geen krimp)*
- Focus op wonen (grondgebonden)*

- Senioren – woonzorgcomplexen – één exploitant met een huurcontract, daaronder hangen bewoners met een eigen huurovereenkomst. Laag risico en sterk groeiende vraag voor de komende 25 jaar.  
- Starters woningen in de grotere steden, met een huur tussen de € 650 en € 850. Dat kon eerst niet uit vanwege de te hoge grondprijs en beperkingen in huur. Nu is het vrij.

5. Wat zijn de belangrijkste pijlers in de portefeuillestrategie voor Investeerder X?

1) Direct rendement (met stip!!!)  
2) Leeftijdsopbouw van de objecten  
3) Daadwerkelijke verwervingspercentage in kernregio's (minimaal 80%)  
4) Duurzaamheid, en dat gaat verder dan EPC. 90% van onze portefeuille heeft een groen label. Daarnaast gaat het om sociale duurzaamheid (veiligheid)  
5) Bezettingsgraad  
6) ontwikkeling huurpotentie – wordt de verwachte groei behaald?

6. Op welke wijze wordt de performance op deze pijlers gemeten?

Continue monitoring van 1,5 en 6. De overige zaken worden bij investeringsbeslissingen en budgettering gemeten.

7. Hoe verhoudt zich voor Investeerder X het belang tussen direct en indirect rendement?

Beleid en strategie is volledig geënt op het behalen van een stabiel direct rendement, bruikbaar voor pensioenuitkering door onze aandeelhouders.  
Indirect rendement heeft ons in het verleden veel opgeleverd, maar was nooit als zodanig ingecalculerd. Indirect rendement zien wij enkel als papieren rendement, totdat je verkoopt.

8. Op welke wijze wordt het rendement van de portefeuille van Investeerder X beïnvloed door de huidige situatie op de woningmarkt?

*De stagnatie op de markt voor koopwoningen raakt ons zodanig dat de leegwaarde van onze portefeuille is gedaald. De uitponing loopt langzamer, waardoor je feitelijk een grotere verkoopvoorraad moet hebben. Wij hebben ook besloten niet uit te ponden, maar complexen te verkopen. De leegwaarde ontwikkeling beïnvloed onze beleggingswaarde. Daarnaast zien wij een stijging van de huuropbrengst door een schaarste in een deel van de markt. Onze portefeuille ligt voor een groot deel in de kernregio. Een belangrijk deel daarvan heeft schaarste punten toegekend gekregen. Dit is niet genoeg om de leegwaarde daling te compenseren, maar draagt wel bij aan onze doelstelling.*

9. In welke mate ziet u de huurinkomsten ontwikkeling in staat om een mogelijk negatief indirect rendement te compenseren?

*Niet in zijn geheel. Onze portefeuille heeft maar een beperkt aandeel in de gereguleerde huursector, daardoor profiteren wij maar beperkt van de toevoeging van de schaarste punten. Wel profiteren we van de stagnerende koopmarkt. De beperkte mogelijkheid om financiering te krijgen dwingt mensen om een huurwoning te betrekken.*

*Ook zien wij dat de investeringen in energielabels bijdragen aan het realiseren van betere huren.*

10. Hoe is de huidige portefeuille opgebouwd? {wordt ten behoeve van de vertrouwelijkheid in verhouding geformuleerd en ter goedkeuring voorgelegd}

- a. Omvang portefeuille:
- b. Verhouding actuele huur / leegwaarde: 4%
- c. Samenstelling type woningen: 54% MGW / 46% EGW
- d. Gemiddelde leeftijd van de woningen: 16,9 jaar
- e. Spreiding (schaarste gebied of niet): 78% Kernregio, daarvan is 60% schaarste gebied
- f. Verhouding gereguleerd / geliberaliseerd: 25% / 75%
- g. Huurniveau bij gereguleerde huur % van maximaal redelijk: 95%
- h. Gemiddelde exploitatielasten: ca. 20% is vrij hoog, maar historisch zo gegroeid, wij verzorgen ons product erg goed.

11. Hoe ziet voor Investeerder X de gewenste (ideale) portefeuille er uit?

*Eigenlijk zijn wij zeer blij met de portefeuille zoals deze is. Verbeteringen kunnen zijn:*  
*- Lichte groei in het segment € 650 – 800, segment met zeer beperkt risico, geen leegtand. Het is er nu onvoldoende.*  
*- nog meer anticiperen op de vergrijzing. De voorzieningen moeten goed zijn en de alternatieve aanwendbaarheid moet ook passen op de locatie. Geen gecombineerde investeringen in één fonds (dus zelf investeren in de voorzieningen en de woningen).*

12. Op welke factoren stuurt Investeerder X ten einde de waarde van haar investeringen te optimaliseren?

- a. Verduurzaming: Eisen mbt leeftijd, investeringen, etc
- b. Verjonging: % per jaar verkoop % per jaar aankoop
- c. Strategische allocatie (geografisch / type)
- d. Andere....

*a) hangt helemaal van het product af. Jaren '30 nog altijd zeer populair. Jaren '70 is zo goed als uit onze portefeuille. Wij hebben een inkooppeik gekend in de jaren '80. Daarin hebben wij recent veel geïnvesteerd met betrekking tot EPC's e.d.*

*b) 5% per jaar verkoop gewenst, maar is nu geen must. en 5-7% per jaar inkoop. Wij willen, mogen en kunnen nog steeds groeien.*

*c) Kernregio – Randstad en waar mogelijk EGW's tenzij senioren of starters.*

13. Hoe ziet de huidige strategie er op bovenstaande punten (Nr.12) uit?

*Is reeds bij vraag 4 besproken.*

*Als het product dat e bezit goed is en door slim te investeren nog lang mee kan, dan overwegen wij dat. Spreiding van het kwalitatief goed bezit in sterke markten is voor ons van groot belang.*

14. Op welke wijze stuurt Investeerder X bij verjonging? (Op aantallen of op kapitaalswaarde?) Hoe ligt de verhouding in aantallen verkoop en aantallen aankoop?

