

Impact van regulering op beleid en strategie van institutionele woningbeleggers in de G5.

Wat is de impact van mogelijke verdere regulering van het middenhuursegment in de G5 steden van Nederland op het beleid en de strategie van institutionele woningbeleggers?



Afbeelding: Complex 'De Amstel Toren' te Amsterdam (2018): 192 twee kamer appartementen met 70% 'gereguleerde middenhuur' voor een periode van 15 jaar.

Auteur: J.J.J. Luijks
1^e begeleider: drs. J.P.L.M. Op 't Veld
2^e begeleider: drs. J. Schrader-Van Meel MSRE
Datum: Maart 2023

Disclaimer:

Deze Corporate Research Paper analyseert in Hoofdstuk 4 en Hoofdstuk 5 een selectie van de beleggingsportefeuille van woningbelegger Vesteda om het effect van de beoogde regulering van het middensegment (zoals primo 2023 grotendeels bekend) op het beleid en strategie van institutionele woningbeleggers in de G5 te analyseren.

Deze analyse is ceteris paribus gemaakt, met algemene aannames en data primo 2023 en geeft geenszins weer wat de beleidsmatige of strategische reactie van Vesteda zal zijn op de beoogde regulering van het middensegment en de daarmee samenhangende mogelijke financiële impact. Het heeft enkel tot doel een theoretische toetsing van de beoogde regulering te maken.

De geschetste mogelijk financiële effecten houden geen rekening met hoe en op welke wijze Vesteda, of elke andere institutionele belegger, acteert op de mogelijke effecten van de beoogde regulering en weerspiegelen daarom niet de mogelijke daadwerkelijke financiële effecten van de beoogde regulering van het middensegment voor institutionele woningbeleggers.

Voorwoord

Als Portfoliomanager bij Vesteda gaat er voor mij al een paar jaar geen dag voorbij zonder dat het woord 'regulering' valt. Regulering van het middensegment op de huurwoningmarkt was voor mij dan ook het gewezen onderwerp om centraal te stellen in deze company research paper. Gedreven door de actualiteit van dit onderwerp heb ik mijn vraagstelling en onderzoeksopzet enkele keren bijgesteld en dat maakte dat deze CRP een tijd op zich heeft laten wachten. Mijn begeleiders Hans en Jantine wil ik dan ook enorm bedanken voor hun prettige begeleiding, pragmatisme en sturing om deze CRP af te ronden.

Deze company research paper is het laatste onderdeel van de Master of Real Estate. Aan deze opleiding heb ik op inhoudelijk en sociaal vlak veel plezier beleefd en het heeft mijn kennis van de vastgoedmarkt breder gemaakt en verdiept.

Mijn familie, vrienden, collega's en Lise in het bijzonder bedank ik voor de support als ik weer eens aan 'die scriptie' bezig was. Mijn werkgever Vesteda bedank ik voor de mogelijkheid deze MRE te volgen.

Jeroen Luijks

Den Haag, maart 2023

Managementsamenvatting

Vanwege de (historisch) sterke regulering van de Nederlandse huurwoningenmarkt is het segment middenhuurwoningen klein en beslaat dit segment slechts 6% van de Nederlandse woningmarkt. De vraagdruk in het middensegment is echter groot en vergroting van het middensegment is gewenst, de vraag naar middenhuurwoningen is niet eerder zo groot geweest. Institutionele vastgoedbeleggers zien een optimale risico-rendementsverhouding in middensegment huurwoningen als belegging en zijn dan ook een dominante speler in dit segment. Vergroting van het aanbod in het middenhuursegment blijft echter achter bij de vraag en de maatschappelijke en politieke druk om in te grijpen in de huurwoningenmarkt is de afgelopen jaren daardoor groter geworden. Dit heeft geresulteerd in een wetsvoorstel om het middenhuursegment tot 187-WWS punten (€1.027 primo 2023) te reguleren, met als doel het aanbod te vergroten en de betaalbaarheid te verbeteren. Regulering van de huurwoningmarkt is een actueel onderwerp dat mogelijk gevolgen heeft voor institutionele woningbeleggers, specifieke in gebieden waar de vraagdruk in het middensegment het grootst is. In deze company research paper is daarom de centrale vraagstelling:

Wat is de impact van mogelijke verdere regulering van het middenhuursegment in de G5 steden van Nederland op het beleid en de strategie van institutionele woningbeleggers?

Aan de hand van een literatuurstudie over de effecten van huurregulering is te concluderen dat regulering beleggers afschrikt, of niet uitnodigt, te investeren in nieuwe of bestaande huurwoningen in een gereguleerd segment. Reguleringsmaatregelen hebben daardoor niet altijd het beoogde effect van het vergoeten van betaalbaarheid en vergroten van het aanbod van huurwoningen. Met deze conclusie is in dit onderzoek de impact op de werking van de vastgoedmarkt beschouwd vanuit het vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton. Dit model laat, ceteris paribus, zien dat regulering van het middenhuursegment leidt tot een verminderde productie van middenhuurwoningen. De rationale achter huurprijsregulering van het middenhuursegment is om marktfalen te corrigeren, de vraag is nu namelijk vele malen hoger dan het aanbod. Op zichzelf lijkt regulering echter een averechts effect te bewerkstelligen. Huurprijsregulering leidt tot lagere markthuren, die leiden tot lagere inkomsten. Dat leidt op haar beurt, door bijgestelde rendementseisen, tot een lagere productie van nieuwbouw, een lagere bereidheid tot investeringen in de bestaande voorraad middenhuurwoningen en mogelijk meer conversie van huurwoningen naar de koopwoningmarkt. Het aantal middenhuurwoningen neemt hierdoor af.

Daarnaast wordt in dit onderzoek de impact van de mogelijk regulering, ceteris paribus, gezien in het licht van de risicoperceptie op gereguleerde huurwoningen, weerspiegeld in de door een institutionele belegger gestelde rendementseisen. Theoretisch lijkt dit moeilijk te onderbouwen. Marktontwikkelingen en -transacties zijn hierin eerder een grote drijver, maar gezien de impact op de kasstromen door regulering en de onzekerheid die dat geeft naar de toekomst toe, is de verwachting dat er hogere rendementseisen aan een object worden gesteld. Economische ontwikkelingen en beleid spelen daarnaast een rol in de te behalen rendementen op woningbeleggingen en zullen derhalve rendementseisen ook beïnvloeden.

De conclusies uit het theoretische kader zijn getoetst door de impact van de huidige reguleringsvoorstellen op de representatieve woningportefeuille van de institutionele woningbelegger Vesteda te kwantificeren. De impact op de rendementsverwachtingen is onderzocht op de totale portefeuille en specifiek in de G5 steden. Er is specifieke aandacht voor de impact in de G5 steden, aangezien daar de vraag naar middenhuurwoningen het hoogst is. Met de uitkomsten van de kwantitatieve analyse is de impact op de strategieën en het beleid van institutionele beleggers getoetst.

De uitkomsten van de kwantitatieve analyse laten duidelijk waarneembaar een negatief financieel effect door regulering zien. In de G5 steden treedt dit effect harder op dan in de rest van het land. Het effect op de lagere te realiseren huren bij mutatie stroomt geleidelijk in, maar het effect op de marktwaarderingen vindt direct plaats zodra een woning onder de reikwijdte van regulering valt. Het effect op de marktwaarderingen draagt voor het grootste deel bij aan een negatieve IRR-ontwikkeling van gereguleerde woningen in de G5. Dit effect is in de G5 steden significant groter dan in de rest van het land.

Institutionele beleggers zullen de risico's op lagere markthuren door regulering deels accepteren als de impact op de IRR minimaal is. Voor het grootste van de woningen waar risico op lagere markthuren bestaat zullen ze echter mitigerende maatregelen nemen indien dit (rendement)technisch mogelijk is. Gezien het aantal WWS-punten dat woningen in de G5 steden te kort komen om de gewenste markthuur te behalen lijkt dit grotendeels ook mogelijk. Dit zal voornamelijk plaatsvinden door het investeren in woningen om daarmee het WWS-puntenaantal te verhogen. In haast alle gevallen is daarbij het doel om boven de 187 puntengrens van de voorgestelde regulering uit te komen. Dit speelt vooral in de G5 steden, omdat huurwoningen in die steden veelal markthuren hebben die ten opzichte van het gemiddelde in Nederland fors boven het huurprijsniveau van de 187 puntengrens liggen. Voor een deel van deze woningen zal investeren (rendement)technisch niet haalbaar zijn. Hierbij zijn uitpond of complexmatige verkoopstrategieën voor de hand liggend om de (toekomstige) risico's te mitigeren.

Het beleid van institutionele woningbeleggersbelegger zal deels wijzigen. Zij zullen in het middensegment van de huurwoningenmarkt nog steeds hun gewenste risico rendementsverhouding vinden en de aandacht voor verduurzaming van de bestaande voorraad zal alleen maar toenemen. Rendementseisen voor gereguleerde middenhuurwoningen zullen zij naar verwachting wel aanscherpen, mede gezien de onzekerheden die regulering met zich meebrengt. Daarnaast zullen ze meer op zoek gaan de 'ideale puntenwoning', waarbij de marktwaarde en de toegestane markthuur in evenwicht zijn. Afhankelijk van marktontwikkelingen en -vraag zullen zij zich ook meer gaan richten op het segment huurwoningen met een kwaliteit net boven de 187 puntengrens. Het huurprijsniveau van dit segment zal boven de middenhuur definitie uit de reguleringsvoorstellen liggen, maar zal specifiek in de G5, gezien de huidige markthuurniveaus, een gewenst beleggingsproduct zijn, mede doordat de risico's en onzekerheden van regulering in dat segment worden vermeden. De aanbeveling richting de overheid is om in de definitieve totstandkoming van de wetgeving zoveel mogelijk langjarige zekerheden te bieden aan institutionele woningbeleggers en waar mogelijk regionaal maatwerk toe te staan. Regulering van het middensegment zal hierdoor als minder risicovol worden beschouwd en dit zal de gewenst productie van middenhuurwoningen stimuleren. Zolang er onduidelijkheid bestaat over de definitieve regelgeving zullen institutionele beleggers minder geneigd zijn te investeren in nieuwe middenhuurwoningen.

Inhoudsopgave

Voorwoord	1
Managementsamenvatting	2
1. Inleiding	5
1.1 Aanleiding.....	5
1.2 Probleemstelling.....	5
1.3 Doelstelling en centrale vraag.....	6
1.4 Deelvragen.....	6
1.5 Onderzoeksmethode en data.....	6
1.6 Afbakening.....	8
1.7 Relevantie.....	8
1.8 Leeswijzer	9
2. Regulering op de huurwoningmarkt in Nederland	10
2.1 Theoretisch kader.....	10
2.2 De ruimtemarkt: Nederlandse woningmarkt.....	12
2.3 De kapitaalmarkt: Samenstelling van en actoren in de huurwoningenmarkt in Nederland.....	13
2.4 Regulering Nederlandse huurwoningenmarkt.....	15
2.6 Conclusie	21
3. Impact van regulering op beleid en strategie van institutionele huurwoningbeleggers	23
3.1 Beleggingsbeleid en -strategie institutionele huurwoningbeleggers.....	23
3.2 Impact regulering op strategie	25
3.3 Risico perceptie van regulering van huurwoningen.....	26
3.4 Conclusie	29
4. Kwantitatieve analyse: rendement effect regulering	30
4.1 Inleiding.....	30
4.2 Data en model	31
4.3 Invloed regulering middenhuur op direct rendement	35
4.4 Invloed regulering middenhuur op indirect rendement	37
4.5 Invloed regulering middenhuur op het totaalrendement.....	38
4.6 Conclusie	38
5. Kwantitatieve analyse: verdieping op spreiding en kenmerken	39
5.1 Inleiding.....	39
5.2 Spreiding van het WWS-puntentekort.....	40
5.3 Verhouding WWS-puntentekort tot markthuur afwijking.....	41
5.4 Verhouding WWS-puntentekort tot woningkenmerken	43
5.5 Conclusie en toetsing analyse aan beleggingsstrategieën	46
6. Conclusies, aanbevelingen, reflectie en suggesties voor vervolgonderzoek	48
6.1 Conclusies.....	48
6.2 Aanbevelingen.....	50
6.3 Reflectie en suggesties voor vervolgonderzoek.....	50
Literatuurlijst	53
Bijlagen	56

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

De prijsontwikkelingen op de (huur)woningmarkt in de jaren na de financiële crisis zijn enorm geweest. Met name in de G5-steden van Nederland zijn sinds het dieptepunt van 2014 jaar enorme groeicijfers gerapporteerd. Met de tot voor kort lage renteniveaus en de 'zoektocht naar rendement' door binnen- en buitenlandse beleggers zijn Nederlandse huurwoningen een gewild beleggingsproduct gebleken. Deze vraag, gecombineerd met schaarste op de (huur)woningmarkt veroorzaakte een hoge prijsdruk en heeft de betaalbaarheid van met name huurwoningen in gespannen woningmarkten onder druk gezet. Vele belangen- en politieke organisaties roepen op tot huurmatigheden, het beteugelen van aanvangshuren en het reguleren van wat nu de 'vrije sector' is. Voorbeelden van hoge huren voor microappartementen in de G5 steden, "Prins Bernhard" – huisjesmelkers, snel stijgende huren en particuliere beleggers die de prijs van koopwoningen opdrijven en de beschikbaarheid verminderen voeden deze oproep.

