

Reflecties door hoogleraren

Inhoudsopgave

1. Dirk Brounen (pagina 2 t/m 7)
2. Marc Francke (pagina 8 t/m 17)

Een drastische andere woningmarkt

Samen verder vooruit

Prof.dr. Dirk Brounen

14 oktober 2022

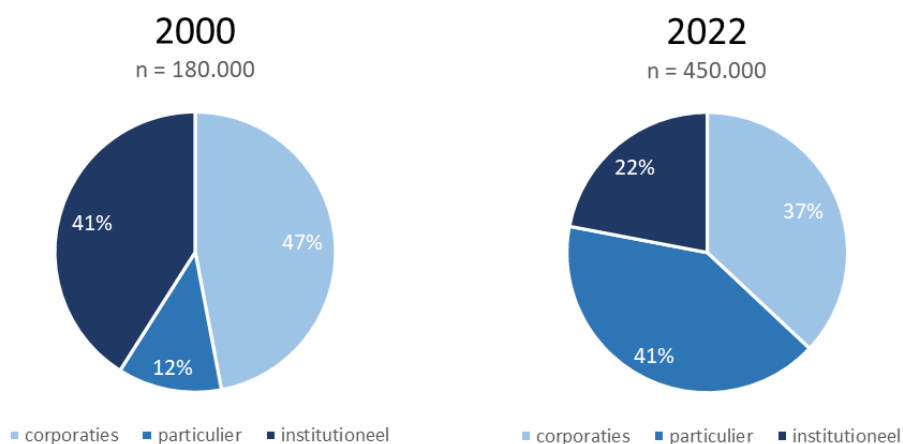
De Nederlandse woningmarkt zit vast. Verhuisplannen blijken steeds vaker een fata morgana. In grote steden zijn de wachtlijsten voor de sociale huur gestegen tot ruim 10 jaar en in de koop drogen transacties stilaan op omdat de recordprijzen onbetaalbaar raken door de gestegen hypotheekrente.

Nederland moet woningmarkt drastisch veranderen. Dit was in de zomer van 2021 de kop van het ANP nieuwsbericht met als aanleiding het nieuwste OESO-rapport over de Nederlandse woningmarkt. Een bericht waarmee het NOS journaal opende. Het OESO liet in haar rapport zien dat de Nederlandse woningmarkt in haar huidige vorm bijdraagt aan een groeiende ongelijkheid. De (fiscale) voordelen voor huiseigenaren zijn te groot, net als overigens de doelgroep voor de sociale huur. Nederlanders kiezen in de woningmarkt nu teveel op basis van beschikbare regelingen, in plaats van kwaliteit en behoeften. Volgens het OESO is vooral de aanbodstructuur van de Nederlandse woningmarkt toe aan een grote renovatie. Een aanbodstructuur die nood heeft aan meer diversiteit. Te grote delen van de woningmarkt worden bedient door enkelingen. De Nederlandse overheid zou daarom een breder speelveld moeten creëren, met meer ruimte voor verschillende aanbieders.

Meer aanbieders in het middensegment

Vooraf in het middensegment van de huurwoningmarkt - met zo'n 450.000 woningen gelijk aan slechts 6% van het totaal - is er behoefte aan meer aanbod en keuze. Dankzij het strengere overheidsbeleid trekken corporaties zich steeds verder terug uit dit middensegment. De gaten die zij daar achterlaten worden ingevuld door twee soorten investeerders; de particuliere verhuurders en de institutionele beleggers. De eersten investeren kleinschalig voor eigen rekening, vaak in tweede en derde woningen voor verhuur. Hun beleggingshorizon is niet al te lang, en hun beleggingsdoel is vrij eenvoudig: winstmaximalisatie. Daarin slagen zij momenteel prima. Zij profiteren van de huidige krapte en zij hebben dan ook weinig belang bij het ontspannen van de woningmarkt.

Figuur 1: Omvang en samenstelling middenhuur (€763-€1100)



Dit is anders voor de institutionele belegger in de woningmarkt. Zij beleggen pensioengelden voor de lange termijn en mikken daarbij op een redelijke vergoeding voor de berekende risico's die zij daarbij lopen. Hun woningbeleggingen spelen een defensieve rol in hun bredere beleggingsmix, waarin zij worden gecombineerd met aandelen en obligaties. Samen moet dat op lange termijn 6-7% opleveren, zodat de inlegpremies van hun pensioendeelnemers kunnen uitgroeien tot volwaardige pensioenuitkeringen in de toekomst. Wat betreft hun woningbeleggingen hebben deze beleggers dan ook meer behoefte aan lange termijn stabiliteit, dan aan korte termijn profijt.

Het is belangrijk om dit onderscheid in het type investeerders en verhuurders binnen de woningmarkt te herkennen. Zoals uit bovenstaande cijfers blijkt, heeft het overheidsbeleid de corporaties geleidelijk aan uit het middensegment geweerd. Vooral de particuliere investeerders hebben deze ruimte ingenomen, door met goedkoop geleend geld woningen op te kopen en aan te bieden tegen stevige huren. Institutionele beleggers hebben nauwelijks aan terrein kunnen winnen, terwijl juist zij met hun lange termijn ambities het middensegment van de huurwoningmarkt kunnen helpen stabiliseren.

Betaalbaar, een gedeeld belang

Huren is en blijft betaalbaar zolang de woonlasten beperkt blijven tot een redelijk deel van het besteedbaar inkomen. Hoewel er geen internationale normen bestaan, houden Nibud en Nederlandse banken doorgaans 30% aan als grens voor wat maximaal redelijk is. Momenteel bedraagt de gemiddelde woonquote (netto huurlast ten opzichte van netto besteedbaar inkomen) zo'n 23%. Uiteraard schuilen er achter dit gemiddelde uitschieters, maar over het algemeen zijn de gangbare huren in het middensegment nog alleszins betaalbaar.

Bovendien delen goede lange termijn verhuurders in het belang van betaalbare huren. Zij zijn immers niet gebaat bij huurachterstanden of leegstand. Vandaar dat zij hun huren en huurverhogingen afstemmen op de koopkracht van hun huurders. Op die manier blijft de woning betaalbaar, en kan de woning verhuurd worden met blijvend zicht op een redelijke vergoeding.

Duurzaam betaalbaar

Met het oog op de toekomst zou het beter zijn om bij betaalbaarheid ook de energielasten van de woning te betrekken in de analyse.