*Alles wordt gestuurd op kapitaalswaarde. Naar aantallen kijken we wel, maar dat is meer op het niveau van acquisitie. De verhoudingen tussen leegwaarde en oppervlakte en leegwaarde en huuropbrengst moeten goed zijn.*

15. Is het binnen de afspraken met de aandeelhouder mogelijk om het woningfonds in omvang (aantallen) te laten variëren ten einde waarde te optimaliseren? Zo ja, graag toelichten.

*De pensioenfondsen voelen zich comfortabel bij de huidige omvang van de woningportefeuille en willen hierin zelfs uitbreiden. Dit wordt deels veroorzaakt door de huidige marktsituatie en de kansen die zich daarin voordoen. Ter indicatie, vijf tot drie jaar geleden moesten wij nog afbouwen in het woningsegment.*

*We kunnen dus of meer inkopen of gelijk inkopen en minder verkopen, daarin zijn we vrij, zolang de keuzes maar passen binnen de gekozen strategie en doelstellingen.*



16. Welke gevolgen voorziet u, op basis van de huidige prestaties van de portefeuille, voor het exploitatieresultaat van de portefeuille indien de gemiddelde leeftijd van de portefeuille sterk toeneemt?
- Op het gebied van leegstandsrisico
  - Mutatiesnelheid en kosten
  - Exploitatiekosten (als % van de huuropbrengst)
  - Verkoopbaarheid (uitponing of complex verkoop)
  - Anders.

*a) Zolang je investeert op kwaliteit en je product kan laten aansluiten op de doelgroep (kernregio's) blijft het leegstandsrisico beperkt.*  
*b) Als het onderhoud en de presentatie goed is beheers je je mutatiegraden en kosten*  
*c) Oudere complexen vragen meer exploitatie / onderhoud dan jonge complexen (muv complexen waar veel installaties in zitten).*  
*d) Verouderde complexen verkopen als complex vaak moeilijker, al kan de prijsstelling vaak wel interessanter zijn. Met name woningen uit de jaren '50 en '70 kennen momenteel een moeilijke markt.*

17. Hoe ervaart u de discussie over de hervorming van de woningmarkt in relatie tot het risico / rendementsprofiel van de assetklasse wonen?

*Buitenlandse partijen kijken met onzekerheid naar NL.*  
*De markt heeft te maken met veel emotie, maar is velen maler stabiel dan beleggingen in kantoren.*

*Wonen heeft veel positieve punten, primaire behoefte, schaarste door veranderende samenstelling huishoudens, vergrijzing. Dit biedt veel kansen op stabiele rendementen met groeipotentie. De kern waarom wij investeren.*

18. Kunt u de volgende parameters die voor Inversteerder X gelden aangeven?
- Gehanteerd Internal Rate of Return: 7%
  - Totaal rendement 2011: 4,1%
  - Direct rendement 2011: 4%
  - Indirect rendement 2011: 0,1%
  - Huur / leegwaarde: 4%
  - Beleggingswaarde / leegwaarde: 74,5%
  - Jaarlijkse acquisitie (doelstelling): 5-7% van de portefeuille omvang
  - Jaarlijkse dispositie: circa 5% van de portefeuille, maar in huidige tijd kan het ook minder, we mogen groeien.
  - Dispositiestrategie: (Verhouding verkoop uitponing / verkoop complexgewijs) 5% uitponing, wordt steeds minder, 95% complexverkoop

## Interview – Strategie & Beleid woningportefeuille

Naam: H. Touw

Functie: Portefeuillemanager Vesteda

### Introductie

In 2010 heeft de SER de CSED onderzoek laten doen naar de hervorming van de Nederlandse woningmarkt. Dit met als doel om te komen tot een substantieel minder gesubsidieerde woningmarkt, waarin weer dynamiek terugkeert en waarbij sprake is van een eigendom neutrale markt. De CSED heeft op basis van haar onderzoek diverse hervormingsvarianten aangedragen. De variatie zit voornamelijk in de snelheid waarmee hervormingen worden doorgevoerd. In de kern komen de wijzigingen neer op het meer marktconform maken van de prijzen op de huurmarkt, het verlagen van de hypotheekrente aftrek (of in verder gaande vorm het onttrekken van eigenwoning bezit aan de inkomsten belasting en verplaatsen naar vermogensbelasting) en het wegnemen van belemmeringen zoals overdrachtsbelasting. De lagere inkomens moeten, los van het feit of zij huren of een woning in eigendom hebben, gesteund worden in het beheersbaar houden van hun woonlasten. Minister Blok heeft in de afgelopen jaren diverse regelgeving en wetgeving doorgevoerd om vorm te geven aan de gewenste hervorming.