Er vinden in toenemende mate politieke en maatschappelijke discussies plaats die over de betaalbaarheid van het wonen, met een grote focus op de huurwoningmarkt en middeninkomens, gaan. Waar weinig stakeholders ontkennen dat dit probleem voornamelijk een voorraad probleem is, getuige de grote vraagdruk, wordt er vooral gefocust op kortetermijnmaatregelen van regulering. Deze regulering richt zich onder meer op prijs (maximering van huurprijzen en jaarlijkse huurverhoging), toewijzing (welke inkomensgroepen mogen in welke woningen wonen) en exploitatie (hoelang moeten woningen tegen welke huurprijs worden verhuurd aan welke doelgroep).

Terecht of niet, de beeldvorming is compleet en de verwachting is dat regulering op de geliberaliseerde (midden)huur woningmarkt door de nationale en lokale overheden de komende jaren zal toenemen. Het enthousiasme in politiek Den Haag over maximering van de jaarlijkse huurstijgingen en het eventueel begrenzen van maximale huren in de geliberaliseerde huursector heeft al tot de eerste (aangenomen) wetsvoorstellen geleid. Deze regulering komt in vele smaken. Ook lokale overheden, gemeenten, reguleren de geliberaliseerde sector steeds meer binnen de mogelijkheden die zij hebben. Lokaal is op te merken dat bestuurders in de G5, steeds vaker ingrijpen via erfpacht voorwaarden, voorwaarden bij gronduitgiften en via de mogelijkheden die bestaan via huisvestingverordeningen.

Dit alles resulteert in zogenaamde 'gereguleerde middenhuur'. Parallelen met sociale huur zijn te trekken, dit zijn immers gereguleerde huurwoningen met een huurprijs in het 'lagere segment'.

1.2 Probleemstelling

Daar waar woningcorporaties vanwege regelgeving niet actief kunnen of willen zijn, zien institutionele vastgoedbeleggers en vastgoedbeleggers met een institutioneel karakter, zich als bediener van het middensegment op de huurwoningmarkt. Deze beleggers hebben een lange termijn focus, op kwalitatief hoogwaardige en betaalbare huurwoningen. Investerings in dit segment komen echter onder druk te staan (IVBN, 2020) door toenemende maatregelen en regulering. *"Dit allemaal bij elkaar raakt professionele lange termijn investeerders veel te hard in hun huidige én toekomstige exploitatiemogelijkheden"*, aldus IVBN, de branchevereniging voor institutionele vastgoedbeleggers in Nederland. Het zou toekomstige investeringen in nieuwe middenhuurwoningen dus ontmoedigen, mede omdat regulering drukkend op beleggingswaardes kan zijn (Arkenbout, 2018).

Het beleid van institutionele beleggers is het streven naar een optimaal rendement in verhouding tot het gelopen risico en een stabiel direct rendement (Finance Ideas, 2014). Welk effect eerdergenoemde overwegingen op de beleggingsmarkt voor gereguleerde middenhuur in Nederland voor deze groep beleggers heeft is een interessante vraag. Door regulering worden zowel het rendement als de risicoperceptie mogelijkwerwijs beïnvloed. Dit kan een belemmering zijn voor institutionele beleggers om te beleggen in dit segment. Het is daarmee belangrijk om zicht te hebben op de wijze waarop een ingreep in de woningmarkt als huurregulering de dynamiek doet veranderen.

1.3 Doelstelling en centrale vraag

Met bovenstaande constatering wordt in dit Company Research Paper (CRP) onderzocht wat de impact van mogelijke verdere regulering van middensegment huurwoningen in de G5 steden van Nederland is op de strategie en het beleid van institutionele woningbeleggers. Daarbij is de doelstelling om inzicht verkrijgen in de afwegingen van institutionele vastgoedbeleggers om wel of niet in dit segment te investeren. Hierbij kijkend naar de impact op het rendement, veroorzaakt door regulering, en welke woningkenmerken hierbij een rol spelen. Deze analyses kunnen inzicht geven in hoeverre de strategie en het beleid van institutionele vastgoedbeleggers wordt beïnvloed door regulering, met aandacht voor risico en rendement.

Gezien bovenstaande kom ik tot de volgende centrale vraagstelling:

Wat is de impact van mogelijke verdere regulering van het middenhuursegment in de G5 steden van Nederland op het beleid en de strategie van institutionele woningbeleggers?

1.4 Deelvragen

De volgende deelvragen wil ik daarbij beantwoorden om tot een goede analyse te komen:

1. Hoe werkt en is de huurwoningenmarkt samengesteld in Nederland en welke (midden)huurwoningen vallen onder het aandachtsgebied van regulering?
2. Wat is het beleid en de strategie wat institutionele woningbeleggers en hoe beïnvloed regulering de risicoperceptie van deze beleggers?
3. Wat is het effect op het rendement op huurwoningen van institutionele woningbeleggers door invoering van reguleringsmaatregelen op de middenhuur woningmarkt?
4. Hoe beïnvloedt of verandert regulering op de middenhuur woningmarkt de strategie en het beleid van institutionele woningbeleggers?
5. Wat zijn de afweging van institutionele woningbeleggers om gereguleerde middenhuurwoningen af te stoten of juist aan te kopen en welke risico's zien zij daarbij?
6. Biedt gereguleerde middenhuur kansen voor institutionele woningbeleggers als Vesteda om, binnen haar huidige strategie, een langdurig gewenst rendement in relatie tot gewenst risico te behalen?

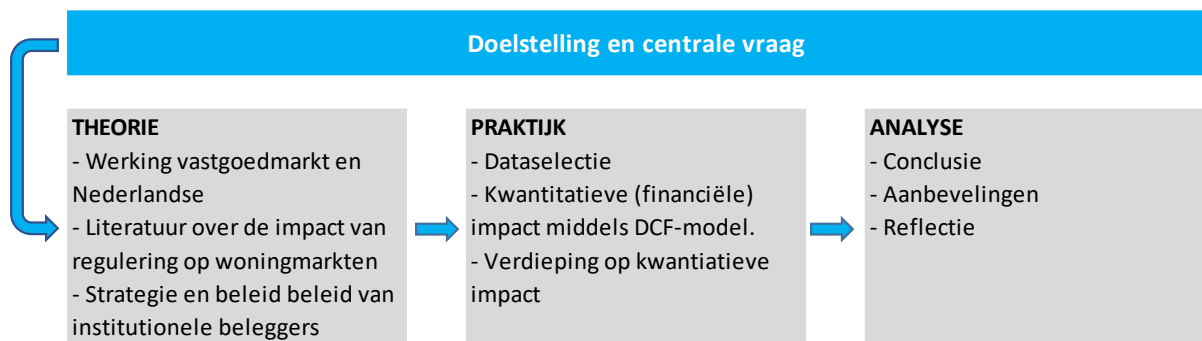
1.5 Onderzoeksmethode en data

Methode

De theorie, praktijk en analyse (TPA) methodiek (Van Hoek-Gerritsen, 2016) wordt in dit CRP gebruikt als leidraad voor de opbouw om de centrale vraag te beantwoorden, zoals schematisch getoond in Figuur 1.1. Dit onderzoek is verkennend van aard met toetsende elementen, waarbij kwantitatief onderzoek plaats zal vinden middels een scenarioanalyse. De methode van een scenarioanalyse is

geschikt voor dit CRP, aangezien daarmee de impact een 'wijzigende toestand' kan worden ingeschat (Brauers en Weber, 1988). Een scenarioanalyse kan daarnaast bijdragen een nieuwe inzichten over strategische beleidsvarianten en inzicht in toekomstige risico's geven (Huss, 1988).

De scenarioanalyse wordt in dit onderzoek gebruikt om de impact van regulering, een externe invloed, kwantitatief te toetsen aan de huidige situatie. Deze kwantitatieve toetsing heeft als doel om het effect op de strategie en het beleid van institutionele vastgoedbeleggers te onderzoeken, niet om exacte cijfermatige uitkomsten te schetsen.



Figuur 1.1: Onderzoeksmodel: theorie, praktijk en analyse (Bron: eigen model)

Het theoretisch gedeelte van deze CRP bestaat uit een literatuurstudie over de invloed van regulering op de (Nederlandse) huurwoningmarkt, een beschouwing van de werking van de vastgoedmarkt en de beleggingsstrategie en het beleid van institutionele woningbeleggers. Dit theoretisch kader geeft mede inzicht in de financiële variabelen die in de kwantitatieve analyse van belang zijn.

In het kwantitatieve onderzoeksdeel zal middels een 10-jaars DCF-model de financiële impact van de aangekondigde reguleringsmaatregelen worden berekend (zie een nadere toelichting op de dataselectie en het gehanteerde model in paragrafen 4.1 en 4.2). Dit is een marktconforme en geaccepteerde manier om de financiële impact van een scenario door te rekenen op (deel)portefeuilleniveau. Het zal inzicht geven op het effect op het direct en indirect rendement, de IRR en waar mogelijk de risico perceptie die in de marktwaarderingen van huurwoningen wordt gehanteerd. Een verdieping op de kwantitatieve analyse zal plaatsvinden op specifieke woningkenmerken. Het DCF-model en de verdieping op woningkenmerken zal door middel van een data-analyse op de voorhanden zijnde data van een (voor de huurwoningmarkt) representatieve portefeuille, met input van externe taxatiedata, opgesteld worden.

Data

De dataset bestaat uit een selectie van de woningportefeuille van de institutionele vastgoedbelegger Vesteda. Vesteda is één van Nederlands grootste institutionele woningbeleggers met een landelijk verspreide portefeuille van circa 27.500 huurwoningen, met een focus op gespannen woningmarkten, specifiek de G5. Enkel woningen die na mutatie verkocht worden, of die vanwege bijzondere contractvormen niet onder huurprijsregulering vallen, zijn uitgezonderd in de dataset. De voorliggende reguleringsmaatregelen hebben op deze woningen namelijk geen impact.

Vanwege de grootte en spreiding wordt deze portefeuille representatief geacht om de kwantitatieve impact van regulering te toetsen. Door data van een landelijk gespreide portefeuille kan een vergelijk worden gemaakt worden tussen impact op een landelijk niveau en een G5 niveau. De gebruikte dataset

is relatief groot ten opzichte van de gehele institutionele woningbeleggingsmarkt en de uitkomsten van uit het kwantitatieve onderzoeksdeel worden daarmee geacht generaliseerbaar te zijn. Volledig vergelijkbaar met de Nederlandse huurwoningenmarkt zal deze echter niet kunnen zijn, de kenmerken van de specifieke woningen in deze portefeuille hebben invloed. Daarnaast is de data, de huurprijsniveaus en (markt) waarderingen, enigszins gekleurd door de individuele strategie en het beleid van Vesteda en de visie van de door haar gebruikte externe taxateurs. De aanname is echter wel dat Vesteda als grote institutionele woningbelegger marktconform belegt en waardeert en de dataset daarmee representatief is voor een institutionele woningportefeuille.