Een gemiddeld huishouden betaalt inmiddels jaarlijks ruim 2900 euro aan energielasten, met een fikse variatie tussen A- en G-label woningen.

Zo is de integrale woonquote (huur & energie als ratio van inkomen) voor A-label woningen bijna 7% lager dan de gemiddelde D-labels.

Verhuren tegen een redelijke vergoeding

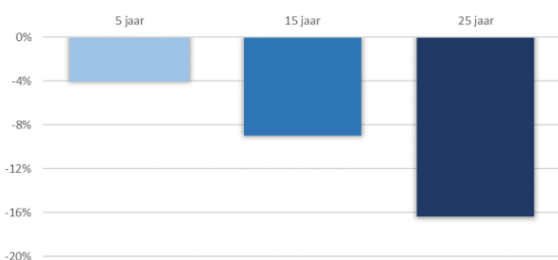
De grote institutionele beleggers bezitten en verhuren samen momenteel dus zo'n 100.000 woningen in het middensegment en rekenen daarbij op een jaarlijkse vergoeding van zes procent. Dit is de berekende redelijke vergoeding die zij nodig hebben om op langere termijn bij te dragen aan de pensioenambities en tegelijkertijd voldoende buffers op te bouwen om eventuele prijsdalingen en toekomstige (verduurzamings)investeringen op te vangen. Die zes procent verdienen zij door het huurrendement te combineren met lange termijn huisprijsstijgingen. Huurrendement dat overeind blijft wanneer de huren betaalbaar blijven. Vandaar ook dat zij bij het vaststellen van de huur en huurverhoging rekening houden met de koopkracht van hun huurders. Zo hebben institutionele woningbeleggers gedurende de coronacrisis hun huurbeleid vrijwillig en pro-actief gematigd en middels maatwerk gezocht naar oplossingen voor hun huurders die door deze omstandigheden werden getroffen.

Betaalbaar en verhuurbaar

Het inleveren van huur en huurverhoging verlaagt uiteraard de opbrengst voor de betreffende belegger. Uit het recente verleden blijkt dat de institutionele beleggers hiertoe bereid zijn wanneer de omstandigheden daarom vragen. Het vasthouden aan onbetaalbare claims levert hen op lange termijn eerder leegstand dan rendement. Tegelijkertijd zullen zij bij elke geste die zij hierin maken het gederfde rendement moeten berekenen en verantwoorden aan hun opdrachtgevers, bijvoorbeeld de pensioennemer. Hier zoeken zij naar de juiste balans tussen betaalbaarheid en verhuurbaarheid, met de zes procent als richtsnoer.

Huurverhoging speelt een belangrijke rol in de verhuurbaarheid voor grote beleggers. Wanneer zij een woning bouwen om vervolgens 25 jaar te verhuren tegen een betaalbare huur, dan is de huurverhoging bepalend in het bereiken van de beoogde zes procent opbrengst. Op een dergelijke termijn staat het aftoppen van huurverhoging met 1% gelijk aan ruim 15 procent investeringswaardeverlies voor de institutionele belegger. Voor beleggers met een kortere horizon van bijvoorbeeld maar

Figuur 2: investeringswaardeverlies door 1% lagere huurverhoging



5 jaar kost deze procent huurverhoging nog geen 4 procent aan waarde.

Door de huurverhoging te beperken benadeel je als overheid dus vooral de lange termijn investeerders binnen de woningmarkt.

6%.....?

Grote Nederlandse woningbeleggers rekenen op en met 6%, en wel om drie goede redenen:

1. Redelijke risicovergoeding

6% biedt hen net voldoende buffer om zich tegen de risico's in de woningmarkt te wapenen.

Het systeemrisico (beta) van grote woningfondsen zoals Vonovia, Essex Property Trust en EQR bedraagt 0,65.

De CAPM vergoeding voor dit risico bedraagt momenteel daarom:

$$R = 2.4\% + 0,60(6,25\%) = 6,40\%$$

2. Corporatie+

Jaarlijks stellen Nederlandse woningcorporatie hun interne discontovoet vast op basis van markt-, regio- en objectrisico's. Gemiddeld rekenen corporaties in 2021 met 5,10%.

Grote beleggers in het middensegment kunnen niet rekenen op borging van hun kredieten en huurtoeslag voor hun klanten. Zodoende rekenen zij met een kleine opslag.

3. Pensioenpremie groei

Veel van het institutioneel vermogen wordt belegd voor pensioenfondsen. Zij moeten de premies van leden laten groeien tot volwaardige pensioenuitkeringen. Om deze groei op lange termijn te bereiken, rekenen zij op een rendement van 6-7%.

Minder dan 6% maakt woningbeleggingen voor hen onaantrekkelijk.

Buitenlandse lessen

In 2019 stelde het Berlijnse stadsbestuur voor om de huren in de stad voor een periode van vijf jaar te bevriezen middels de zogenaamde 'Mietendeckel'. Een vriendelijk gebaar, bedoeld om zo'n twee miljoen huurders te beschermen. Het gevolg was dat binnen een jaar verhuurders massaal hun bouwplannen voor Berlijn staakten, waardoor de krapte op de woningmarkt een onbedoelde impuls kreeg. In 2021 jaar verklaarde het Duitse constitutionele hof de Berlijnse huuringsgreep ongrondwettig en maakte zo de weg vrij voor verhuurders om de gedeerde huurverhogingen alsnog te vorderen. Vonovia, Duitslands grootste verhuurder met een portefeuille van ruim 550.000 woningen bleek een grote vriendelijke reus. Zij zagen namelijk af van ruim 10 mln. aan achterstallige huurverhoging en verklaarde zich solidair met hun huurders. Hun huurders mochten geen nadelen ondervinden van politieke beslissingen.



grote volumes levensloopbestendige woningen moesten worden gerealiseerd in rap vergrijzende regio's.

Een voorbeeld waaruit veel kan worden geleerd. Zo kan huurbescherming zonder goede samenwerking leiden tot schade, en blijken grote verhuurders soms verrassend goede vrienden in lastige woningmarkten. Vonovia was ook de partner van Angela Merkel's rijksbeleid toen er huisvesting nodig was voor Syrische vluchtelingen en toen er plots

Eén conclusie, drie veranderingen

Een drastische andere woningmarkt is niet automatisch een verbetering, en een drastisch betere woningmarkt realiseer je zelden alleen. Ook in Nederland is het zaak dat we een vruchtbare voedingsbodem aanleggen voor meer samenwerking om tot een betere woningmarkt te komen. Hiervoor zijn naar mijn smaak tenminste drie veranderingen nodig.