De CSED wil de lasten en opbrengsten van de hervorming eerlijk verdelen. Zij stelt daarom voor om de waardestijging die de commerciële verhuurders van woningen, als gevolg van de stijging van de huuropbrengsten, doormiddel van een heffing dient te worden afgeroomd. Deze stelling wordt in mijn onderzoek nader onderzocht, omdat de huuropbrengst niet de enige determinant is van invloed op de waarde van de portefeuille van de institutionele belegger. Op basis van literatuuronderzoek en analyse van enkele marktdatabases (IPD en NVM), ben ik gekomen tot een model waaruit de gevolgen van de voorgestelde hervorming naar voren komen. Dit interview dient ter analyse identificatie en validatie van de strategische doelstellingen en uitdagingen van commerciële woning beleggers. Het moet bijdragen aan het in kaart brengen van de strategische uitdagingen als gevolg van de hervorming van de Nederlandse woningmarkt om de waarde van een portefeuille zoveel mogelijk te optimaliseren. Daarnaast leidt het onderzoek tot aanbevelingen om de impact van de hervorming op de portefeuille te beperken. Mogelijke gevolgen voor strategische pijlers van uw organisatie zullen hierbij ook worden aangemerkt.

### Algemeen

1. Kunt u een korte beschrijving geven van de uw organisatie?

Grootste woningfonds van NL voor gemene rekening enkel toegankelijk voor institutionele investeerders. Vesteda is een investeerder in coreproduct wonen, geen ontwikkelaar. Het fonds koopt gereed product (al dan niet middels forward funding) met het oog op waarde creatie voor de lange termijn, stabiele en voorspelbare inkomstenstromen (direct danwel indirect). Vesteda voert het portefeuille- asset en Property management inhouse uit.

2. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van beleggen?

Het genereren van een voorspelbare en constante inkomstenstroom op de lange termijn voor de participanten in het fonds, veelal pensioenfondsen en verzekeraars, dit tegen een zo laag mogelijk risicoprofiel. Hierbij zijn het beheersen van constant groeiende huurinkomsten en waardeontwikkeling de belangrijkste doelstellingen. Daarnaast kent het fonds vanuit de wens van de investeerders meer kapitaal te kunnen alloceren en daarmee te groeien naar een fonds van 30.000 eenheden. Dit maakt het management efficiënter door de kunnen profiteren van economies of scale en daarmee een verbeterd rendement voor de participanten.

3. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van het beleggen in verhuurde woningen, indien u ook in andere asset klasse investeert?

Vesteda investeert enkel in woningen. Andere real estate asset klassen komen alleen in beeld indien dit onlosmakelijk verbonden is met de woningen. Voor onze participanten dient een investering in ons fonds ten doel om risico's te spreiden en te verlagen. Dividenden zijn langjarig zeer constant.

- Welke tijdslijn geldt voor deze doelstelling? **Fonds is oneindig. Investerings worden getoetst op 10 - 15 jaars exploitatie. Dit betekent niet dat ze dan perse weer verkocht moeten worden.**
- Wat zijn voor uw organisatie of de investeerders in uw fonds alternatieven voor het investeren in verhuurde woningen? **Die zijn er erg weinig. Binnen vastgoed is retail erg constant, alleen zit dat momenteel op een andere positie in de cyclus. Transformaties kennen een hoger risico. Studentenhuisvesting en zorg zijn nog meer onderhevig aan regulering.**

**Buiten vastgoed is of het risico aanzienlijk hoger (aandelen) of het rendement lager (obligaties). Wellicht de opkomst van renewables.**

- Hoe ziet de cashflowplanning van de aandeelhouder(s) er uit? (is dit een constante uitkering, een einduitkering en wordt hier groei of krimp in verwacht? **De participanten zelf hebben hiertoe een planning, echter door de omvang van ons fonds zijn we zeer liquide. In de laatste jaren is er een sterke behoefte om meer middelen te investeren in woningen.**

#### 4. Hoe vertaalt deze bedrijfsdoelstelling zich in jullie beleggingsstrategie?

Onze strategie is reeds langjarig gelijk, waarbij we bijsturen op kansen en mogelijkheden. Om een core-investering te kunnen bieden investeren wij enkel in Nederland, de kerngebieden (vast te stellen op basis van research naar demografische en economische ontwikkelingen. Hierbij is een focus op het middensegment. Dit middensegment is per regio afhankelijk. In enkele grote steden ligt dit hoger dan in kleinere steden.

In basis richt het fonds zich op huren tussen € 710 - € 1.000 per maand. Dit wordt gestuurd door de huidige regelgeving. Op basis van de marktvraag ligt het middensegment van € 550 tot € 1.000. Door de huidige regelgeving kunnen wij echter niet voldoen aan onze rendementseis in de onderste regionen.

#### 5. Wat zijn de belangrijkste pijlers in de portefeuillestrategie?

Belangrijkste is de total return performance. Hierbij is voor ons de potentie op waardegroei het belangrijkste, omdat wij daar ook de hoogste risico's in zien. De directe return is daar een afgeleide van. In gebieden waar op de lange termijn beperkte waarde groei mogelijk is of zelfs een daling voorzien wordt dan is het ook moeilijker om een langjarig stabiel direct rendement te kunnen behalen. Er zal nl een overschot ontstaan.

Realiseren van economies of scale. Concentratie biedt in onze business meer voordelen dan risico's. Bij grotere complexen kan je deze efficiënter managen. Tevens heb je bij meer geconcentreerde investeringen minder last van concurrentie (die beheers je zelf), je kunt de kwaliteit beter beïnvloeden.

#### 6. Op welke wijze wordt de performance op deze pijlers gemeten?

Returns; klanttevredenheid; like-for-like ontwikkelingen; marges op uitponding; bruto / netto trajecten; leegstand; leeftijd.

De laatste is echter niet doorslaggevend, op sommige locaties wil je graag jong bezit hebben maar dat is er niet. Dan kijken we meer naar onze duurzaamheidsdoelstelling. Leeftijd is maar beperkt beïnvloedbaar.