De bevindingen uit de theoretische literatuurstudie en de kwantitatieve analyse op basis van data uit de representatieve woningportefeuille, worden aan elkaar getoetst. Hierbij zal aandacht uitgaan naar de consequenties van regulering voor institutionele woningbeleggers op hun beleggingsstrategie en het -beleid voor wat betreft portefeuille samenstelling en management. De uitkomsten uit het theorie, praktijk en analyse gedeelte leiden tot de uiteindelijke conclusies, aanbevelingen en reflectie.

1.6 Afbakening

Dit onderzoek zal zich focussen op een bepaalde groep beleggers, namelijk institutionele woningbeleggers of woningbeleggers met een institutioneel karakter. Dit zijn professionele commerciële vastgoedbeleggers in woningvastgoed, met omvangrijke portefeuilles. Deze partijen beleggen voornamelijk in de gespannen woningmarkten van Nederland. In dit onderzoek ligt de afbakening bij de G5 steden van Nederland (Amsterdam, Rotterdam, Utrecht, Eindhoven en Den Haag), omdat daar als gespannen woningmarkten in Nederland, de effecten van de landelijke regulering het grootst lijken te zijn. Ten behoeve van de analyse wordt ook naar het effect op landelijk niveau gekeken, om het mogelijke reguleringseffect in context te plaatsen. Institutionele woningbeleggers worden allen in meer of mindere mate geconfronteerd met de effecten van regulering van het middenhuur segment, bij acquisities en in hun bestaande portefeuilles.

1.7 Relevantie

Voor institutionele woningbeleggers, of die met een institutioneel karakter, is regulering van het middensegment een verandering van de spelregels op de huurwoningenmarkt zoals ze die gewend zijn. De relevantie van dit onderwerp voor deze partijen en de huurwoningmarkt is daardoor onmiskenbaar groot. De meeste institutionele beleggers richten zich in hun portefeuille op middenhuur, voornamelijk in de gespannen woningmarkten van Nederland, met een grote focus op de G5 steden van Nederland. Dit vanuit oogpunt van betaalbaarheid en klanttevredenheid en de risico rendement verhouding van dit segment. Het bieden van betaalbare, kwalitatieve, duurzame middenhuurwoningen aan middeninkomens en tegelijkertijd een stabiel duurzaam rendement behalen staat daarbij centraal. In de G5 steden van Nederland is de vraag het grootst naar middenhuurwoningen, als schakel tussen de gereguleerde sector en de koopsector. Institutionele woningbeleggers zien het product van middenhuur in deze regio's als geschikt beleggingsproduct om op lange termijn met beperkt risico een stabiel rendement te behalen. Het 'ontbreken' van regulering in dit segment maakt dat ingespeeld kan worden op marktontwikkelingen en dat waardeinstijgingen gerealiseerd kunnen worden met een actief aan- en verkoopbeleid. Beperkingen hierop impliceren een lager te verwezenlijken rendement, maar wellicht ook een lager risico? Gereguleerde middenhuur lijkt voor nu en wellicht langere tijd het 'nieuwe normaal' te worden, daar waar nationale en regionale overheden kunnen en willen ingrijpen, in nieuwbouw en bestaande bouw.

De condities waarbinnen partijen gewend zijn te beleggen in dit marktsegment zijn aan het veranderen. Gezien de marktdruk en de breed gedeelde politieke en sociale wens om het middensegment te vergroten is het van maatschappelijk belang te onderzoeken wat de impact van regulering in dit segment is op het beleggingsbeleid en de strategie van Institutionele woningbeleggers. Zij zijn namelijk de relatief grootste partij die actief is in dit segment en willen hun beleggingsportefeuilles vergroten (IVBN, 2020).

1.8 Leeswijzer

In dit CRP wordt na een inleiding in hoofdstuk 1 de centrale vraagstelling in de 5 daar op volgende hoofdstukken uitgewerkt.

Hoofdstuk 2 geeft inzicht in de werking van de vastgoedmarkt, de bestaande regulering op de huurwoningmarkt in Nederland en de samenstelling en werking van de huurwoningenmarkt in het licht van regulering. Aan de hand van literatuuronderzoek wordt theoretisch een kader geschetst wat de drijfveren en effecten van regulering kunnen zijn.

Hoofdstuk 3 geeft een vervolg aan het theoretisch kader door de beleggingsstrategie en het beleggingsbeleid van institutionele huurwoningbeleggers nader te beschouwen en de mogelijke impact van regulering op hun strategie en risico perceptie.

Hoofdstuk 4 geeft een kwantitatieve analyse van de impact van de voorgestelde huurregulering op het rendement van een representatieve woningportefeuille middels een scenarioanalyse.

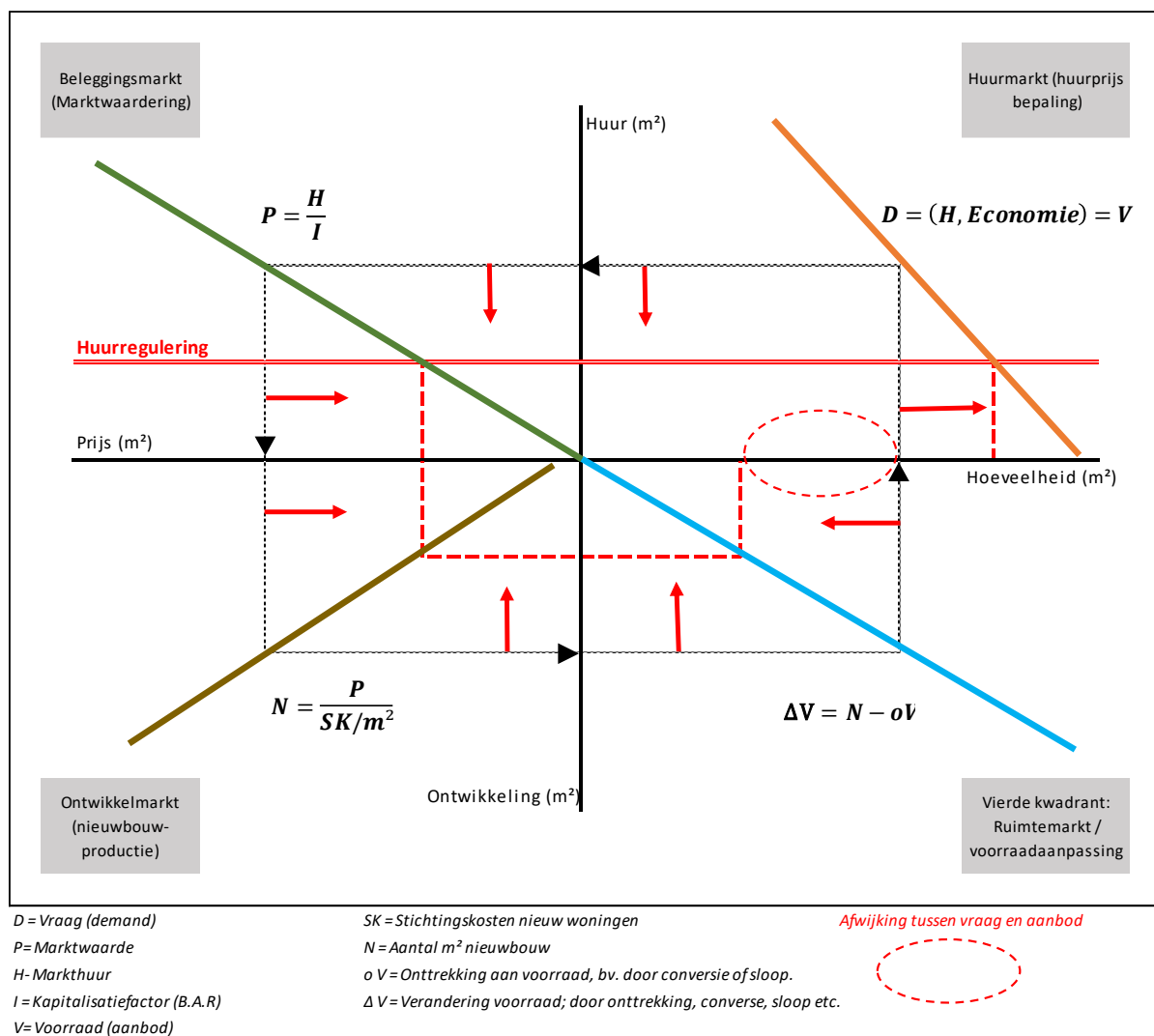
Hoofdstuk 5 geeft een verdieping op de kwantitatieve analyse uit hoofdstuk 4, door de specifieke kenmerken van de woningen die geraakt worden door de voorgestelde huurregulering te beschouwen en deze te spiegelen aan de in hoofdstuk 3 geïdentificeerde strategieën.

Hoofdstuk 6 geeft met de conclusies van het theoretisch kader, gespiegeld aan de uitkomsten van de kwantitatieve analyse, antwoord op de vraag hoe het beleid en de strategie van institutionele woningbeleggers beïnvloed kan worden door de voorgestelde regulering in de G5 steden van Nederland.

2. Regulering op de huurwoningmarkt in Nederland

2.1 Theoretisch kader

Regulering op de woningmarkt is een belangrijk onderdeel van de inkomenspolitiek. De wijze waarop overheden met de woningmarkt omgaan is van groot belang voor de economische ontwikkeling van een land en dat betekent dat de woningmarkt vrijwel in alle landen een vorm van regulering kent. Alvorens in te gaan op de regulering zoals die plaatsvindt in Nederland en in andere Europese landen is het belangrijk om een theoretisch kader te vormen over de wijze waarop de woningmarkt functioneert en – daarmee – hoe overheidsingrijpen de markt verandert. Het meest geëigende model om te beschouwen hoe regulering ingrijpt op de (woning)markt is het model van Di Pasquale en Wheaton (1996), zoals getoond in figuur 2.1.



Figuur 2.1 Vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton met effect van huurregulering op de vastgoedmarkt (Bron: eigen bewerking van Vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton)

Dit zogenaamde ‘vierkwadranten’ model verbindt de ruimtemarkt (huurmarkt) en kapitaalmarkt (beleggingsmarkt) met elkaar en maakt inzichtelijk hoe een verandering in de situatie in de (huur)markt leidt tot mutaties in de beleggingsmarkt en uiteindelijk ook in de ontwikkelmarkt. Daarmee wordt de relatie gelegd tussen regulering en de uiteindelijke marktomvang. Na het toebrengen van een schok door regulering (de relatie tussen huurprijs en vraag/aanbodverhoudingen) zal de markt op basis van

de nieuw ontstane rendementen die hieruit voortvloeien tot een nieuw evenwicht komen in de ontwikkelmarkt. Hoewel dit niet onmiddellijk zal zijn, leidt dit (bij verlaging van de huurprijs) ceteris paribus tot een verminderde productie. Dit is interessant in de context van regulering, die veelal lage(re) huren en hoge(re) bouwproductie nastreeft. De nadruk ligt hierbij veelal op het eerste kwadrant van het model (rechtsboven in de figuur), waarbij de versturende werking voor andere kwadranten minder snel betrokken lijken te worden in de overwegingen.

Het model in figuur 2.1 toont op een conceptmatige, versimpelde manier de vastgoedmarkt. Het eerste kwadrant, de bestaande voorraad huurwoningen (de huurmarkt) zal niet snel zal bewegen, het kost immers tijd om aanbod sterk te vergroten of te verkleinen. De snelste reactie op een veranderende vraag gaat middels een aanpassing van de markthuur (H). Bij een balans tussen vraag en aanbod is er een relatie tussen de markthuren en de marktwaarde (P), uitgedrukt in een aanvangsrendement (I). Daar waar de assen snijden in het kwadrant van de beleggingsmarkt is sprake van een evenwichtssituatie. Vervolgens speelt de ontwikkelmarkt in op de marktwaardering, immers die geeft de ruimte aan hoeveel een belegger bereid is te betalen voor een woningbelegging. Stijgen de aanvangsrendementen, omdat de markthuren stijgen, is er ook ruimte voor stijging van de bouwkosten en zal er meer nieuwbouw plaatsvinden, en andersom. Uiteindelijk wordt in het vierde kwadrant zichtbaar wat de impact is van een vergroting of verkleining van het totaal aantal huurwoningen door de som van nieuwbouw, sloop, onttrekking en conversie. Dit is vervolgens weer de input voor de situatie in het eerste kwadrant, de huurmarkt.