Als eerste hebben moeten we beelden durven vervangen door feiten. Betaalbaarheid is een getal, geen gevoel, en niet alle verhuurders zijn sprinkhanen. Daarnaast is er behoefte aan beter overleg. Het helpt niet wanneer er vanuit loopgraven over elkaar wordt gesproken. Een betere woningmarkt vraagt om gecoördineerd contact, met begrip voor elkaars perspectieven. Tot slot valt er veel te leren uit goede voorbeelden. De Nederlandse woningmarktgeschiedenis kent wellicht veel frustraties en teleurstellingen, kijk daarom ook eens over de grens voor nieuwe perspectieven en betere ideeën.



Over de auteur

Als hoogleraar economie aan de Universiteit van Tilburg onderzoekt Dirk Brounen de internationale vastgoedmarkten en in het bijzonder; het risico en rendement van vastgoedinvesteringen, de meerwaarde van vastgoedverduurzaming, en het belang van financiële planning. Zijn onderzoeksresultaten zijn onder meer gepubliceerd in internationale vakbladen als: *The European Economic Review*, *RAND Journal of Economics*, en *Real Estate Economics*. Verder doceert hij verschillende financiële vastgoedvakken binnen opleidingen aan diverse leergangen en is hij auteur van het populaire boek *Nooit Meer Slapend Arm*.

Naast zijn academische werk is Dirk actief als adviseur voor onder meer pensioenfondsen, beleggers, ministeries en toezichthouders en verzorgt hij met veel plezier lezingen over zijn onderzoek op diverse podia. Ook binnen de universiteit verbindt hij de theorie met de alledaagse praktijk. Daartoe heeft hij het TIAS vastgoedLAB opgezet, waarin hij samen met partners uit de markt het inhoudelijke vastgoeddebat voor een breed publiek via oa. webinars en podcasts toegankelijk maakt. Zie www.vastgoedlab.nl

BzK Kernvragen & *korte antwoorden*:

- Hoe kijken verschillende soorten beleggers naar vastgoedinvesteringen, zien ze bijvoorbeeld niet de waardeontwikkeling over het hoofd?
Globaal is het onderscheid tussen particuliere en institutionele beleggers vooral een onderscheid in horizon. Deze is bij de eerste groep korter. Beiden bezien de waardeontwikkeling bij investeringen, maar deze telt bij de laatste minder zwaar, vanwege de langere horizon. Institutionele beleggers investeren op basis van een top-down analyse, waarbij de woningbeleggingen een defensieve rol spelen.
- Wanneer wordt het economisch rationeel voor beleggers om vastgoed af te stoten?
Een institutionele belegger zal niet in Nederlandse woningen willen beleggen, wanneer de investeringspropositie minder dan 6% totaal rendement biedt.
- In termen van een minimaal rendement, liefst zo goed mogelijk gekwantificeerd?
De bovenstaande 6% staat in het stuk onderbouwd en toegelicht, op drie manieren.
- Aansluitend daarop ook wat een “redelijk rendement” is: wanneer zijn beleggers bereid woningen voor de lange termijn aan te bieden onder condities met weinig onzekerheid?
De 6% is een redelijk rendement gebaseerd op het lange termijn risico dat de woningmarkt biedt. “Weinig onzekerheid” is in dit verband suggestief. Er zijn ook in de woningmarkt vele onzekerheden, maar niet alle onzekerheden zijn risico waarvoor een rendement kan worden gevraagd.

Overige vragen & *korte antwoorden vanuit het perspectief van institutionele woningbeleggers*:

- Hoe zit het met de mix tussen eigen en vreemd vermogen, directe en indirecte vastgoedbeleggingen?
Het gebruik van vreemd vermogen is ongebruikelijk onder institutionele woningbeleggers. Vreemd vermogen verhoogt immers het risico. Institutionele beleggers zullen vrijwel altijd indirect (lees met een minderheidsbelang) investeren in woningproposities, omwille van de arbeidsintensieve beleggingsprocessen die directe beleggingen vereisen. Middels stevige governance zullen institutionele beleggingen monitoren en sturen in lijn met hun strategische voorkeuren en maatschappelijke ambities.
- Hoe makkelijk of hoe moeilijk is het om over te stappen naar een andere asset class, gegeven de beperkte liquiditeit van vastgoed?
Institutionele beleggers investeren doorgaans middels niet-genoteerde woningfondsen (Amvest, Vesteda, Bouwinvest, Syntrus etc). Overstappen is een keuze die afhankelijk is van de kwaliteit en perspectieven van de alternatieven. Uitstappen is mogelijk middels zogenaamde redemption-verzoeken. Deze vergen veel tijd en worden doorgaans ingewilligd tegen de getaxeerde net asset value van de fondsportefeuille.
- Wellicht kunnen ze ook wat zeggen of het sentiment in de markt vooral emotie is of inderdaad meer een rationele afweging (in de praktijk zal het vast door elkaar lopen)
Institutionele beleggers zijn relatief ongevoelig voor sentimentele argumenten. Hun beleggingsstrategieën zijn rationeel onderbouwd met het oog op lange termijnen. Wel ontstaat er in deze rationele strategieën steeds vaker ruimte voor impact, naast rendement en risico. Steeds meer institutionele beleggers willen graag naast rendement ook bijdragen aan het verkleinen van maatschappelijke problemen. Deze maatschappelijke verantwoording zou gezien kunnen worden als een (positieve) emotie.
- Wat betekent regulering voor het kunnen ‘rondrekenen’ van de business case?
In de presentatie toon ik een standaard rekentool waarmee institutionele beleggers kijken naar investeringsproposities. Het reguleren van huur heeft grote effecten op de uitkomsten hiervan. Het verlagen van huur of het beperken van huurverhoging verandert de uitkomsten en perspectieven. Mits de geraamde rendementen 6% overtreffen blijven business-cases haalbaar. Daarnaast betekent het tussentijds wijzigen van regels een bron van onzekerheid en politiek risico, wat op termijn kan zorgen voor een verhoging van de rendementseis.
- De huurprijs kan minder als knop gebruikt worden. Hoe verhoudt zich dat tot de werkwijze van corporaties?
De huurprijs is een belangrijke input bij elke rendements- en haalbaarheidsberekening. Deze wordt door institutionele beleggers ex-ante vastgesteld op basis van markthuur en betaalbaarheidsdoelstellingen als input van de analyse. Niet achteraf aangepast als output. In die zin is de werkwijze vergelijkbaar met die van corporaties.