#### 7. Hoe verhoudt zich voor uw organisatie het belang tussen direct en indirect rendement?

Momenteel 40% direct en 60% indirect. Maar we komen van volledig omgekeerd. Direct is wel het meest constant.

Total return is het doel, daaruit volgt de focus in de complexstrategie.

8. Op welke wijze wordt het rendement van de portefeuille beïnvloed door de situatie op de woningmarkt? (direct en indirect)

Afgelopen jaren is het indirecte rendement sterk beïnvloed door de neerwaartse beweging van de leegwaarden.  
Wij zien een druk op de huren (alle segmenten) door beperkte beschikbaarheid (nauwelijks leegstand).  
De nieuwe WWS zorgt er voor dat 288 woningen (van de 22.500) in huur moeten worden verlaagd. In onze portefeuille zie je de maximale huur in Amsterdam en Utrecht ligt dalen en in Rotterdam en Den Haag ligt stijgen.

9. Welke gevolgen van de hervormingsmaatregelen van minister Blok zijn voor uw portefeuille het meest merkbaar?

Verhuurdersheffing. Dit drukt voor 0,2% op ons totale rendement netto.  
De nieuwe WWS is minimaal merkbaar.  
De beperkingen van de verkrijging van financiering zijn minder merkbaar voor ons. Wellicht door de lage rente, maar de marges op uitpodingen en verkoopsnelheden zijn nog steeds goed.

10. In welke mate ziet u de huurinkomsten ontwikkeling in staat om een mogelijk negatief indirect rendement te compenseren?

Niet. Er vloeit onvoldoende compensatie uit voort, vandaar de negatieve impact van 0,2% netto en dat over de hele portefeuille (waarvan een aanzienlijk deel in de vrije sector zit).  
Er is maar in zeer beperkte mate ruimte voor een swap van gereguleerd naar geliberaliseerd bezit.

11. Hoe is de huidige portefeuille opgebouwd? {wordt ten behoeve van de vertrouwelijkheid in verhouding geformuleerd en ter goedkeuring voorgelegd}

- a. Omvang portefeuille: **22.990 eenheden**
- b. Verhouding actuele huur / leegwaarde (of WOZ): **rond 5,2%**
- c. Samenstelling type woningen: **40% egw 60% MGW**
- d. Gemiddelde leeftijd van de woningen: **31 jaar**
- e. Spreiding (schaarste gebied of niet): **66% primair gebied / 24% secundair / 10% overig.**
- f. Verhouding gereguleerd / geliberaliseerd: **19% gereguleerd – 63% mid en 18% duur**
- g. Huurniveau bij gereguleerde huur % van maximaal redelijk: **93%**
- h. Gemiddelde exploitatielasten: **26%**

12. Hoe ziet u de gewenste (ideale) portefeuille er uit?

100% middensegment in kernregio's. Assets passend bij de locatie met volumes tussen de 30 en 250 units.

13. Op welke factoren stuurt uw organisatie ten einde de waarde van haar investeringen te optimaliseren?

- a. Verduurzaming: Eisen mbt leeftijd, investeringen, etc
- b. Verjonging: % per jaar verkoop % per jaar aankoop
- c. Strategische allocatie (geografisch / type)
- d. Andere....

A - Verduurzaming is een doelstelling: in 2018 moet minder dan 25% van onze portefeuille een label D of slechter hebben. B - Verjonging op zich geen doen. C- meer focus op de sterke regio's, Amsterdam voorop.

14. Hoe ziet de huidige strategie er op bovenstaande punten (Nr.12&13) uit?

Dmv hold sell analyses wordt onderzocht of een asset in de portefeuille past en het dus positief bijdraagt aan de total return in relatie tot het risico. Ook beoordelen we of er investeringen voor upgrading, uitbreiding of instandhouding nodig zijn.

Dispositie richt zich vooral op de niet kernregio's en hoge of lage huren. Momenteel wordt uitponding hiervoor gebruikt.

15. Op welke wijze stuurt uw organisatie bij verjonging? (Op aantallen of op kapitaalswaarde?) Hoe ligt de verhouding in aantallen verkoop en aantallen aankoop?

We sturen niet op verjonging. Indien een asset wordt aangewezen voor verkoop dan wordt gekeken naar de marge in relatie tot de omvang (bij uitponding). Kapitaalswaarde is sturend.

16. Is het binnen de afspraken met de aandeelhouder mogelijk om het woningfonds in omvang (aantallen) te laten variëren ten einde waarde te optimaliseren? Zo ja, graag toelichten.

Ja. Op dit moment is er een sterk mandaat vanuit de investeerders om te groeien, hierdoor zijn er assets die tijdelijk door geëxploiteerd worden maar die we eigenlijk zouden willen verkopen. Zodra er voldoende acquisitie is zullen deze complexen alsnog verkocht worden. Hierbij snijden groei en optimalisatie elkaar wel eens.

17. Welke gevolgen voorziet u, op basis van de huidige prestaties van de portefeuille, voor het exploitatieresultaat van de portefeuille indien de gemiddelde leeftijd van de portefeuille sterk toeneemt?

- a. Op het gebied van leegstandsrisico
- b. Mutatiesnelheid en kosten
- c. Exploitatiekosten (als % van de huuropbrengst)
- d. Verkoopbaarheid (uitponding of complex verkoop)
- e. Anders.

Leegstand kan licht oplopen; mutatiesnelheid veelal gelijk, mutatiekosten lopen wel vaak iets op. Exploitatiekosten kunnen exponentieel stijgen.

18. Hoe ervaart u de discussie over de hervorming van de woningmarkt in relatie tot het risico / rendementsprofiel van de assetklasse wonen?