In de zwarte stippellijn van figuur 2.4 is de “normale situatie” in een markt uitgedrukt die in balans is. Daarnaast is een markt waarbij door regulering huurprijzen worden gecontroleerd en gemaximaliseerd, uitgedrukt met de rode stippellijn. In de figuur is het uitgangspunt dat de verschillen tussen de rode versus de zwarte stippellijn enkel worden ingegeven door de huurprijsregulering en dat alle andere omstandigheden dezelfde blijven. De rode stippellijn laat zien dat indien de markthuur (H) lager wordt door huur regulering de vraag in de gebruikersmarkt (de huurders) zal toenemen. Indien een belegger echter dezelfde rendementseisen (I) zal blijven hanteren als in de “normale situatie” zal bij een lager te realiseren markthuur de belegger een lagere marktwaardering (P) maken en daardoor minder bereid te zijn te betalen (SK) voor nieuw product. Een lagere prijs voor nieuwe ontwikkelingen zal ertoe lijden dat bij gelijkblijvende kosten (SK), de ontwikkelmarkt minder voorraad kan toevoegen, resulterend in een lagere voorraad toevoeging (ΔV). In het vierde kwadrant ontstaat dan in de nieuwe “startsituatie” een markt die niet meer in balans is. Het resultaat is uiteindelijk dat er ondanks een stijgende vraag, een dalend aanbod (wijziging van de voorraad huurwoningen) optreedt. Er is dan geen evenwicht meer op de markt en op basis hiervan valt te stellen dat huurregulering in theorie leidt tot vermindering van nieuwbouw en het totale huurwoningaanbod.

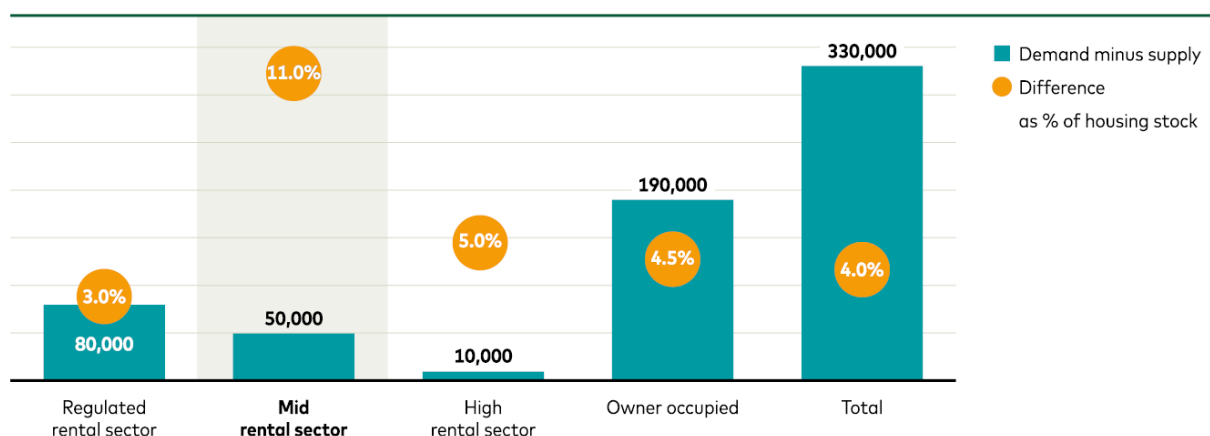
Uit de analyse van het vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton valt te concluderen dat, ceteris paribus, regulering van het middenhuursegment leidt tot minder productie van middenhuurwoningen. De rationale achter huurprijsregulering van het middenhuursegment is om marktfalen te corrigeren, de vraag is nu namelijk vele malen hoger dan het aanbod. Gezien bovenstaande lijkt het een averechts effect te bewerkstelligen. Huurprijsregulering leidt tot lagere markthuren, die leiden tot lagere inkomsten. Dat leidt op haar beurt tot een lagere productie van nieuwbouw, lagere bereidheid tot investeringen in de bestaande voorraad middenhuurwoningen en mogelijk meer conversie van huurwoningen naar de koopwoningmarkt.

Regulering heeft volgens het model van Di Pasquale en Wheaton dus zowel consequenties voor de fysieke markt (rechterkant van het vierkwadrantenmodel) als voor de kapitaalmarkt (linkerkant van het model). Teneinde de theoretische consequenties goed te kunnen inschatten is het belangrijk om te weten hoe de betreffende markt (de Nederlandse woningmarkt) in elkaar zit, alvorens dieper in te gaan op de wijze waarop in theorie en praktijk regulering doorwerkt. De volgende paragraaf bespreekt de rechterkant van de grafiek; de ruimtemarkt. Daarna wordt naar de kapitaalmarkt (de linkerkant van het vierkwadrantenmodel) gekeken, de actoren op de kapitaalmarkt. Dit levert het inzicht om de analyse te ontwikkelen.

2.2 De ruimtemarkt: Nederlandse woningmarkt

De Nederlandse woningmarkt als geheel bestaat uit circa 7,9 miljoen zelfstandige woningen. Van deze woningen is 43% een huurwoning en dat is vergeleken met omringende landen een hoog percentage (SE, 2010). Deze huurwoningen zijn in bezit van verschillende eigenaren, waarbij de corporatiesector met 68,5% de dominante eigenaar is. Het overgrote deel van de huurwoningen in Nederland is gereguleerd door de Rijksoverheid en deze heeft daarmee grote invloed op de werking en samenstelling van de huurwoningmarkt. Gesteld kan worden dat de Nederlandse woningmarkt de afgelopen decennia relatief sterk gereguleerd is (Conijn en Schilder, 2015; Conijn, 2008; Schilder, 2012). Deze regulering heeft er mede toe geleid dat het middensegment van de Nederlandse huurwoningmarkt relatief klein is, dit is dan ook het enige segment op de woningmarkt dat niet (impliciet) wordt gesubsidieerd en dit werkt versturend op de woningmarkt (Conijn et al. 2016). Koopwoningen kennen bijvoorbeeld een fiscale subsidie in de vorm van de hypotheekrente aftrek en gereguleerde, of sociale huurwoningen, kennen een systeem van huursubsidiering. Een groter middensegment is van belang voor een goed functionerende (huur)woningmarkt (Schilder & Conijn, 2015) en groei van dit segment is daarom benodigd (PBL, 2017). De ontwikkeling van het aanbod in het middensegment lijkt zich niet snel genoeg te ontwikkelen om in de op moment groeiende vraag in specifiek de stedelijke regio's (o.a. de G5) van Nederland te kunnen voldoen (Staat van de Woningmarkt, 2021).

Current mismatch between demand and supply



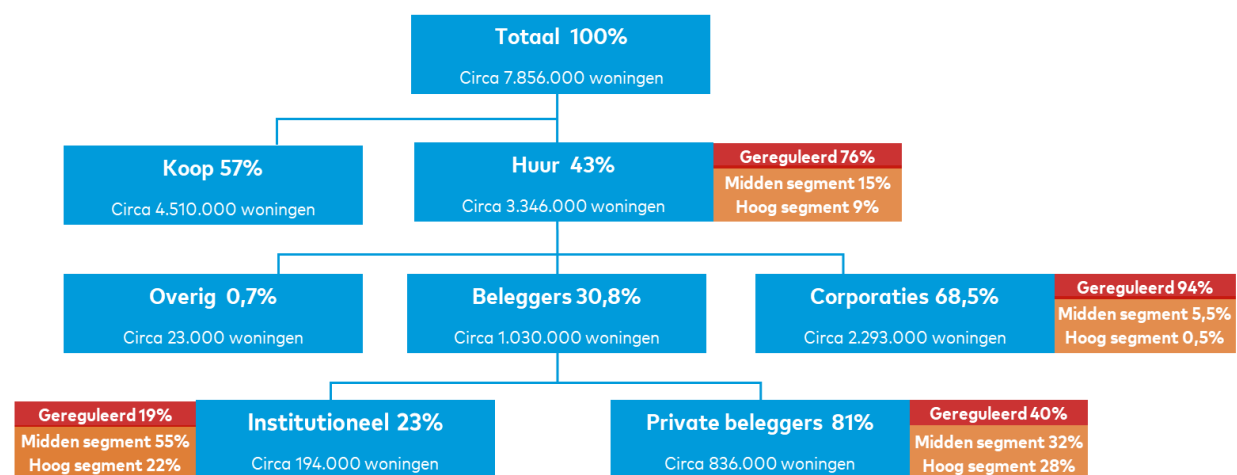
Figuur 2.2: Mismatch tussen vraag en aanbod op de woningmarkt
Bron: ABF, Staat van de woningmarkt 2021, eigen bewerking

De afgelopen jaren is de vraag naar huurwoningen, net als koopwoningen, in het middensegment groter geweest dan het aanbod. De prijzen van huurwoningen zijn jaar op jaar, gedreven door de grote vraag en lage rentes, gestegen. Bij nieuwe verhuringen worden huurwoningen op markthuur verhuurd en daardoor verschuiven woningen die eerder gepositioneerd waren in het middensegment meer dan eens naar het hogere huursegment. Het aanbod middensegment huurwoningen daalt hierdoor (Staat van de Woningmarkt, 2021). Figuur 2.1 toont dat de huidige vraagdruk specifiek in het middensegment procentueel gezien relatief erg hoog is, vergeleken met de andere huursegmenten en de koopwoningmarkt. Mede door de stijgende woningprijzen is het aantal huishoudens dat aangewezen is op het middensegment gestegen (STEC, 2021). De druk op het middensegment en de functie die het in de (huur)woningmarkt vervult lijkt hiermee evident.

De grote aanwezigheid van overheidsregulering op de huurwoningmarkt is één van de verklaringen voor de grootte en de samenstelling van de huursector. Door de omvang van de regulering is de vrije markt voor huurwoningen, zoals in het model van Di Pasquale en Wheaton, beperkt. Dit zou moeten betekenen dat ingrepen in deze sector theoretisch gezien ook voor de hele sector grote impact kunnen hebben.

2.3 De kapitaalmarkt: Samenstelling van en actoren in de huurwoningenmarkt in Nederland

Om inzicht te krijgen in de samenstelling en werking van de Nederlandse huurwoningenmarkt wordt in deze paragraaf uiteengezet wie de eigenaren van deze woningen zijn en wordt in paragraaf 2.4 verder ingegaan op welke woningen onder overheidsregulering vallen. Deze twee criteria, naar eigendom en regulering, delen de huurwoningenmarkt overzichtelijk in en geven een beter inzicht in de werking van deze markt en de positie van het middensegment in de huurwoningenmarkt.



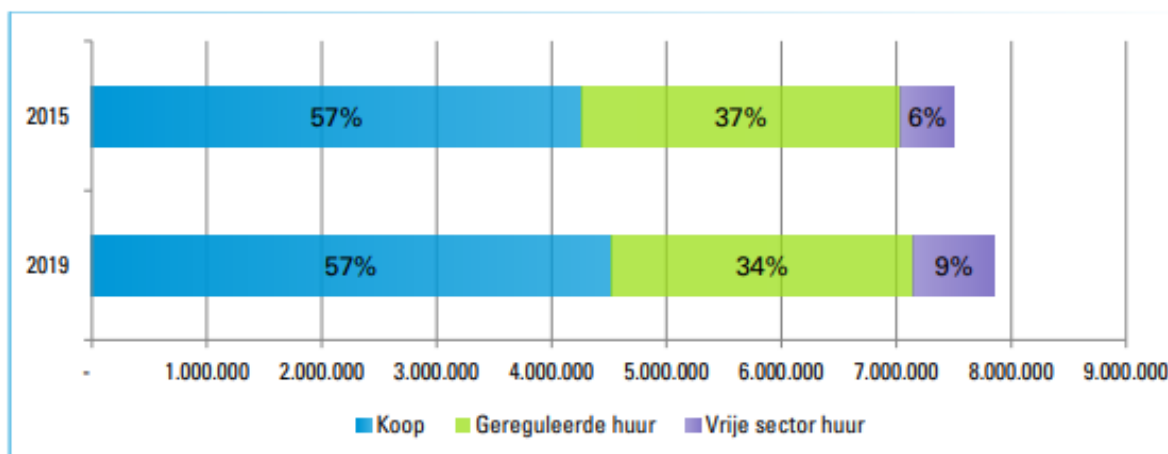
Figuur 2.3: Opbouw van de Nederlandse woningmarkt (2020: Aantal woningen, percentage van totaal)
Bron: Capital Value 2021 (o.b.v. CBS 2020. PBL 2019. WoOn 2018. Dpi 2018)

Voor de circa 3,35 miljoen zelfstandige huurwoningen in Nederland in 2021 zijn drie groepen eigenaren te onderscheiden. Dit zijn woningcorporaties, institutionele en private beleggers en 'overig'. In figuur 2.2 is per eigenaar aangegeven welk aandeel van hun bezit gereguleerd is en welke deel niet-gereguleerd is, onderverdeeld naar middensegment huurwoningen (maandhuur van liberalisatiegrens tot € 1.000) en hoog segment huurwoningen (maandhuur vanaf € 1.000).