Reflectie op huurprijsregulering

Marc Francke

Amsterdam, 24 oktober 2022

Aanleiding

Mensen met een middeninkomen verdienen te veel voor een sociale huurwoning en door stijgende koop- en huurprijzen in de vrije sector is voor deze groep de betaalbaarheid de afgelopen jaren sterk afgenomen. Het kabinet is daarom voornemens om per januari 2024 huurprijsregulering van aanvangshuren in te voeren voor een deel van de vrije huursector door middel van 'het doortrekken van het WWS'. Hierbij worden huurwoningen met huurpunten tussen de 145 en 187 ook gereguleerd op basis van WWS-punten (waarschijnlijk door een gemoderniseerd puntentellingsysteem). De 145 punten komen overeen met de huidige liberalisatiegrens en de 187 punten met een huur van €1000.¹

Naar aanleiding van deze en andere voorgenomen maatregelen² heeft het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (BZK) een aantal hoogleraren om een reflectie gevraagd. De daartoe door BZK opgestelde vragen richten zich voornamelijk op het effect op het rendement van huurwoningen, wat is een minimaal en redelijk rendement, en wat zijn de gevolgen voor de productie van nieuwbouw huurwoningen en de voorraad bestaande huurwoningen, voor een overzicht zie Bijlage 2.

In deze bijdrage wordt vooral ingegaan op de effecten van de regulering van de aanvangshuren bij een huurderswisseling. De regulering van de jaarlijkse indexatie komt slechts zijdelings aan de orde. De belangrijkste twee conclusies van deze reflectie zijn:

- (1) Het belangrijkste effect van huurprijsregulering is een daling van de marktwaarde door een daling van de aanvangshuur. Dit leidt tot een eenmalige (of uitgesmeerd over meerdere jaren) waardedaling en daarmee een negatief indirect rendement. De gevolgen voor het verwacht rendement (discontovoet) zijn naar verwachting klein, omdat risico's niet wezenlijk wijzigen.
- (2) In die regionale markten waar het probleem van betaalbaarheid het grootste is, worden relatief weinig woningen door de regulering geraakt (door de bijdrage van de WOZ-waarde in de bepaling van de WWS-punten); bij relatief veel woningen komen de punten boven de 187 uit. Het verlagen van het belang van de WOZ-waarde bij de bepaling van de WWS-punten heeft in deze markten naar verwachting negatieve gevolgen voor het aanbod van middenhuurwoningen; nieuwbouw wordt bemoeilijkt door een lagere residuele grondwaarde en bestaande woningen worden sneller uitgepand.

Achtereenvolgens worden in deze bijdrage besproken: (1) de bepaling van de marktwaarde; (2) definities van direct, indirect en totaal rendement; (3) de effecten van huurprijsregulering op de discontovoet, de netto-huuropbrengsten, de marktwaarde en direct, indirect en totaal rendement; (4) de effectiviteit van huurprijsregulering; (5) negatieve effecten van huurprijsregulering en (6) de mogelijke impact van huurprijsregulering op de vermogensmix van institutionele beleggers.

¹ Er is in diverse rapporten sprake van verschillende versies. In deze reflectie gaan we uit van genoemde grenzen.

² Voorbeelden van aanvullende maatregelen zijn de maximering van de bijdrage van de WOZ-waarde voor de bepaling van de maximale huurprijs en fiscale maatregelen, zoals de verhoging van de overdrachtsbelasting, de aanpassing van de leegwaarderatio en de vermogensaanwasbelasting.

1. De marktwaarde

In deze bijdrage gebruiken we het begrip marktwaarde³, omdat rendementen van vastgoed worden uitgedrukt in een percentage van de marktwaarde (omdat niet voor alle woning verkoopprijzen beschikbaar zijn). Naast marktwaarde zijn er ook andere waardebegrippen, zoals de beleggingswaarde, maar die laten we buiten beschouwing. Bij huurinkomsten genererend vastgoed wordt de marktwaarde bepaald door het contant maken van de kasstromen.

De *marktwaarde* W is gelijk aan de contante waarde van verwachte toekomstige kasstromen (CF), contant gemaakt met een *discontovoet* d . (E_t geeft aan dat het gaat om *verwachtingen* op tijdstip t .)

$$W_t = \frac{E_t[CF_{t+1}]}{(1 + E_t[d_t])} + \frac{E_t[CF_{t+2}]}{(1 + E_t[d_t])^2} + \frac{E_t[CF_{t+3}]}{(1 + E_t[d_t])^3} + \dots$$

- ✓ De kasstromen (CF) betreffen de netto-huuropbrengsten (NH) minus eventuele investeringsuitgaven ($CAPEX$) gedurende een jaar. $CAPEX$: grote uitgaven voor lange termijn verbeteringen van de fysieke kwaliteit die nodig zijn om de waarde van het onroerend goed te handhaven of te verhogen.
- ✓ De netto-huuropbrengsten (NH) bestaan uit de bruto-huuropbrengsten minus de som van exploitatiekosten ($OPEX$) en een vergoeding voor potentiële leegstand.
- ✓ Bij het vaststellen van de *verwachte* kasstromen wordt uitgegaan van marktconforme bedragen voor huuropbrengsten, onderhoudsuitgaven, enz.
- ✓ Echter, tot aan de datum van het vertrek van de zittende huurder, wordt gerekend met de huurprijzen volgens het huidige contract. De datum van vertrek is onbekend en moet worden ingeschat.
- ✓ Bij het vertrek van de zittende huurder zijn er twee mogelijkheden: doorexploiteren of uitponden (verkopen op de markt van eigenaar-bewoners, indien mogelijk). De marktwaarde is gebaseerd op de optie met de hoogste verwachte opbrengst.
- ✓ Bij huurprijsregulering worden de bruto-huuropbrengsten (vanaf het vertrek van de zittende huurder) gebaseerd op de laagste van de markthuurlaag en de maximale huur op basis van de regulering.
- ✓ De marktwaarde (in verhuurde staat) is niet gelijk aan de WOZ-waarde. Bij de bepaling van de WOZ-waarde voor huurwoningen wordt uitgegaan van de waarde zoals die geldt in de markt voor eigenaar-bewoners en gelden bepaalde wetsficties.
- ✓ Er wordt in bovenstaande formule voor de eenvoud uitgegaan van een oneindige looptijd. Het is in de praktijk gebruikelijk om een investeringshorizon van 10 of 15 jaar te hanteren. Kasstromen worden dan alleen over de investeringshorizon contact gemaakt. Daarnaast wordt er een eindwaarde ingeschat, die de waarde van de kasstromen na de investeringshorizon representeert. De marktwaarde is onafhankelijk van een eventuele opsplitsing in perioden.
- ✓ De *discontovoet* d , die wordt gebruikt voor het contant maken van de kasstromen in de noemer van de formule, is een *ex ante* rendement maatstaf.
 - De discontovoet is gelijk aan het verwachte risicovrije rendement plus een risicopremie die geldt in de markt voor dat specifiek soort vastgoed.
 - De risicopremie weerspiegelt de omvang van het risico in de kasstromen.