De woningmarkt is meer uitgesproken. De geografische kloof wordt groter. Er ontstaat meer beweging in de woningmarkt. Een trek naar de stedelijke gebieden is sterk waarneembaar.

Gereguleerd bezit kent vanuit marktperspectief een laag risico (leegstand is er nauwelijks), maar door heffingen en beperkte voorspelbaarheid inkomsten groei is het rendement op deze investeringen te laag. De doelgroep tussen € 500 en € 700 is groot. Als er slimmere en goedkopere bouwsystemen mogelijk zijn kan het zijn dat deze groep vanuit commerciële beleggers bediend kan worden.

Momenteel drijven de politieke keuzes ons af van dit segment.

Is de portefeuillestrategie in de afgelopen jaren gewijzigd als gevolg van de hervorming van de woningmarkt? Zo ja, op welke punten?

**Nee, nuances zijn verlegd op basis van verschuivingen in de economische en demografische ontwikkelingen. Door de toegenomen investeringsbehoefte en de toegenomen potentie van uitponding (als gevolg van boekwaarde herziening afgelopen jaren) is de focus verlegd van dispositie naar acquisitie.**

- Einde -

## Interview – Strategie & Beleid woningportefeuille

Naam: Paul Oremus

Functie: MD CBRE GI NL – Fund Manager Residential Fund

### Introductie

In 2010 heeft de SER de CSED onderzoek laten doen naar de hervorming van de Nederlandse woningmarkt. Dit met als doel om te komen tot een substantieel minder gesubsidieerde woningmarkt, waarin weer dynamiek terugkeert en waarbij sprake is van een eigendom neutrale markt. De CSED heeft op basis van haar onderzoek diverse hervormingsvarianten aangedragen. De variatie zit voornamelijk in de snelheid waarmee hervormingen worden doorgevoerd. In de kern komen de wijzigingen neer op het meer marktconform maken van de prijzen op de huurmarkt, het verlagen van de hypotheekrente aftrek (of in verder gaande vorm het onttrekken van eigenwoning bezit aan de inkomsten belasting en verplaatsen naar vermogensbelasting) en het wegnemen van belemmeringen zoals overdrachtsbelasting. De lagere inkomens moeten, los van het feit of zij huren of een woning in eigendom hebben, gesteund worden in het beheersbaar houden van hun woonlasten. Minister Blok heeft in de afgelopen jaren diverse regelgeving en wetgeving doorgevoerd om vorm te geven aan de gewenste hervorming.

De CSED wil de lasten en opbrengsten van de hervorming eerlijk verdelen. Zij stelt daarom voor om de waarde stijging die de commerciële verhuurders van woningen, als gevolg van de stijging van de huuropbrengsten, doormiddel van een heffing dient te worden afgeroomd. Deze stelling wordt in mijn onderzoek nader onderzocht, omdat de huuropbrengst niet de enige determinant is van invloed op de waarde van de portefeuille van de institutionele belegger. Op basis van literatuuronderzoek en analyse van enkele marktdatabases (IPD en NVM), ben ik gekomen tot een model waaruit de gevolgen van de voorgestelde hervorming naar voren komen. Dit interview dient ter analyse identificatie en validatie van de strategische doelstellingen en uitdagingen van commerciële woning beleggers. Het moet bijdragen aan het in kaart brengen van de strategische uitdagingen als gevolg van de hervorming van de Nederlandse woningmarkt om de waarde van een portefeuille zoveel mogelijk te optimaliseren. Daarnaast leidt het onderzoek tot aanbevelingen om de impact van de hervorming op de portefeuille te beperken. Mogelijke gevolgen voor strategische pijlers van uw organisatie zullen hierbij ook worden aangemerkt.

### Algemeen

1. Kunt u een korte beschrijving geven van de uw organisatie?

CBRE GI is wereldwijde marktleider als manager van vastgoed investeringsfondsen met een Core & Value add karakter. In Nederland bezitten de fondsen (per sector verdeeld) woningen, kantoren, logistiek en winkels.

Fund & Asset management is intern georganiseerd, property management is uitbesteed.



2. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van beleggen?

Realiseren van constante kasstromen. Waarde groei is inmiddels steeds belangrijker, mede als gevolg van de performance meting tov de Benchmark

3. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van het beleggen in verhuurde woningen, indien u ook in andere asset klasse investeert?

Sec wonen 100% geen zorg, geen studenten.

- Welke tijdslijn geldt voor deze doelstelling? **15 jaar als basis, performance meeting over tussenliggende aanpassing of verlenging.**
- Wat zijn voor uw organisatie of de investeerders in uw fonds alternatieven voor het investeren in verhuurde woningen? **Non listed woning fondsen – Vastgoed anti cyclisch – stabiel dividend return- retail fonds (meest stabiele fonds historisch) en logistiek, laatste heeft meer risico. Woningen hebben nooit grote schokken in leegstand.**
- Hoe ziet de cashflowplanning van de aandeelhouder(s) er uit? (is dit een constante uitkering, een einduitkering en wordt hier groei of krimp in verwacht?)

4. Hoe vertaalt deze bedrijfsdoelstelling zich in jullie beleggingsstrategie?

Kernlocatie; Midden huur; € 710 - € 1000; Geen verrassingen. Er is voldoende te doen in dit segment.

Duidelijke scheiding met corporaties (kleine beurs voorziening)– geen investeringen waarin overheidsbemoeienis zit. Gereguleerde woningen geen controle op verhoging en nu ook de extra belasting. Bezettingsgraden zijn super. Corporaties moeten geheel weg blijven uit vrije sector.