Van de circa 7,9 miljoen zelfstandige woningen in Nederland zijn ongeveer 800.000 woningen geliberaliseerd (circa 10% van de totale woningvoorraad), waarvan ongeveer 500.000 woningen onder het middensegment vallen (circa 6% van de totale woningvoorraad). De overige 300.000 woningen vallen onder het hogere huursegment. Hiervan zijn ongeveer 150.000 woningen in het bezit van woningcorporaties, ongeveer 150.000 woningen bij institutionele investeerders en zo'n 500.000 van particuliere investeerders.

Kijkend naar het procentuele aandeel middensegment huurwoningen in het bezit van de verschillende type eigenaren valt op dat de institutionele beleggers het zwaartepunt in de categorie middensegment hebben en dat dit aandeel relatief vele malen groter is dan bij de woningcorporaties en de private beleggers. Het relatief kleine aandeel van middensegment huurwoningen bij woningcorporaties laat zich verklaren door het speelveld waarin zij zich begeven. Als toegelaten instellingen richten zij zich hoofdzakelijk op het gereguleerde sociale huursegment en kunnen zij zich slechts onder bepaalde strikte voorwaarden begeven op het midden of hogere segment.

Het middensegment laat zich definiëren als de huurprijscategorie vanaf de liberalisatiegrens tot maximaal tot maximaal € 1.000 (STEC, 2021). In lokale verordeningen kan de bovengrens afwijken, alsook de interne definitie zoals gehanteerd door de verschillende eigenaren van deze woningen.



Bron: Lokale Monitor Wonen, 2021 (data 2015 & 2019). Bewerking Stec Groep (2021).

Figuur 2.4: Ontwikkeling woningvoorraad Nederland tussen 2015 en 2019

Sinds 2015 (figuur 2.4) is in de opbouw van de Nederlandse woningvoorraad een tendens waar te nemen die een procentuele groei van het vrije sector huursegment laat zien en een procentuele afname van het gereguleerde huursegment, waar het aandeel koopwoningen gelijk is gebleven. In 2021 (figuur 2.3) groeide het aandeel vrije sector huurwoningen naar ongeveer 10%, ten koste van het aandeel gereguleerde huurwoningen van de totale woningvoorraad.

Type eigenaren op de huurwoningenmarkt.

Zoals in figuur 2.3 weergegeven zijn er op de Nederlandse huurwoningmarkt verschillende type eigenaren aanwezig. In deze paragraaf wordt kort toegelicht wie deze type eigenaren, specifiek in het middenhuursegment, zijn. De categorie 'overig' laat zich moeilijk definiëren en speelt ook geen significante rol op de huurwoningmarkt, de aandacht gaat daarom uit naar de beleggers en woningcorporaties.

Beleggers

In het middensegment van de huurwoningmarkt zijn voor het overgrote deel private en institutionele beleggers actief (Van Gool, 2013), ook corporaties zijn in dit segment actief. Deze partijen beleggen met privaat of institutioneel vermogen, veelal deels gefinancierd, in woningen om deze te verhuren. De particuliere beleggers zijn niet eenduidig te typeren. De groep is divers, in grootte van bezit, type bezit, strategie en doelstelling-

De groep institutionele beleggers in Nederland belegt in huurwoningen namens andere partijen, veelal met vermogen van pensioenfondsen en verzekeraars (IVBN, 2014). In de woningmarkt zijn circa 10 institutionele beleggers actief (Capital Value, 2021) die grote portefeuilles van enkele duizenden tot bijna dertigduizend woningen in bezit hebben namens hun respectievelijke aandeelhouders of separate eigenaren. Zij hebben een grote financiële slagkracht en een lange termijn horizon. Ze investeren in de kwaliteit van woningen en verjongen hun portefeuille continu en positioneren zich als 'build-to-rent-' beleggers die een maatschappelijke impact willen maken (IVBN, 2021). Zij streven naar een optimale risico-rendementsverhouding die past bij de wensen van hun aandeelhouders of separate klanten en zijn daarom voornamelijk actief in het middensegment van de huurwoningmarkt. Daar vinden ze de optimale risico-rendementsverhouding. Gereguleerd bezit proberen deze partijen te liberaliseren door kwaliteit toe te voegen en indien dat niet mogelijk blijkt, wordt dit net als verouderd bezit waar geen lange termijn waarde in aanwezig is, vaak afgestoten. Dit is het geval indien de objecten niet aan de gestelde lange termijn rendementseisen kunnen voldoen.

Corporaties

Ook corporaties zijn actief in middensegment, echter zijn zij wel beperkt in de mogelijkheden die ze hiertoe hebben. In de woningwet 2015 is namelijk bepaald dat zij zich moeten focussen op hun kerntaak, ofwel diensten van algemeen economisch belang (DAEB). De rijksoverheid omschrijft dit als *"bouw, verhuur en beheer van sociale huurwoningen voor mensen met een laag inkomen. Of voor mensen die om andere redenen moeilijk een huurwoning kunnen vinden"*¹. Specifiek gaat dit dan om huishoudens met een inkomen dat de door de rijksoverheid bepaalde DAEB- inkomensgrens van €40.024 (prijspeil 2021) niet overstijgt. De Woningwet 2015 geeft de spelregels weer voor corporaties en in deze wet is dan ook bepaald dat indien er niet-DAEB activiteiten worden ontplooid door corporaties, bijvoorbeeld het verhuren van niet-sociale huurwoningen, dat dit plaatsvindt vanuit een niet-DAEB tak of een separate niet-DAEB BV. Gezien de huidige vraagdruk in het middenhuursegment pleitten veel corporaties voor een wettelijke verruiming van hun kerntaak naar ook het middensegment van de huurwoningmarkt (STEC, 2020).

2.4 Regulering Nederlandse huurwoningenmarkt

Ten behoeve van het begrip van de werking van de Nederlandse huurwoningenmarkt en de positie van het middensegment daarin, wordt in deze paragraaf nader ingegaan op de systematiek van huurregulering en hoe deze de samenstelling en werking van de huurwoningenmarkt beïnvloed. Hiermee worden de ruimtemarkt en de kapitaalmarkt verbonden middels prijsvorming en wordt verder ingezoomd op de middenhuur.

Dat begint bij de verdeling waar op basis van de woningkwaliteit, uitgedrukt in het WoningWaarderingStelsel (WWS) en het type huurcontract (afhankelijk van leeftijd en eventuele keuze van de verhuurder) een huurwoning wordt gekwalificeerd als gereguleerd of niet-gereguleerd.

¹ <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/woning-verhuren/toezicht-op-woningcorporaties>

Gereguleerde huurwoningen in bezit van woningcorporaties (en in de volksmond alle gereguleerde huurwoningen) worden ook wel aangeduid als sociale huurwoningen. De volgende definitie geeft een heldere uitleg: een sociale huurwoning is een gereguleerde huurwoning (met huurprijs tot de liberalisatiegrens) in bezit van een toegelaten instelling, ook wel woningcorporatie (Jonker-Verkaart en Wassenberg, 2015).

Gereguleerde huurwoningen

Een gereguleerde huurwoning is een huurwoning met een aanvangshuur onder de liberalisatiegrens ten tijde van ingang van het huurcontract. Sinds 1 januari 2022 is die grens op € 763,47 vastgesteld (BZK, 2022). Uitzondering hierbij vormen huurwoningen waarvan het contract voor 1989 of 1994 is ingegaan. Dit heeft te maken met de invoering van de huurliberalisatie in 1989 en overgangperiode voor nieuwbouwhuurwoningen tot 1994. Dit heeft tot gevolg dat gereguleerde huurwoningen waarvan het contract voor 1989 of 1994 is ingegaan een huurprijs boven de huidige liberalisatiegrens kunnen hebben. Andersom kunnen in uitzonderlijke gevallen overigens ook geliberaliseerde huurwoningen een huurprijs onder de liberalisatiegrens kunnen hebben. De liberalisatiegrens is in de loop der jaren namelijk gestegen. Indien een verhuurder bijvoorbeeld de huur nooit verhoogt, zal de feitelijke huur van een woning op een bepaald moment onder de dan vigerende liberalisatiegrens kunnen vallen. Een dergelijke huurwoning blijft geliberaliseerd, omdat de situatie ten tijde van ingangsdatum van het huurcontract leidend is.

Of een huurwoning gereguleerd is, wordt dus altijd door de situatie bij ingangsdatum van het huurcontract bepaald. Indien een woning als gereguleerd kwalificeert, blijft deze gedurende de contractperiode gereguleerd. Gereguleerde huurwoningen vallen onder de regulering vanuit de Rijksoverheid, die onder andere de maximale huurprijzen bepaald volgens het WWS en de jaarlijkse maximale huurverhoging. Ook komen huurders van gereguleerde huurwoningen met een huurprijs onder liberalisatiegrens, indien hun inkomen en vermogen van een bepaald niveau is, in aanmerking voor huurtoeslag vanuit de overheid. De maximale huurprijs voor elke huurwoning in Nederland wordt dus vastgesteld op basis van het WWS, ook wel puntenstelsel genoemd. Op basis van verschillende criteria zoals woningkwaliteit en WOZ-waarde wordt aan een woning een aantal punten toegekend, dat vervolgens correspondeert met een maximale huurprijs. Het puntenstelsel wordt jaarlijkse vastgesteld door de Rijksoverheid.

Niet-gereguleerde huurwoningen

Niet-gereguleerde huurwoningen worden ook wel aangeduid als geliberaliseerde of vrije sector huurwoningen. Hiermee wordt verwezen naar het feit dat deze woningen niet onder bepaalde overheidsregulering vallen, maar verhuurders vrij zijn in de huurprijsstelling en jaarlijkse huurverhoging zodra aan de criteria om een woning geliberaliseerd te mogen verhuren wordt voldaan. Om een woning geliberaliseerd te mogen verhuren moet een woning een minimaal aantal punten op basis van het WWS hebben, zodat de maximale toegestane huurprijs boven de liberalisatiegrens uitkomt. De prijsstelling is vervolgens vrij aan de verhuurder, deze is ook niet verplicht een woning geliberaliseerd te verhuren en zal in gevallen er juist bewust voor kiezen de woning gereguleerd te verhuren.

Waar sinds de invoering van de huurliberalisatie geen wettelijk bepaald maximum voor de jaarlijkse huurverhoging van geliberaliseerde woningen gold, is dat per 1 mei 2021 veranderd. Voor een periode van drie jaar is de huurverhoging gemaximeerd tot inflatie (en per 2023 volgens een CAO-loonontwikkeling systematiek) plus 1 procent, zoals bepaald in de Wet maximering

huurprijsverhogingen geliberaliseerde huurovereenkomsten. Deze wet is een inperking van de contractvrijheid, op de beperking na dat een verhuurder maar eenmaal per 12 maanden de huur mag verhogen, die normaal gold bij geliberaliseerde huurovereenkomsten. De achtergrond van deze wet is dat deze onderdeel is van een pakket aan maatregelen, allen gericht op betaalbaarheid van de (huur)woningenmarkt en het voorkomen van excessieve huurstijgingen in de geliberaliseerde sector die gezien de druk op de woningmarkt mogelijk zouden plaatsvinden.

Binnen deze categorie niet-gereguleerde huurwoningen identificeren we middensegment huurwoningen en hoog segment huurwoningen. Waar gezien bovenstaande de hele categorie niet-gereguleerde huurwoningen recent toch aan bepaald mate van regulering onderhevig is, richten de politieke pijlen zich op dit moment vooral op mogelijke verdere regulering van het middensegment.