³ De marktwaarde is het geschatte bedrag waartegen vastgoed zou worden overgedragen op de Waardepeildatum tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper in een zakelijke transactie, na behoorlijke marketing en waarbij de partijen zouden hebben gehandeld met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang. (Stichting Nederlands Register Vastgoed Taxateurs, Reglement Definities NRVT, 17 juni 2021).

- De discontovoet is het voor meerdere jaren geldende, in euro's gewogen gemiddelde totale rendement dat de investeerder verwacht. Het is gebruikelijk om 1 discontovoet te hanteren. De 'blended' discontovoet representeert alle kasstromen en de rentetermijnstructuur.
- De discontovoet is gelijk aan de opportunity cost of capital (OCC), het rendement dat investeerders normaliter op de kapitaalmarkt zouden kunnen verwachten bij andere investeringen met een vergelijkbaar risico als de betrokken investering.
- (Bij het bepalen van de beleggingswaarde wordt met een niet markt gerelateerde discontovoet gerekend, rekening houdend met de risk appetite van de specifieke belegger.)
- ✓ In bovenstaande formule is voor de eenvoud niet expliciet rekening gehouden met transactiekosten en belastingen.
 - Belastingen, bijvoorbeeld onroerendezaakbelasting, maken onderdeel uit van de exploitatiekosten.
 - Een investeerder zal niet bereid zijn bovenstaande marktwaarde te betalen, maar de marktwaarde minus transactiekosten, dat is de overdrachtsbelasting en aankoopkosten.
 - Ook bij het uitpanden van een woning spelen transactiekosten een rol.

2. Rendement

Het gerealiseerd rendement (van vastgoed) bestaat uit twee onderdelen: een direct en indirect rendement:

- ✓ Het direct rendement is gelijk aan de netto-huuropbrengsten in een jaar (NH_t) gedeeld door de marktwaarde aan het begin van de periode (W_{t-1}):

$$\text{direct rendement}_t = \frac{NH_t}{W_{t-1}}$$

- ✓ Het indirect rendement is gelijk aan het verschil in de verandering van marktwaarde (eind minus begin) en, gedeeld door de marktwaarde aan het begin van de periode (W_t):

$$\text{indirect rendement}_t = \frac{W_t - CAPEX_t - W_{t-1}}{W_{t-1}}$$

Het totaal rendement is de som van het direct en indirect rendement.

3. Effecten van huurprijsregulering op het rendement

Nu we kort de marktwaarde en de componenten van het rendement hebben besproken, kunnen we de gevolgen van huurprijsregulering – het begrenzen van de aanvangshuur – bespreken op

1. de discontovoet,
2. de netto-huuropbrengsten,
3. de marktwaarde,
4. het direct, indirect en totaal rendement.

1. Discontovoet

Huurprijsregulering, het maximeren van de aanvangshuur, heeft naar verwachting nauwelijks invloed op de discontovoet.

Het verlagen van de huur wijzigt de risico's op de kasstromen (wanbetaling, exploitatie, leegstand, marktliquiditeit [mate van verkoopbaarheid]) niet wezenlijk. Misschien dat het risico op leegstand iets afneemt en daarmee de discontovoet, omdat er onder de marktprijs verhuurd wordt en er wachtlijsten kunnen ontstaan.

2. Netto-huuropbrengsten

Huurprijsregulering verlaagt de bruto-huuropbrengsten en in grotere mate de netto-huuropbrengsten.

- ✓ De verwachte netto-huuropbrengsten blijven op korte termijn onveranderd, zolang de zittende huurder niet vertrekt. Deze zijn gelijk aan de geïndexeerde contract huren, tenzij de huurder de huur kan heronderhandelen.
- ✓ Voor de bepaling van de marktwaarde moet er dus een inschatting gemaakt worden wanneer de zittende huurder vertrekt.
- ✓ Vanaf het vertrek van de zittende huurder worden de bruto-huuropbrengsten gebaseerd op de laagste van de markthuur en de maximale huur op basis van de regulering.
- ✓ De netto-huuropbrengsten worden door de huurprijsverlaging meer beïnvloed dan de bruto-huuropbrengsten, onder de aanname dat de exploitatiekosten constant blijven.
 - Als de bruto-huuropbrengsten met 10% dalen, dan dalen de netto-huuropbrengsten met 12%, dus 20% meer, uitgaande van exploitatiekosten van 15% van de oorspronkelijke bruto-huuropbrengsten.
- ✓ Als door huurprijsregulering de huur sterk wordt gereduceerd, kan dat leiden tot het actief door de verhuurder sturen op exploitatie- en investeringskosten (OPEX en CAPEX).
 - De verhuurder kan beknibbelen op de OPEX om zodoende de netto-huuropbrengsten minder te laten dalen.
 - De verhuurder kan juist gaan investeren in de woning (CAPEX) om zodoende boven de puntengrens van 187 punten te komen, zodat de woning buiten de regulering valt. Dit hangt uiteraard af van hoe dicht de maximale huur verwijderd is van de grens van €1000.

3. Marktwaarde

De marktwaarde wordt door huurprijsregulering lager

(daar waarde markthuur hoger is dan de gereguleerde huur).