5. Wat zijn de belangrijkste pijlers in de portefeuillestrategie?

Middensegments geliberaliseerd tot € 1.000 (muv enkele uitzonderingen)  
Puur woning product – geen etiketten als zorg / studenten / ouderen. Willen aan iedereen kunnen verhuren.  
Kern / groei regio's (grote Randstad)  
Duurzaamheid in de vorm van laag energieniveau & iets wat de komende 50 jaar goed is.  
Lange termijn

6. Op welke wijze wordt de performance op deze pijlers gemeten?

Huurniveau  
Bezettingsgraad / leegstand  
Klanttevredenheid  
Aansluitend verhuren  
Maximaal rendement uit de portefeuille te halen  
Strategisch onderhoud scherp programmeren (behoud huurniveau)

7. Hoe verhoudt zich voor uw organisatie het belang tussen direct en indirect rendement?

2/3 direct 1/3 indirect (ideaal) – 6% target. Direct blijft stabiel, maar daalt wel licht. Historisch gezien is het een hoog direct rendement.

8. Op welke wijze wordt het rendement van de portefeuille beïnvloed door de situatie op de woningmarkt? (direct en indirect)

Vaststelling hervorming leverde een opluchting in de woningmarkt. Rentedaling heeft de hervormingseffecten vertroebeld. Financieel moet het plaatje kloppen, maar consumenten verschuiven ook snel hun woondoel. Stijgende rente zal mensen andere keuzes laten maken. Meer eigen middelen nodig om acceptabele lasten te houden. Dit gaat indirect beïnvloeden. Het herstel zal stoppen bij een stijgende rente. Dus negatief effect is er zeker.

9. Welke gevolgen van de hervormingsmaatregelen van minister Blok zijn voor uw portefeuille het meest merkbaar?

Verhuurdersheffing – krijg je niets voor en kwam onverwachts. Is gewoon een afdracht. De huurliberalisatiegrens bevrozing – beperkte verschuiving van gereguleerd naar vrij. Vanaf 2013 is bezetting gestegen.

10. In welke mate ziet u de huurinkomsten ontwikkeling in staat om een mogelijk negatief indirect rendement te compenseren?

Nee, zitten al op maximale huur, dus weinig extra inkomsten.

11. Hoe is de huidige portefeuille opgebouwd? {wordt ten behoeve van de vertrouwelijkheid in verhouding geformuleerd en ter goedkeuring voorgelegd}

- a. Omvang portefeuille: **6.600 units (€ 1.1bn)**
- b. Verhouding actuele huur / leegwaarde (of WOZ): **5%**
- c. Samenstelling type woningen: **19% egw / 81% mgw**
- d. Gemiddelde leeftijd van de woningen: **18,1 jaar**
- e. Spreiding (schaarste gebied of niet): **70% kernregio**
- f. Verhouding gereguleerd / geliberaliseerd: **18%/81%**
- g. Huurniveau bij gereguleerde huur % van maximaal redelijk: **95%**

h. Gemiddelde exploitatielasten: **24%**

12. Hoe ziet u de gewenste (ideale) portefeuille er uit?

Enkel grootste groei gebieden (verstedelijkte gebieden), EGW's in de kleinere steden of buitenwijken. 100% geliberaliseerd. Deel van de provincies geen bezit.

13. Op welke factoren stuurt uw organisatie ten einde de waarde van haar investeringen te optimaliseren?

- a. Verduurzaming: Eisen mbt leeftijd, investeringen, etc
- b. Verjonging: % per jaar verkoop % per jaar aankoop
- c. Strategische allocatie (geografisch / type)
- d. Andere....

A – Ja; B – nee, enkel opvolgend uit asset analyse. C – ja, focus op kerngebieden en passende types.

14. Hoe ziet de huidige strategie er op bovenstaande punten (Nr.12&13) uit?

CBRE GI wil het beste scoren op duurzaamheidslabels, hoge bezetting, geoptimaliseerde huren en daaruit volgende beste return.

15. Op welke wijze stuurt uw organisatie bij verjonging? (Op aantallen of op kapitaalswaarde?) Hoe ligt de verhouding in aantallen verkoop en aantallen aankoop?

Verjonging op zich is geen doel.

16. Is het binnen de afspraken met de aandeelhouder mogelijk om het woningfonds in omvang (aantallen) te laten variëren ten einde waarde te optimaliseren? Zo ja, graag toelichten.

Fonds wil groeien. We hebben meer dan 50 aandeelhouders, dus daaruit vloeit voldoende liquiditeit.

17. Welke gevolgen voorziet u, op basis van de huidige prestaties van de portefeuille, voor het exploitatieresultaat van de portefeuille indien de gemiddelde leeftijd van de portefeuille sterk toeneemt?

- a. Op het gebied van leegstandsrisico
- b. Mutatiesnelheid en kosten
- c. Exploitatiekosten (als % van de huuropbrengst)
- d. Verkoopbaarheid (uitponing of complex verkoop)
- e. Anders.

We kopen nieuwbouw, 10 jaar maximaal te verhogen, daarna zwakt de huurpotentie af. Exploitatiekosten stijgen op dat moment. Locatie bepaald daarna wat er strategisch moet gebeuren.

Leegstand en toename exploitatiekosten is het grootste risico.

Verkoopbaarheid wordt er niet door beïnvloed.

18. Hoe ervaart u de discussie over de hervorming van de woningmarkt in relatie tot het risico / rendementsprofiel van de assetklasse wonen?

Er ontstaat schaarste, dus bezetting is goed. Voor geheel wonen is het gelijk gebleven.

Voor gereguleerd

Als je uit het gereguleerde segment weg kan dan blijft het profiel stabiel.