Huidige reguleringsmaatregelen en positie middensegment

De invulling van regulering op de Nederlandse huurwoningenmarkt is historisch gezien altijd aan verandering onderhevig geweest. Economische en politieke ontwikkelingen liggen hieraan ten grondslag, waarbij regulering op huurprijs en maximale huurverhoging als politiek sturingsmiddel op de woningmarkt wordt ingezet. Met name de sociale huursector is de afgelopen jaren onderdeel van debat geweest. De omvang van de sector, het 'level-playing field' (Van den Bosch, 2017) tussen woningcorporaties en overig partijen die actief zijn op de huurwoningenmarkt en de financiële positie en prestaties van woningcorporaties zijn niet van de politieke agenda weg te denken.

Niet altijd is aan te wijzen of een overheid haar woningmarktbeleid relateert aan politieke of ideologische grondslagen. Dit is toe te schrijven aan het feit dat beleid veelal vorm krijgt als (korte termijn) reactie op economische ontwikkelingen en trends op de woningmarkt enerzijds en de rol van 'path dependency' anderzijds (Van der Heijden, 2013). Deze 'path dependency' is uit te leggen als dat gemaakt keuzes niet altijd de meest voor de hand liggende of beste zijn, veelal beïnvloed door gemaakt door keuzes gemaakt in het verleden, waardoor bepaalde ideologieën een sterk onderdeel van een cultuur en de institutionele structuur van de woningmarkt zijn geworden dat hier niet snel aan wordt voorbij gegaan (Bengtsson en Ruonavaara, 2010).

Regulering van de huurwoningenmarkt is overigens geen uniek fenomeen voor Nederland en lijkt van alle tijden. 'Bijlage 1 - Regulering in Europees en internationaal perspectief' geeft een nadere toelichting met voorbeelden en conclusies over regulering en het politieke krachtenveld daar onder ten grondslag ligt, op basis van Europees en internationaal onderzoek. Een rode draad daarin is dat regulering haast altijd een reactie op economische, demografische en sociale ontwikkelingen is. En bovenal een politiek middel. Zoals cycli zich manifesteren op de vastgoedmarkt, zo bewegelijk lijkt ook de (politieke) reactie daarop in termen van regulering. Er bestaat een duidelijk spanningsveld tussen markt- en solidariteitsaspecten (Tosics en Tulemelo, 2021). Voorstanders, veelal huurders of huurdersbelangenverenigingen, van regulering zullen argumenten aanvoeren over zekerheid, toegankelijkheid en betaalbaarheid. Tegenstanders, veelal de eigenaren van huurwoningen, zullen aanvoeren dat indien investeringen minder rendabel worden door reguleringsmaatregelen deze minder plaats zullen vinden, in bestaande en nieuwbouw. Zij trekken zich mogelijk terug totdat een markt weer in een 'evenwichtssituatie' (DiPasquale, D., & Wheaton, 1996) komt en gewenste rendementen weer behaald kunnen worden. Onderzoek van Weitzman uit 1985 concludeert dat in de complexiteit van de huurwoningmarkt als geheel reguleringsmaatregelen zowel negatieve als positieve effecten kennen. Beleidsmakers dienen naar Weitzman's conclusies rekening te houden met de het feit dat het noodzakelijk is in breder perspectief naar de huurwoningmarkt te kijken indien ze een in

gespannen markten willen ingrijpen. Simpelweg doorvoeren van huurmaximering doet te weinig recht aan alle factoren die invloed hebben op een markt. De complexiteit van de (huur)woningmarkt en het feit dat eenzijdige maatregelen niet het gewenste effect sorteren, maar wel effectief kunnen zijn indien ze onderdeel zijn van een breder pakket aan maatregelen, is door Whitehead en Williams onderschreven (Whitehead en Williams, 2018). De impact van reguleringsmaatregelen is echter altijd afhankelijk van de lokale omstandigheden op een (huur)woningmarkt (Arnott, 1995; Haffner et al., 2012).

Sinds de wijziging van de Huurprijzenwet woonruimte in Nederland per 1 juli 1994 is het huidige stelsel van huurprijsbescherming ingevoerd, waarbij de eerdere genoemde categorisering van gereguleerde en niet-gereguleerde woningen is ontstaan (Hielkema, z.j.). Het WWS, dat in dit stelsel bepaalt in welk huurregime een huurwoning valt, is sinds 1994 inhoudelijk enkele keren aangepast, veelal leidend tot een stijging van de maximale huurprijzen en verdergaande liberaliseringsmogelijkheden. Belangrijke wijzigingen in het WWS zijn de geleidelijk afschaffing van de verouderingsaftrek in 2003, de introductie van de energieprestatie van woningen als onderdeel van de woningwaardering in 2011, de WOZ-waarde die voor een groter deel bepalend voor de woningwaardering werd in 2015 (en in 2022 weer voor een kleiner gedeelte middels de 'WOZ-cap'). In 2016 werd het WWS vervolgens aangepast zodat kleine huurwoningen in Amsterdam en Utrecht een hogere puntenwaardering zouden krijgen.

De achtergronden van deze wijzigingen zijn vooral toe te schrijven aan het beleid van de verschillende regeringen in deze periode, dat gericht was op een verkleining van de sociale huursector, of vergroting van de geliberaliseerde sector. In de in 2013 gepresenteerde 'hervormingsagenda woningmarkt' noemt toenmalig minister Blok bijvoorbeeld het middensegment meer dan eens als doel en als middel dat ingezet kan worden om de Nederlandse woningmarkt te veranderen. Het streven van minister Blok was in feite puur een vergroting van het geliberaliseerde segment, want er worden geen specifieke huurprijscategorieën of vormen van regulering in dit segment benoemd in de hervormingsagenda. Het liberaliseren van gereguleerde huurwoningen werd door Blok aangemoedigd, ook indien dat bezit van woningcorporaties was. Toenmalig minister Ollongren heeft vanaf 2020 getracht om de huurprijzen in het middensegment te maximeren met een zogenoemde 'Noodknop' op basis waarvan huren middels een percentage van de WOZ-waarde van een woning gemaximeerd zouden worden. Deze maatregel heeft het destijds niet gehaald, maar illustreert de theorie van de 'path dependency' waarin de politiek met korte termijn (specifiek en niet met algehele hervormingen) beleid reageert op actuele economische ontwikkelingen.

Ook is de reikwijdte van het WWS door de tijd heen veranderd, doordat het WWS bijvoorbeeld vaker wordt ingezet om de kaders van lokale huisvestingsverordeningen die betrekking hebben op middenhuur te bepalen. Een landelijk geldende algemene maatregel wordt hiermee als maatwerk lokaal ingezet. Daarnaast varieerden de afgelopen jaren de maximale huurverhogingen voor gereguleerde huurcontracten van een bevrozing tot inkomensafhankelijk met een maximum van inflatie plus 5%. Objectief valt vast te stellen dat het geliberaliseerde, of 'vrije sector' segment, wat impliceert dat indien een woning volgens het WWS voldoende punten heeft de prijsstelling en jaarlijkse huurverhoging (gegeven redelijk en billijkheid van het burgerlijk wetboek) vormvrij is, niet geheel vrij meer is. Toenemend overheidsingrijpen en een dreigende stapeling van verdere maatregelen zorgt dat specifiek het middensegment binnen het geliberaliseerde segment steeds verder gereguleerd raakt.

Een totaaloverzicht van de belangrijkste reguleringsmaatregelen zoals ze primo 2023 op landelijk en lokaal (G5) niveau voor bestaande huurwoningen aanwezig zijn, zijn opgenomen in 'Bijlage 2. Overzicht (middenhuur) regulering G5 en landelijk', waarvan de belangrijkste maatregelen, specifiek voor het middensegment, hieronder kort zijn opgesomd.

- Landelijk: wijziging van het WWS door inperking van de component WOZ-waarde, waardoor woningen minder snel geliberaliseerde te verhuren zijn en een tijdelijke (3-jaars) maximering van de toegestane jaarlijkse huurverhoging die eventueel ruimere contractbepalingen overschrijft.
- G5: Toewijzing van huurwoningen met een bepaalde puntenkwaliteitsgrens (middels huisvestingsvergunningen) en/of huurprijs aan specifieke inkomensgroepen en/of doelgroepen.

De positie van het middensegment is landelijk en lokaal op dit moment dus al aan randvoorwaarden onderhevig. Lokaal laat zich dit in de G5 steden al geregeld zien in voorwaarden die gemeenten stellen aan huurwoningen in nieuwbouwprojecten middels de verschillende mogelijkheden in regelgeving die zij voorhanden hebben, zoals lokale huisvestingsverordeningen en erfpachtvoorwaarden. Zowel in de programmering waarin middensegment huurwoningen een specifieke categorie zijn, als in de voorwaarden die aan deze categorie verbonden zijn. Die voorwaarden richten zich veelal op de maximale huurprijs, de maximale jaarlijkse huurverhogingen en op toewijzingscriteria van bepaalde inkomensgroepen die in aanmerking komen voor deze woningen. Die toewijzingscriteria aan bepaalde inkomensgroepen worden steeds vaker middels lokale huisvestingsverordeningen óók toegepast op de bestaande huurwoningenvoorraad. Hiermee is de term 'gereguleerde middenhuur' geïntroduceerd; niet-gereguleerde huurwoningen die al dan niet voor een bepaalde periode gebonden zijn aan en/of maximale huurprijzen, maximale jaarlijkse huurverhogingen en verplichte toewijzing aan specifiek doelgroepen of inkomensgroepen. Hierbij valt op te tekenen dat er regionaal verschillen ontstaan, maar de gemene deler is dat regulering van het middensegment steeds grotere vormen aanneemt.

Recente en mogelijk toekomstige reguleringsmaatregelen in het middensegment.

In het verleden zijn verschillende voorstellen tot modernisering of aanpassing van het WWS gedaan. De gemene deler in al deze voorstellen is dat de reikwijdte van regulering van de huurwoningenmarkt groter wordt, waarmee maximaal toegestane huurprijzen voor een groter deel van de huurwoningenvoorraad worden begrensd. Doel hierbij is om een gereguleerd middensegment te creëren. SEO Economisch Onderzoek (2019) concludeerde in haar onderzoek naar de in 2019 voorgestelde 'noodknop middenhuur', dat deze maatregel weinig effect zou sorteren op het gebied van vergroten van het middensegment en de beschikbaarheid van deze huurwoningen aan middeninkomens. Het risico dat verhuurders zich door deze maatregel door verlaagde rendementen zouden terugtrekken werd onderkend, omdat een groot deel van de geliberaliseerde sector hierdoor gereguleerd zou kunnen worden. Mogelijke verkopen en terughoudendheid in investeringen in nieuwbouw en in de kwaliteit van de bestaande voorraad werden door SEO specifiek benoemd als risico. In juli 2020 liet minister Ollongren per kamerbrief weten dat de 'noodknop middenhuur', na veelvuldig kritiek vanuit de sector (IVBN, 2020), van tafel was en introduceerde andere maatregelen om de betaalbaarheid voor huishoudens met middeninkomen (de doelgroep voor het middensegment) te verbeteren. Maximering van de huurverhoging voor geliberaliseerde woningen van inflatie + 2,5% was een van de maatregelen, die inmiddels is aangescherpt, daarnaast werd

aangekondigd dat gemeenten de mogelijkheid krijgen om in specifieke gebieden een ‘opkoopbescherming’ door te voeren, waarmee voorkomen kan worden dat betaalbare koopwoningen door belegger ten behoeve van de verhuur worden aangekocht (‘buy-to-let’). Het onderzoek naar mogelijke regeringsmaatregelen is hiermee echter niet afgerond en de politieke en maatschappelijk druk om maatregelen om middeninkomens beter toegang tot het middensegment te geven is groot. Mogelijkheden tot reguleren van het middensegment zijn recent onderzocht (STEC, 2021 en 2022) In opdracht van het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (BZK). Ook de ‘noodknop’, of het maximeren van huurprijzen op basis van een WOZ-percentages, kwam daarbij weer ter sprake. Politieke discussies over de grootte van het middensegment en het waarborgen van betaalbaarheid spelen hierin een grote rol, zoals in maart 2022 door minister de Jonge in zijn ‘Nationale woning woon- en bouwagenda’ gepresenteerd. De minister geeft hierin aan het middensegment te willen gaan reguleren door de huurprijzen te maximeren. Per kamerbrief van 9 december 2022 heeft minister de Jonge de contouren van zijn plannen om middenhuur te reguleren uiteengezet, samengevat in 7 elementen.