- ✓ De bruto-huuropbrengsten gaan omlaag, de discontovoet blijft gelijk en er is geen aanleiding om te veronderstellen dat de exploitatie- en investeringsuitgaven wijzigen.
- ✓ We maken onderscheid tussen 3 verschillende scenario's:
 1. Onmiddellijke huurprijsaanpassing en doorexploiteren (zoals bij nieuwbouw);
 2. Huurprijsaanpassing na vertrek zittende huurder en doorexploiteren;
 3. Na vertrek zittende huurder, de woning uitponden.
- ✓ De verandering in waarde in de verschillende scenario's:
 1. De procentuele waardedaling is minimaal gelijk aan die van de netto-huuropbrengsten.
 2. De waardedaling is minder groot dan onder scenario (1), onder de aanname dat de huidige contracthuur hoger is dan de gereguleerde huur.
 3. De waardedaling is minder groot dan onder scenario (2) als de verkoopopbrengst bij uitponden groter is dan de waarde bij doorexploiteren.

- ✓ Een voorbeeld om de grootte van de waardemutaties in de verschillende scenario's te illustreren.
 - ✓ Uitgangspunten:
 - Huidige markthuur: €1000 per maand;
 - Maximale huur onder regulering: €900 per maand;
 - Exploitatiekosten: €1800 p/j (we zien voor de eenvoud af van CAPEX);
 - De netto huur is dan €10.200 per jaar zonder huurprijsregulering, en €9.000 p/j onder regulering.
 - Discontovoet: 6%;
 - Huidige verkoopopbrengst in de markt voor eigenaar-bewoners: €250.000. Dit is €5000 lager dan de marktwaarde in verhuurde staat zonder huurprijsregulering;
 - De zittende huurder vertrekt na 5 jaar. Er wordt verondersteld dat de woning onmiddellijk na vertrek van de huurder verkocht of verhuurd kan worden;
 - Er wordt afgezien van belastingen en transactiekosten;
 - De verwachte stijging voor alle kasstromen bedraagt 2%.
 - ✓ De waarde in de verschillende scenario's:

0. Zonder aanpassing (voor huurprijsregulering):	€255.000
1. Onmiddellijke huurprijsaanpassing en doorexpluiten:	€225.000 (-12%)
2. Huurprijsaanpassing na vertrek huurder en doorexpluiten:	€230.000 (-10%)
3. Huurprijsaanpassing na vertrek huurder en uitpanden:	€251.000 (-2%)
- ✓ Het voorbeeld illustreert dat het voor de belegger aantrekkelijk is om de woning na 5 jaar verkopen (scenario 3). Dat levert €21.000 meer op dan doorexpluiten (scenario 2).
- ✓ Uiteraard kunnen er andere en meer realistische aannames gemaakt worden, maar dat zal bovengeschetst beeld niet wezenlijk veranderen.

4. Direct, indirect en totaal rendement

Het verwachte totale rendement wordt niet of nauwelijks beïnvloed door huurprijsregulering. Wel is er sprake van een eenmalige daling van het indirect rendement.

Het is illustratief om te bekijken wat er in het voorbeeld in de verschillende situaties met het verwachte rendement gebeurt. We berekenen daartoe de netto-huuropbrengsten en de marktwaarde op $t=0,1,\dots,6$ op basis van de informatie die beschikbaar is op $t=0$.

- ✓ De uitkomsten staan in de tabel op de volgende bladzijde.
- ✓ Het indirecte rendement over de periode van $t=0$ naar $t=1$ is zonder huurprijsregulering gelijk aan 4%. Als op $t=0$ nog geen rekening is gehouden met huurprijsregulering en op $t=1$ de huurprijsregulering onmiddellijk ingaat (scenario 1: Onmiddellijke aanpassing), dan bedraagt het indirecte rendement over dezelfde periode $(229.500 - 255.000) / 255.000 = -10\%$.
- ✓ Ondanks de grote verschillen in de marktwaarde (tussen €225.000 en €255.000) is het verwachte totale rendement in alle situaties gelijk aan 6%, de discontovoet.
- ✓ Alleen de opdeling in direct en indirect rendement verschilt licht tussen de opties.
- ✓ Door huurprijsregulering per 1/1/24 verandert de marktwaarde op dit moment, omdat de toekomstige daling van de huuropbrengsten zo goed als mogelijk wordt ingeschat.
- ✓ Als de jaarlijkse huurprijsverhoging (indexatie) wordt beperkt, heeft dit gevolgen voor het verwachte indirecte rendement. De risico's van de kasstromen zullen daardoor niet veranderen (dus een constante discontovoet). Een lagere indexatie betekent dan – los van de effecten van de aanvangshuren – een lagere marktwaarde.

	t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6
Netto-huuropbrengsten							
0. Zonder aanpassing		10.200	10.404	10.612	10.824	11.041	11.262
1. Met onmiddellijke aanpassing		9.000	9.180	9.364	9.551	9.742	9.937
2. Vertrek na 5-t jaar, doorexploiteren		10.200	10.404	10.612	10.824	11.041	9.937
3. Vertrek na 5-t jaar, uitponden		10.200	10.404	10.612	10.824	11.041	
Marktwaarde							
0. Zonder aanpassing	255.000	260.100	265.302	270.608	276.020	281.541	287.171
1. Met onmiddellijke aanpassing	225.000	229.500	234.090	238.772	243.547	248.418	253.387
2. Vertrek na 5-t jaar, doorexploiteren	230.249	233.864	237.492	241.129	244.773	248.418	253.387
3. Vertrek na 5-t jaar, uitponden	250.875	255.727	260.667	265.695	270.812	276.020	
Direct rendement							
0. Zonder aanpassing		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
1. Met onmiddellijke aanpassing		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
2. Vertrek na 5-t jaar, doorexploiteren		4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,0%
3. Vertrek na 5-t jaar, uitponden		4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Indirect rendement							
Zonder aanpassing		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Met onmiddellijke aanpassing		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Vertrek na 5-t jaar, doorexploiteren		1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%
Vertrek na 5-t jaar, uitponden		1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
Totaal rendement							
Zonder aanpassing		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Met onmiddellijke aanpassing		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Vertrek na 5-t jaar, doorexploiteren		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Vertrek na 5-t jaar, uitponden		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	

4. Effectiviteit van huurprijsregulering

De vrije huursector is momenteel een klein deel van de totale woningvoorraad: 648.000 van 7.691.000 woningen, zie Bijlage 1 voor een overzicht. Private verhuurders bezitten hiervan 509.000 woningen, waarvan 270.000 met een middenhuur (tot €1000) en 239.000 met een dure huur. 1 op de 32 woningen is dus een dure huurwoning.