Is de portefeuillestrategie in de afgelopen jaren gewijzigd als gevolg van de hervorming van de woningmarkt? Zo ja, op welke punten? **Geen acquisities in het gereguleerde segment en bij verkopen ligt de focus op het gereguleerde segment.**

- Einde -

## Interview – Strategie & Beleid woningportefeuille

Naam: Wim Wensing

Functie: Directeur Investment Management

### Introductie

In 2010 heeft de SER de CSED onderzoek laten doen naar de hervorming van de Nederlandse woningmarkt. Dit met als doel om te komen tot een substantieel minder gesubsidieerde woningmarkt, waarin weer dynamiek terugkeert en waarbij sprake is van een eigendom neutrale markt. De CSED heeft op basis van haar onderzoek diverse hervormingsvarianten aangedragen. De variatie zit voornamelijk in de snelheid waarmee hervormingen worden doorgevoerd. In de kern komen de wijzigingen neer op het meer marktconform maken van de prijzen op de huurmarkt, het verlagen van de hypotheekrente aftrek (of in verder gaande vorm het onttrekken van eigenwoning bezit aan de inkomsten belasting en verplaatsen naar vermogensbelasting) en het wegnemen van belemmeringen zoals overdrachtsbelasting. De lagere inkomens moeten, los van het feit of zij huren of een woning in eigendom hebben, gesteund worden in het beheersbaar houden van hun woonlasten. Minister Blok heeft in de afgelopen jaren diverse regelgeving en wetgeving doorgevoerd om vorm te geven aan de gewenste hervorming.

De CSED wil de lasten en opbrengsten van de hervorming eerlijk verdelen. Zij stelt daarom voor om de waarde stijging die de commerciële verhuurders van woningen, als gevolg van de stijging van de huuropbrengsten, doormiddel van een heffing dient te worden afgeroomd. Deze stelling wordt in mijn onderzoek nader onderzocht, omdat de huuropbrengst niet de enige determinant is van invloed op de waarde van de portefeuille van de institutionele belegger. Op basis van literatuuronderzoek en analyse van enkele marktdatabases (IPD en NVM), ben ik gekomen tot een model waaruit de gevolgen van de voorgestelde hervorming naar voren komen. Dit interview dient ter analyse identificatie en validatie van de strategische doelstellingen en uitdagingen van commerciële woning beleggers. Het moet bijdragen aan het in kaart brengen van de strategische uitdagingen als gevolg van de hervorming van de Nederlandse woningmarkt om de waarde van een portefeuille zoveel mogelijk te optimaliseren. Daarnaast leidt het onderzoek tot aanbevelingen om de impact van de hervorming op de portefeuille te beperken. Mogelijke gevolgen voor strategische pijlers van uw organisatie zullen hierbij ook worden aangemerkt.

### Algemeen

1. Kunt u een korte beschrijving geven van de uw organisatie?

Amvest is actief op de woningmarkt als ontwikkelaar en belegger. De ontwikkelaar is zowel gebieds- als projectontwikkelaar. Het ontwikkelingsvolume bedraagt op jaar basis EUR 200m (al lag dat in de crisis fors lager) en het aantal assets under management bedraagt EUR 3mrd (20.000 units) die zijn ondergebracht in verschillende fondsen. Het grootste fonds van Amvest staat open voor derde beleggers.

2. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van beleggen?

Het realiseren van een aantrekkelijk rendement (IRR 7%) bestaande uit een stabiel dividend rendement (>4%) en waardestijging op de lange termijn.

3. Wat is voor uw organisatie de doelstelling van het beleggen in verhuurde woningen, indien u ook in andere asset klasse investeert?

Amvest belegt alleen in woningen.

- Welke tijdslijn geldt voor deze doelstelling?  
**In principe is de beleggingshorizon 10 jaar, te verlengen indien de Investors dit willen**
- Wat zijn voor uw organisatie of de investeerders in uw fonds alternatieven voor het investeren in verhuurde woningen?  
**De investeerders in de fondsen zijn institutionele beleggers. Hun asset mix bestaat traditioneel uit aandelen, vastrentende waarden en alternatives, waaronder vastgoed. Binnen de sector vastgoed hebben zij weer de keuze uit listed vs non-listed en de verschillende asset classes in binnen- en buitenland.**
- Hoe ziet de cashflowplanning van de aandeelhouder(s) er uit? (is dit een constante uitkering, een einduitkering en wordt hier groei of krimp in verwacht?)  
**De fondsen keren uit per kwartaal. In principe gaat het om het operationeel en het verkoopresultaat. Per kwartaal worden min of meer gelijke bedragen voorzien. Het slotdividend is vaak licht hoger. Wij verwachten geen materiële wijzigingen van de cash-flows.**

4. Hoe vertaalt deze bedrijfsdoelstelling zich in jullie beleggingsstrategie?

Een stabiel dividendrendement is belangrijk voor onze beleggers. Wij beleggen daarom in relatief veilige projecten waar nu en op de lange termijn veel vraag is voorzien.

5. Wat zijn de belangrijkste pijlers in de portefeuillestrategie?

Beleggen in de focus regio's van de fondsen  
Middeldure segment  
Duurzaamheid  
Lage leverage (ca. 25%)  
Hoge huurderstevredenheid  
Jonge portefeuille met goed bruto/netto traject

Op welke wijze wordt de performance op deze pijlers gemeten?

Ieder deelaspect wordt gemeten. Duurzaamheid en huurderstevredenheid wordt door externen gemeten.