Element	Invulling
1. Bovengrens regulering middenhuur	Tot 187 punten (circa 1.000 euro op prijspeil 2022). De WWS-tabel wordt jaarlijks geïndexeerd met inflatie en zal naar verwachting uitkomen op circa 1.100 euro bij inwerkingtreding van de wet.
2. Reikwijdte	Regulering middenhuur gaat gelden voor nieuwe huurcontracten.
3. Duur van de regulering	De regulering geldt tijdelijk zolang er schaarste is en wordt periodiek geëvalueerd op de noodzaak. Richting de uitwerking van het wetsvoorstel worden de indicatoren hiervoor gespecificeerd. Op basis daarvan kan worden bepaald of de wetgeving onder veranderende omstandigheden nog noodzakelijk is.
4. Modernisering WWS	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Maximering van de WOZ-waarde</u> in het WWS gaat gelden vanaf 187 punten, wat betekent dat voor woningen boven deze grens de WOZ-waarde voor maximaal 33% van het totaal aantal WWS-punten mag zorgen. Hiermee wordt voorkomen dat woningen alleen vanwege een hoge WOZ-waarde geliberaliseerd worden. • <u>Zwaardere weging van energielabels</u>: goede labels worden nog meer gewaardeerd dan nu het geval is en slechte labels (E, F en G) krijgen aftrekpunten. • <u>Buitenruimtes</u> worden beter gewaardeerd. Hierdoor komt er een verschil in de waardering van buitenruimtes tot 25m².
5. Jaarlijkse huurprijsstijging	Mijn voornemen is om de jaarlijkse huurprijsstijging in het middensegment te maximeren op de CAO-loonontwikkeling + 0,5%.
6. Toewijzing van middenhuurwoningen aan middeninkomens	Voor de toewijzing wordt aangesloten bij de huidige mogelijkheden die de Huisvestingswet 2014 biedt. Via deze weg kunnen gemeenten regels stellen waardoor middenhuurwoningen met voorrang kunnen worden toegewezen aan woningzoekenden met een middeninkomen. De definities van middenhuur en middeninkomens worden straks wettelijk vastgelegd. Gemeenten houden de mogelijkheid om het segment waarvoor ze toewijzingsregels willen stellen te vergroten.
7. Reeds gemaakte lokale afspraken tussen gemeenten en ontwikkelaars	Het uitgangspunt is dat de regulering zowel voor bestaande bouw als nieuwbouw gaat gelden. Met gemeenten, investeerders en ontwikkelaars wordt besproken wat dit betekent voor projecten waar zij reeds afspraken over hebben gemaakt. De uitkomst hiervan
	neem ik mee in de consultatieversie van het wetsvoorstel. Als onderdeel van een overgangsregime, wil ik – juist om vertraging van de bouwproductie van projecten die momenteel worden vormgegeven te voorkomen – een tijdelijke prijsopslag toestaan voor nieuwbouwprojecten die worden opgeleverd ná 1 januari 2024 en waarvan de bouw vóór 1 januari 2025 is gestart. Deze opslag op de maximale huurprijs volgens het WWS bedraagt 5% voor 10 jaar.

Figuur 2.5: Tabel totaalbeeld regulering. Bron: Kamerbrief Regulering middenhuur (9 december 2022).

Deze voorgestelde regulering vormt de basis van het onderzoek naar de impact van regulering op de strategie en het beleid van institutionele woningbeleggers. Er wordt uitgegaan van de voorliggende huurprijsmaximering door vergroting van de reikwijdte van het WWS middel verhoging van de liberalisatiegrens naar 187 WWS-punten.

Op basis van marktinformatie en toetsing op een representatieve woningportefeuille zijn de effecten te kwantificeren. Naast de effecten op contract- en markthuurprijzen, het direct rendement, is ook een inschatting op het effect op de marktwaarderingen, het indirect rendement, te maken. Spiegelend aan het model van Di Pasquale en Wheaton (Figuur 2.1) is de verwachting vooraf dat huurprijsverlaging door regulering leidt tot verlaagde aantrekkelijkheid in de kapitaalmarkt. Dit leidt dan op haar beurt tot een lagere bouwproductie, of juist een veranderende markt die mitigerende maatregelen gaat bedenken (zoals verduurzamen en kwaliteit toevoegen), of zich juist op een specifiek product gaat richten dat geen prijsrisico loopt. De impact op de ruimtemarkt zal in eerste instantie naar verwachting negatief zijn. De ontwikkelmarkt zal zich naast de dalende vraag waarschijnlijk ook niet snel genoeg kunnen aanpassen om het aantal onttrekkingen in de markt dat door verkopen zal plaatsvinden bij te houden.

2.6 Conclusie

In deze conclusie van Hoofdstuk 2 wordt de deelvraag “Hoe werkt en is de huurwoningenmarkt samengesteld in Nederland en welke (midden)huurwoningen vallen onder het aandachtsgebied van regulering” beantwoord.

De Nederlandse huurwoningmarkt wordt gedomineerd door woningcorporaties wiens focus ligt op het bieden van huisvesting in het gereguleerde sociale huur segment. Het geliberaliseerde segment, de ‘vrije sector’, bestaat relatief kort in Nederland en is met 10% klein. Hiervan kwalificeert slechts 6% zich als middensegment huurwoning, voor het grootste deel in bezit van commerciële beleggers. De oorzaak hiervan ligt mede in de (historisch) sterke regulering van de huurwoningenmarkt.

Huurregulering is gecompliceerd en continue aan verandering onderhevig. Het is verworden tot een politiek sturingsmiddel. Gedreven door marktdruk en publieke opinie, heeft minister de Jonge aangekondigd de huurwoningmarkt voor een groter deel te willen gaan reguleren. Betaalbaarheid en politieke kleur van een regering zijn daarbij belangrijker factoren. Heeft een regering een meer liberale rechtse signatuur waarbij vrije marktwerking centraal staat, of is er een meer linkse sociale signatuur waarbij meer aandacht uitgaat naar betaalbare huisvesting. De definitie van betaalbaarheid is daarnaast steeds diverser en complexer geworden, met aandacht voor wat betaalbaar is voor lage en middeninkomens en hoe zicht dat verhoudt tot een (stedelijke) locatie. Lokaal hebben gemeenten nu al mogelijkheden specifieke regeringsmaatregelen in te zetten door bijvoorbeeld voorwaarden te stellen aan de maximale huurprijzen bij nieuwbouwprojecten. Een bepaalde mate van huurregulering, buiten algemene wettelijke verplichtingen, bestaat dus al in de huidige niet-gereguleerde sector. Hiermee is het gereguleerde middensegment ontstaan.

De vraagdruk in het middensegment is groot en vergroting van het middensegment is gewenst. Institutionele vastgoedbeleggers zien een optimale risico-rendementsverhouding in middensegment huurwoningen als belegging. Politiek wordt onderzocht of vergroting van het middensegment door reguleringsmaatregelen te bewerkstelligen is. Het effect hiervan is afhankelijk van hoe de regulering er exact uit zal komen te zien, zoals voorbeelden in internationale context ook aantonen. Uit deze voorbeelden en ander historisch onderzoek is als gemene deler op te maken dat regulering beleggers

afschrikt, of niet uitnodigt, te investeren in nieuwe of bestaande huurwoningen in een gereguleerd segment. Reguleringsmaatregelen hebben daardoor niet altijd het beoogde effect van het vergroten van betaalbaarheid en vergroten van het aanbod van huurwoningen. Dit komt mede doordat ze vaak gedreven worden door economische, sociale en politiek omstandigheden van een moment, beïnvloed door bestaande systemen en manieren van denken (zoals in Nederland het WWS). Ze zijn veelal korte termijn gedreven en zijn op zichzelf veelal geen structurele verandering en verbetering van de werking van de (huur)woningmarkt.

Het vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton toont aan welke effecten huurprijsregulering heeft op de ruimtemarkt (huurwoningenmarkt), door verbinding van de ruimte- met de kapitaalmarkt (beleggingsmarkt). Regulering is beginsel positief voor huurders, omdat markthuren dalen en de betaalbaarheid toeneemt. Verhuurders, de kapitaalmarkt, zullen echter reageren met aangescherpte rendementseisen, leidend tot een nieuw evenwicht in de ontwikkelmarkt van verminderde productie. Dit zal leiden tot disfunctioneren van de huurwoningmarkt en zal beleggers in deze markt hun investeringsbeleid en strategie doen herzien. Dit lijkt tegenover de doelstellingen van regulering te staan, namelijk het nastreven van betaalbaarheid in de vorm van lagere huren en een verruiming van het aanbod, door de bouwproductie te stimuleren en vergroten. Door de politieke nadruk op huurprijsniveaus wordt enkel het eerste kwadrant, dat van de kapitaalmarkt, gezien. De versturende werking daarvan via de kapitaalmarkt op uiteindelijk de ontwikkelings- en ruimte markt krijgt minder aandacht.

3. Impact van regulering op beleid en strategie van institutionele huurwoningbeleggers.

In hoofdstuk 2 is theoretisch beknopt uiteengezet hoe de ruimte- en kapitaalmarkt functioneren en hoe deze functioneren in de Nederlandse situatie. In dit hoofdstuk wordt verder ingegaan op de wijze waarop institutionele beleggers mutaties in regulering zullen beschouwen vanuit hun perspectief. Dit geeft handvatten voor het kwantitatieve onderzoek. Ten eerste wordt gekeken naar de opbouw van institutionele beleggingsportefeuilles en hieraan ten grondslag liggende beleidsdoelstellingen. Vervolgens worden de verschillende mogelijkheden van beleggers om in te spelen op veranderende regelgeving besproken, teneinde een beeld te vormen hoe beleggers kunnen reageren op de mutaties op de woningmarkt middels aanpassing van strategie en beleid.

3.1 Beleggingsbeleid en -strategie institutionele huurwoningbeleggers

Institutionele huurwoningbeleggers, of die met een institutioneel karakter, hebben een lange termijn beleggingshorizon en beleggen veelal vermogen van pensioenfondsen en verzekeraars. Pensioenfondsen en verzekeraars beleggen op basis van hun individuele beleggingsbeleid ondermeer in huurwoningen om met de (directe) rendementen hiervan aan hun uitkeringsverplichtingen richting pensioengerechtigden en verzekerden te kunnen voldoen (Van Gool, 2013). Beleggen in huurwoningen wordt, binnen bepaalde bandbreedte, beschouwd als voorspelbaar, kijkend naar het stabiele direct rendement op lange termijn, dat minimaal inflatievolgend is en zodoende als 'inflatiehedge' gezien wordt. Institutionele woningbeleggers in het middensegment rekenen op een jaarlijks rendement op langere termijn, afhankelijk van verschillende strategieën en visie, van ongeveer 3,75 procent boven de risicovrije rente (Brounen, 2022).

De rendementseis voor huurwoningen is hoofdzakelijk een vertaling van het ingeschatte risico van de belegging, die gekwantificeerd wordt door middel van rendementsopslagen ten opzichte van een risicoloze belegging. Deze opslag kan direct voortvloeien uit een ingeschatte samenhang met de vergoeding van marktrisico, danwel uit een samenstel van verschillende factoren die elk een eigen risico-opslag kennen. Hiermee volgen beleggers doorgaans een CAPM-achtige (Sharpe, 1964) benadering. Veelal worden beleggingen in huurwoningen als risico-arm beschouwd door institutionele beleggers.