Huurprijsregulering raakt de huidige 648.000 vrije sector huurwoningen. De minister zegt⁴: “Uiteindelijk verwacht ik dat op termijn ruim 90% van de huurwoningen in het sociale of middenshuursegment valt en dus onder de 1.000 euro wordt verhuurd.” Dit betekent dat – uitgedrukt in aantallen van WoON2021 – de vrije huursector ongeveer uit 250.000 zou bestaan, grofweg 40% van de huidige omvang en 3% van alle woningen.

Dit is een ingrijpende maatregel bovenop andere aangekondigde of al genomen maatregelen zoals de opkoopbescherming, aanpassing van de leegwaarderatio, de verhoging overdrachtsbelasting, de wet doorstroming huurmarkt (beperken mogelijkheden tijdelijke huur) en de vermogensaanwasbelasting.

De vraag is of al deze maatregelen het investeren in middenhuurwoningen nog aantrekkelijk maken, m.a.w. of het aanbod van huurwoningen op termijn niet juist kleiner wordt. Nu zullen niet alle vrije sector huurwoningen door de huurprijsregulering worden geraakt. Niet in alle regionale woningmarkten is de markthuurlager dan de maximale huur op basis van ‘het doortrekken van het WWS’. Vandaar de volgende 2 opmerkingen/vragen:

a) Er moet inzicht komen in de effectiviteit van de huurprijsregulering

- ✓ Hoeveel woningen krijgen in de regulering WWS-punten tussen 145 (huur=liberalisatiegrens) en 187 (huur=€1000)?
- ✓ Hoeveel woningen hiervan hebben een maximale huurprijs die lager is dan de markthuurlager? Hoe groot is voor deze groep woningen de huurdaling (verschil markt en maximale huur)?
- ✓ Hoeveel woningen hiervan hebben een maximale huurprijs die lager is dan de contracthuurlager? Hoe groot is voor deze groep woningen de huurdaling (verschil maximale en contracthuurlager)?
- ✓ Wat is de verdeling van de woningen naar eigenaar (corporaties, particuliere en institutionele beleggers). De verschillende eigenaren zullen mogelijkerwijs andere preferenties hebben ten aanzien van doorexploiteren of uitpanden van huurwoningen.

b) Het bereik van huurprijsregulering is het kleinst waar betaalbaarheid het grootste probleem is

- ✓ Doordat de WOZ-waarde (per m²) onderdeel uitmaakt van de WWS-systematiek, zullen in markten met hoge WOZ-waarden veel woningen meer dan 187 WWS-punten krijgen, en daardoor buiten de regeling vallen. Daar waar de nood het hoogst is (hoge WOZ-waarden (per m²)), wordt het doel van meer betaalbare woningen voor mensen met een middeninkomen het minst gehaald.
- ✓ Per woningmarkt zou de informatie onder punt (1) beschikbaar moeten zijn.
- ✓ Het verlagen van het gewicht van de WOZ-waarde in de berekening van de WWS-punten zou ervoor zorgen dat meer woningen gereguleerd worden en dat de huurprijs nog meer wordt verlaagd. Echter, hiermee worden de negatieve gevolgen op het aanbod van middenhuurwoningen nog groter (zie de punten d en e).

⁴ Kamerbrief “Eerste contouren regulering middenhuur”, 14 oktober 2022.

5. Negatieve effecten

Huurprijregulering heeft grote negatieve effecten. De grootte hiervan hangt af van hoeveel en in welke mate woningen door de huurprijregulering geraakt worden.

c) Eigenaren hebben te maken met een waardedaling

- ✓ Dit leidt tot een negatief indirect rendement (in 1 jaar, of meerdere jaren als geanticipeerd).
- ✓ Banken kunnen eigenaren door de waardedaling verplichten tot extra aflossen van leningen.

d) Huurprijregulering kan het aanbod van nieuwbouw verminderen

- ✓ Allereerst moet gelden dat nieuwbouw van middenhuurwoningen financieel haalbaar is. Vanuit de belegger moet gelden: marktwaarde > grondprijs + bouwkosten, waarbij het gaat om de bouwkosten inclusief een redelijke opslag voor de ontwikkelaar.
- ✓ Boven op de eis van financieel haalbaar geldt vanuit de grondeigenaar het "highest and best use" (HBU) principe.
 - Als er meerdere bestemmingen van de grond mogelijk zijn (bijv. verschillende mixen van sociale, midden en dure huur en koopwoningen), dan is de HBU- grondwaarde gelijk aan die met de hoogste residuele waarde.
 - De residuele grondwaarde van onbebouwde en bouwrijpe grond is de marktwaarde van het gerealiseerde project minus de bouwkosten (zie punt 3 voor marktwaarde).
 - Als de marktwaarde van het gerealiseerde project daalt, wordt de residuele grondwaarde lager.
- ✓ Een grondeigenaar zal gecompenseerd willen worden wanneer door huurprijregulering wordt afgeweken van de HBU-grondwaarde. Op z'n minst zal het ontwikkelproces vertragen en in het ergste geval wordt afgezien van nieuwbouw, omdat partijen niet tot elkaar komen. Merk op dat dit niet alleen de bouw van middenhuurwoningen betreft, omdat projecten vaak een mix van woningen bevatten (door gemeenten opgelegd).
- ✓ Ontwikkelprojecten zijn langdurige trajecten. De huurprijregulering kan nadelige gevolgen hebben voor de realisatie van in (plan)ontwikkeling zijnde nieuwbouw huurwoningen.
- ✓ Voor het realiseren van nieuwbouw middenhuurwoningen is huurprijregulering niet noodzakelijk. Deze projecten worden nu ook al gerealiseerd. Partijen kunnen onderling afspraken maken over aanvangshuren, huurprijsindexatie en exploitatietermijnen zonder uitponden.

e) Huurprijregulering kan het aanbod van bestaande middenhuurwoningen verminderen