6. Hoe verhoudt zich voor uw organisatie het belang tussen direct en indirect rendement?

Direct rendement is belangrijk voor onze aandeelhouders. Het operationeel resultaat + verkoopresultaat wordt per kwartaal uitgekeerd. Een jonge portefeuille, lage exposure naar verhuurdersheffing, actief asset management en individuele verkopen dragen alle bij aan een optimaal direct rendement. Uiteindelijk (op de lange termijn) wordt de fondsmanager wel afgerekend op het totaal rendement. Een goede uitrol van de strategie is derhalve heel belangrijk.

7. Op welke wijze wordt het rendement van de portefeuille beïnvloed door de situatie op de woningmarkt? (direct en indirect)

Het direct rendement ondervindt hiervan een beperktere invloed dan het indirecte rendement.

8. Welke gevolgen van de hervormingsmaatregelen van minister Blok zijn voor uw portefeuille het meest merkbaar?

Wij hebben diverse portefeuilles, maar de oudere Aegon-portefeuilles worden hard geraakt door de verhuurdersheffing, terwijl de mogelijkheden tot extra huurverhoging beperkt zijn.

9. In welke mate ziet u de huurinkomsten ontwikkeling in staat om een mogelijk negatief indirect rendement te compenseren?

De huurinkomsten zijn redelijk stabiel. Er is weinig ruimte om deze snel en fors te beïnvloeden. Wij verwachten wel een stabiele positieve ontwikkeling wat betekent dat het indirecte rendement behoorlijk negatief moet zijn (>4%) om te kunnen leiden tot een negatief totaal rendement.

10. Hoe is de huidige portefeuille opgebouwd? **Let op: alleen ARC Fund**

- a. Omvang portefeuille: **EUR 1,2 mrd**
- b. Verhouding actuele huur / leegwaarde (of WOZ): **5,9%**
- c. Samenstelling type woningen: **38% egw**
- d. Gemiddelde leeftijd van de woningen: **9 jaar**
- e. Spreiding (schaarste gebied of niet): **87% Randstad**
- f. Verhouding gereguleerd / geliberaliseerd: **92% geliberaliseerd**
- g. Huurniveau bij gereguleerde huur % van maximaal redelijk: **95%**
- h. Gemiddelde exploitatielasten: **21%**

11. Hoe ziet u de gewenste (ideale) portefeuille er uit?

Zie hierboven. Op termijn zoeken wij nog uitbreiding in de grotere steden in de Randstad naast de grote vier.

12. Op welke factoren stuurt uw organisatie ten einde de waarde van haar investeringen te optimaliseren?

- a. Verduurzaming: Eisen mbt leeftijd, investeringen, etc **Niet per project. Overall doelstelling is jonge portefeuille: max 10 jaar**
- b. Verjonging: % per jaar verkoop % per jaar aankoop **Minimaal 5% vernieuwing**
- c. Strategische allocatie (geografisch / type) Zie hierboven
- d. Andere....

Zo bereikbaar mogelijke prijzen (max 1.000 – 1.200 voor beste regio's).

13. Hoe ziet de huidige strategie er op bovenstaande punten (Nr.12&13) uit?

De ARC portefeuille is goed gepositioneerd. Uitbreiding vooral gezocht in Amsterdam, Utrecht, Leiden, Haarlem, Delft.

14. Op welke wijze stuurt uw organisatie bij verjonging? (Op aantallen of op kapitaalswaarde?) Hoe ligt de verhouding in aantallen verkoop en aantallen aankoop?

De (ARC) portefeuille is relatief klein van omvang. Wij sturen op groei. Momenteel alleen uitstroom via uitponders (ca 1%). De pijplijn is groot (>50% t.o.v. huidige waarde). Belangrijk is funding, dus we sturen op kapitaalwaarde.

15. Is het binnen de afspraken met de aandeelhouder mogelijk om het woningfonds in omvang (aantallen) te laten variëren ten einde waarde te optimaliseren? Zo ja, graag toelichten.

Ja dit is mogelijk. In principe kan de fund manager verkopen tot boekwaarde altijd gebruiken voor herinvesteringen (verkoopwinsten worden uitgekeerd), maar de fund manager kan ook besluiten de gehele verkoopomzet aan de aandeelhouders uit te keren.

16. Welke gevolgen voorziet u, op basis van de huidige prestaties van de portefeuille, voor het exploitatieresultaat van de portefeuille indien de gemiddelde leeftijd van de portefeuille sterk toeneemt?

- a. Op het gebied van leegstandsrisico? **lichte toename**
- b. Mutatiesnelheid en kosten? **licht lagere mutatiegraad, hogere kosten**
- c. Exploitatiekosten (als % van de huuropbrengst) **hogere kosten: ARC Fund is nu 21 %, kan stijgen tot 30% voor oudere portefeuille als "Aegon wonen", tot boven de 40% voor oudere veelal sociale portefeuille als "Aegon leven"**
- d. Verkoopbaarheid (uitponding of complex verkoop) **Licht moeilijker**
- e. Anders.



Moeilijker te financieren, zowel voor eigen als vreemd vermogensfinanciering

17. Hoe ervaart u de discussie over de hervorming van de woningmarkt in relatie tot het risico / rendementsprofiel van de assetklasse wonen?

Maatregelen zijn over het algemeen zeer positief met uitzondering van de verhuurdersheffing. Het huidige beleid wordt ervaren als een lager politiek risico. Beleggers reageren hierop positief!

Is de portefeuillestrategie in de afgelopen jaren gewijzigd als gevolg van de hervorming van de woningmarkt? Zo ja, op welke punten?

**Er wordt nauwelijks nog geïnvesteerd in woningen onder liberalisatieniveau.  
Actieve afbouw van sociale voorraad.**

- Einde -