- ✓ In de afgelopen jaren zijn door beleggers koopwoningen gekocht om te verhuren. Huurprijregulering kan het omgekeerde effect hebben.
 - Bij vertrek van de huurder wordt de middenhuurwoning uitgepand.
 - Het is waarschijnlijk dat hierbij sprake is van selectie-effecten. Woningen waarvan de verhouding tussen de WOZ-waarde en de gereguleerde huur relatief hoog is, hebben een grotere kans uitgepand te worden. Het verschil in waarde tussen uitponden en doorexpluiten is daar het grootst.
 - Institutionele beleggers zijn waarschijnlijk meer geïnteresseerd in lange termijn stabiele kasstromen, zodat uitponden minder snel een optie is.
 - Eigenaren kunnen gaan investeren in de middenhuurwoning, zodanig dat deze meer dan 187 WWS-punten krijgt en daarmee niet meer onder de huurprijregulering valt en hogere huuropbrengsten kunnen worden gerealiseerd. Als de contante waarde van de extra huuropbrengsten hoger is dan de investering, loont dit.

f) Huurprijsregulering verlaagt arbeidsmobiliteit

- ✓ Als de maximale huur onder `het doortrekken van het WWS' lager is dan de markthuurl, verlengt dit de verwachte woontuur; alternatieven, een koopwoning of een niet-gereguleerde huurwoning zijn dan fors duurder. Dit kan van invloed zijn op de beslissing elders een baan te accepteren en op het woon-werkverkeer.

g) Huurprijsregulering introduceert nieuwe scheefhuur

- ✓ Als het inkomen alleen bij instroom in een middenhuurwoning wordt gecontroleerd, is er geen stimulans om te verhuizen naar een duurdere huur- of koopwoning als het inkomen stijgt. Op termijn verkleint dit de toegankelijkheid van middenhuurwoningen voor degenen waarvoor de regeling bedoeld is, de middeninkomens.

h) WWS-punten zijn geen goede weerspiegeling van woonpreferenties

- ✓ In de sociale huursector zijn er grote verschillen in populariteit tussen verschillende huurwoningen met dezelfde huurprijs (WWS-punten), zelfs binnen dezelfde stad. Dit vertaalt zich in lange wachtlijsten voor populaire woningen. WWS-punten met bijbehorende huurprijzen weerspiegelen dus niet de preferenties van huurders. Dit zal voor de middenhuurwoningen niet anders zijn. Dit resulteert waarschijnlijk in een suboptimale allocatie van woningen.

i) De schaarste in de kleinere vrije huursector wordt groter

- ✓ De vrije huursector wordt bij het `het doortrekken van het WWS' kleiner. Mensen die niet in aanmerking komen voor middenhuurwoningen of er geen kunnen vinden, zijn aangewezen op de kleinere voorraad ongereguleerde huurwoningen. Dit verhoogt de prijsdruk op deze sector.

6. Vermogensmix institutionele beleggers

Een van de door BZK gestelde vragen betreft de afweging van institutionele beleggers m.b.t. vermogensmix (vastgoed, aandelen, obligaties) en de aanpasbaarheid vermogensmix.

- ✓ Strategische asset allocatie (SAA) gebeurt voor de lange termijn en op hoofdlijnen, naar asset categorie en eventueel sectoren en landen. Hierbij wordt bijvoorbeeld nog niet ingevuld op welke manier wordt belegd (direct aankopen, niet-beursgenoteerde fondsen, aandelen in vastgoed).
- ✓ Een groot gedeelte van vastgoedbeleggingen door Nederlandse institutionele beleggers is buiten Nederland en in andere categorieën dan woningen.
- ✓ De risico-rendement verhouding verandert niet door de regulering van het niveau aanvangshuren (in tegenstelling tot regulering van de huurgroei).
- ✓ Het is op grond van bovenstaande onwaarschijnlijk dat SSA door huurprijsregulering in Nederland wordt beïnvloed.
- ✓ Als institutionele beleggers in middenhuurwoningen hebben geïnvesteerd, dan leidt de marktwaardedaling ertoe dat het aandeel belegd vermogen in vastgoed daalt (ceteris paribus).
- ✓ Rebalancing zou er dan aan bijdragen dat er meer in vastgoed geïnvesteerd gaat worden.
- ✓ Dit hoeft niet per se een investering in middenhuurwoningen te zijn. Dit zijn meer tactische afwegingen (o.b.v. investeringsstrategie).
- ✓ De vraag is veel meer of er (eventueel via fondsen) aantrekkelijke nieuwbouwprojecten in middenhuurwoningen gevonden kunnen worden (zie punt 4), waar een rendement behaald kan worden dat past bij de risico's.

Bijlagen

Bijlage 1. Ontwikkelingen in de woningmarkt op basis van WoON2021

Het aantal verhuurde woningen in de vrije sector bedraagt in 2021 ongeveer 648.000, oftewel 8,4% van de woningvoorraad. Hiervan hebben 392.000 woningen (61%) een middenhuur (tot €1000 per maand). De resterende 256.000 woningen hebben een 'dure huur'. Dat komt neer op 1 op de 12 huurwoningen (1 op de 30 woningen). Een aantal opvallende ontwikkelingen tussen 2018 en 2021 (zie Tabel 1 o.b.v. WoON21):

- ✓ Het aantal huurwoningen is iets sterker gestegen dan het aantal koopwoningen (2.6% en 3.5%).
- ✓ Het aantal sociale huurwoningen is afgenomen van 2.504.000 naar 2.463.000 (-2%), het gevolg van een daling bij private verhuurders.
- ✓ Het aantal middenhuur woningen is toegenomen van 350.000 naar 392.000 (+12%), het gevolg van een stijging bij private verhuurders.
- ✓ Het aantal dure huurwoningen is toegenomen van 154.000 naar 256.000 (+67%), het gevolg van een stijging bij private verhuurders.

Tabel 1 Voorraad woningen naar eigenaar en koop en huursector (aantallen x 1000).

Sector	2015			2018			2021		
	Privaat	Corp	Totaal	Privaat	Corp	Totaal	Privaat	Corp	Totaal
Koop			4.328			4.464			4.580
Huur									
- Sociaal	478	2.057	2.535	548	1.956	2.504	455	2.008	2.463
- Vrije sector	260	156	415	354	149	503	509	139	648
-- Midden	170	137	307	219	131	350	270	122	392
-- Duur	90	19	108	136	18	154	239	17	256
Totaal huur	738	2.213	2.950	902	2.105	3.007	964	2.147	3.111
Totaal			7.278			7.471			7.691

Deze cijfers zijn gebaseerd op WoON 2021. Aantallen x 1000. Sociaal: huur tot liberalisatiegrens; Vrije sector: huur vanaf de liberalisatiegrens; Midden: huur tussen de liberalisatiegrens en 1000 euro; Duur: huur boven de 1000 euro.