De aandacht van institutionele woningbeleggers gaat met name uit naar het middensegment op de huurwoningmarkt, aangezien dit gezien wordt als de meest aantrekkelijke markt in termen van risico en rendement. Specifiek gespannen woningmarkten (de G5 steden van Nederland) waar de vraagdruk hoog is worden als aantrekkelijke markten beschouwd. Afhankelijk van de locatie zijn dit huurwoningen vanaf de liberalisatiegrens tot een huur van €1.200 tot €1.500 euro (G5). Hierbij ligt de focus op relatief jonge, duurzame woningen. In dit segment bestaat een hoge marktvraag, is de betaalbaarheid voor middeninkomens gewaarborgd en wordt daarmee een stabiele belegging met beperkt risico geboden. In toenemende mate speelt duurzaamheid een rol in de beleggingsstrategie, vanuit het oogpunt van betaalbaarheid voor huurders, maar ook vanuit het oogpunt van duurzaamheidsambities van aandeelhouders en verplichtingen vanuit nationale en Europese regelgeving. Denk aan de Paris-Proof akkoorden en de CRREM-norm, die steeds strengere eisen stellen aan de energieconsumptie en de CO2 uitstoot van de gebouwde omgeving.

Om zowel betaalbaarheid en duurzaamheid te waarborgen en zo het risicoprofiel laag te houden hebben institutionele woningbeleggers dus een beleidsmatige focus op nieuwbouw, relatief jonge woningen, óf het verduurzamen en upgraden van bestaande woningen. Ouder bezit dat op lange termijn de beleggingscriteria niet behaalt wordt verkocht, omdat het bijvoorbeeld niet tegen een gestelde rendementseis verduurzaamd kan worden. Hetzelfde geldt voor beleggingen op locaties of in huurprijsegmenten, het sociale segment of juist het hogere segment, waar op langere termijn de beleggingscriteria en rendementseisen niet worden behaald.

Een lange termijn voorspelbaarheid met betrekking tot huurprijsregulering en toegestane jaarlijkse huurverhogingen is van belang om het investeringsbeleid en de strategieën in de huurwoningenmarkt rationeel te kunnen onderbouwen over een langere periode (Brounen, 2022). Ingrijpende veranderingen hierin hebben groot effect op de uitkomsten van potentiële beleggingen, of de toekomst van bestaande beleggingen. De onzekerheid die de aankondiging, invoering en duur van regulering met zich meebrengt zorgen voor meer risico, wat zich op termijn kan vertalen in een verhoging van de gestelde rendementseis (Brounen, 2022). Het beleggingscriterium dat van belang is om tot een geschikte belegging te komen (Van Gool, 2013), het behalen van het gewenste rendement binnen het te accepteren risico, wordt hiermee onzekerder te bepalen.

De strategie van een institutionele woningbelegger met een lange termijn horizon laat zich samenvatten in een aantal strategische tactieken, die in hoofdstuk 5 getoetst zullen worden op het effect van regulering. De volgende vier strategieën zijn de belangrijkste (STEC, 2021; CBRE, 2022; eigen bewerking Vesteda strategie):

1. Exploiteren

Wanneer een bestaand object of een nieuw te verwerven object voldoet aan de gestelde beleggingscriteria en voldoet aan de (kwalitatieve) strategische vereisten van een belegger, zal de strategie zich toespitsen op een zo optimaal mogelijk exploitatie om deze criteria langjarig te blijven behalen. De waardeontwikkeling van een object zal naast de leegwaarde ontwikkeling voortkomen uit de huurontwikkeling, zowel door de jaarlijkse huurverhogingen als door de groei van de markthuurl die bij mutatie gerealiseerd kan worden. Investerings ten behoeve van waarde creatie zullen niet snel plaatsvinden, de focus ligt naast de huur- en waardeontwikkeling meer op het bewaken van de exploitatiekosten.

2. Investeren:

In bestaande objecten, reeds in exploitatie of te acquireren, waar kansen worden gezien om waarde te creëren, zowel direct aan de inkomstenkant (huur) als de (markt)waardekant, wordt geïnvesteerd indien er voldaan kan worden aan de gestelde rendementseisen en dus waarde gecreëerd kan worden. Denk bijvoorbeeld aan het mogelijk liberaliseren van gereguleerde huurwoningen door kwaliteit toe te voegen, waardoor een groot huurpotentieel na mutatie gerealiseerd kan worden. Ook bijvoorbeeld het verduurzamen van objecten, zodat deze passen binnen de kwalitatieve criteria die een belegger aan haar portefeuille stelt en daarnaast waarde creëren of daarmee (toekomstige) risico's mitigeren vallen hieronder.

3. Uitponden:

Indien een object bij reguliere exploitatie, of na investeringen, niet voldoet aan de rendementseisen en kwalitatieve criteria van een belegger en deze niet door investeringen kunnen worden behaald of niet kunnen worden geaccepteerd is verkoop, specifiek uitponden, een tactiek om de gestelde

rendementseisen wel te behalen. Uitponen is het individueel verkopen van woningen nadat deze gemuteerd zijn en dus vrij zijn van een huurcontract. De woning wordt dan gewaardeerd op leegwaarde en kan veelal tegen een hogere opbrengst worden verkocht dan een woning in verhuurde staat. De meeropbrengsten ten opzichte van de marktwaarde van de individuele woning zal naar verwachting het rendement verhogen. Deze tactiek kost tijd, immers een woning kan pas worden uitgeponen indien deze niet meer verhuurd is en is onderhevig aan marktontwikkelingen op de koopwoningmarkt. Het is daarmee een onzekere strategie.

4. Verkopen:

Indien uitponen als tactiek niet zal leiden tot de gewenste rendementen, de operationele risico's die dat met zich meebrengt te groot zijn of de doorlooptijd hiervan als te lang wordt ervaren, is verkoop van een object als geheel tegen de dan geldende marktwaarde een mogelijke tactiek. Op deze manier komt de marktwaarde direct vrij en kan deze aangewend worden voor acquisities, investeringen, het verminderen van mogelijke financiering of als dividend richting aandeelhouders.

3.2 Impact regulering op strategie

De verschillende strategieën die een woningbelegger hanteert worden beïnvloed door de karakteristieken en mogelijkheden van het type product (woning) en de markt (o.a. marktdruk en locatie en inschatting van de markthuren; welke huur is haalbaar in een specifieke markt en zorgt dit huurniveau voor het behalen van de rendementseisen?). Deze strategieën worden ingekaderd door de ruimte die regelgeving voorschrijft wat betreft de maximale huurprijzen en toegestane jaarlijkse huurverhogingen. Gedegen onderzoek naar ondermeer economische, demografische en maatschappelijke ontwikkelingen zal de specifieke strategie van een belegger drijven in de keuze voor een specifiek product en specifieke markt. Gezien de lange termijn horizon van institutionele beleggers zal daarbij in ogenschouw worden genomen wat de specifieke landelijke en lokale regelgeving is, wat de duur en zekerheid hiervan is, om tot afgewogen investeringsbeslissingen te komen. Een bepaalde mate van onzekerheid wordt hierbij ingerekend, immers zal op basis van onderzoek een inschatting moeten worden gemaakt over langjarige ontwikkelingen van de inflatie als grootste driver van de toegestane jaarlijkse huurverhoging, kostenniveaus voor beheer en onderhoud, markthuren en waardeontwikkeling.

Een van de grootste drivers in de te bepalen strategie is de te realiseren huurinkomsten. Immers zorgen deze voor het direct rendement (Hoofdstuk 4), geven ruimte voor kosten in beheer en onderhoud (investeringen buiten beschouwing gelaten, zie hoofdstuk 4 voor nadere toelichting), en zijn een belangrijke component in de marktwaardering van verhuurd vastgoed (Hoofdstuk 4).

Zoals het vierkwadrantenmodel laat zien zijn mogelijke effecten van verdergaande huurprijsregulering van invloed op strategische overwegingen. Maximering van huurprijzen in het middensegment leiden ertoe dat markthuren waar een belegger mee rekent worden afgetopt door regelgeving. Hierdoor komen rendementen onder druk te staan. Als de vier kwadranten uit het model van Di Pascquale en Wheaton worden doorlopen zijn de belangrijkste effecten die mogelijk plaatsvinden:

- 1. Waardedalingen:* Een negatief indirect rendement, eenmalig of over een langere periode kan regulering leiden tot afwaarderingen van de marktwaarde.

2. *Vermindering van nieuwbouwaanbod*: Met verminderde inkomsten komen rendementseisen onder druk en zal de financiële haalbaarheid van het acquireren van nieuwbouw tegen de gestelde rendementseisen onder druk komen te staan.

3. *Het aanbod van bestaande middenhuurwoningen kan slinken*: Indien rendementseisen op middenhuurwoningen enkel behaald kunnen worden door uitpondingen (individuele verkopen van woningen niet belast met een huurcontract) en daardoor de voorraad middenhuurwoningen afneemt.

4. *Geografische tweedeling*: Een mogelijke een ongewenste lokale (her)verdeling kan plaatsvinden in de huurwoningmarkt. Minder gespannen woningmarkt locaties waar regulering geen effect heeft op de (markt)huren van middenhuurwoningen, maar waar momenteel de vraagdruk minder hoog is, zullen het aanbod mogelijk zien toenemen. Gespannen locaties, met een momenteel hoge vraagdruk, zullen een afname van middenhuurwoningen zien indien een belegger de gestelde rendementseisen niet weten te behalen.

5. *Toename van (de markthuren in) het vrije sector segment in gespannen woningmarkten*: Indien zonder huurprijsregulering aan de gestelde rendementseisen kan worden voldaan, worden vrije sector huurwoningen een aantrekkelijkere propositie, op voorwaarde dat nog voldaan wordt aan het gewenste rendement-risico profiel van de specifieke beleggingen. Bestaande vrije sector huurwoningen zullen wellicht op hogere markthuren worden gewaardeerd indien de voorraad afneemt. Afhankelijk van de mate van impact van huurprijsregulering zal een belegger zijn strategie en tactieken bijstellen of de effecten accepteren, indien deze bijvoorbeeld een tijdelijkheid in zich hebben, of een relatief klein effect hebben. Dat 'de aankondiging het effect sorteert' (Vastgoedmarkt, 2023) is echter al wel te merken in de particuliere verhuurder markt, waar kleinere belegger met twijfels over de bestendigheid voor regulering van hun woningbeleggingen mogelijke toekomstige risico's mitigeren door eerder voor een uitpondtactiek te kiezen.

3.3 Risico perceptie van regulering van huurwoningen

Een institutionele belegger zoekt altijd de optimale balans tussen risico en rendement, dat is de kern van haar beleid. In het geval van een bestaand of nieuw te verwerven belegging die (mogelijkerwijs) beïnvloed wordt door regulering, zal dat in geprijsd worden. Regulering brengt namelijk risico met zich mee op de huurstromen, mogelijke exit strategieën, zoals uitponden of complexmatige verkoop en daarmee ook de (toekomstige) marktwaardering van het object. Een veel voorkomende manier om risico te duiden is het hanteren van een disconteringsvoet (als minimale IRR (rendementseis) voor een belegging), op basis van een risicovrij rendement met opslagen voor de categorie 'vastgoed' en de specifieke object kenmerken. De specifieke risicocomponent voor een categorie kan bijvoorbeeld voor middensegment huurwoningbeleggingen gelden. Voor een specifiek object kan rekening worden gehouden met de karakteristieken van dat object, zoals bijvoorbeeld de markt, locatie, huurprijssegment, leeftijd en onderhoudskosten.

Disconteringsvoet	7,50%
Risicovrije rente	5,00%
Toeslag voor categorie-risico	2,00%
Toeslag voor object-risico	0,50%

Figuur 3.1 Voorbeeld opbouw van een disconteringsvoet (Bron: NBA, Goed gewaardeerd vastgoed, 2014)

Figuur 3.1 toont een theoretisch voorbeeld van hoe een disconteringsvoet kan worden opgebouwd: *“De disconteringsvoet geeft de gewenste marktconforme vergoeding voor de gedane investering, rekening houdend met de risico’s die voortvloeien uit de verwachte toekomstige kasstromen die voortkomen uit het investeringsobject”* (NBA, 2014). De risicovrije rente wordt veelal afgeleid van de rentepercentages van (risicovrije) 10-jarige Nederlandse staatsobligaties. De categorie- en object toeslagen zijn minder objectief vast te stellen en zijn dus afhankelijk van de perceptie van een belegger of externe taxateur over de toekomstige kasstromen van een object. Disconteringsvoeten zullen zodoende verschillen, naargelang de visie van de opsteller en vraagt zodoende bij een (institutionele) belegger om een eigen visie wanneer aan de hand van een gehanteerd disconteringsvoet voor een woningbelegging een minimum rendementseis wordt bepaald. Deze methode leent zich goed om scenario’s te bepalen, bijvoorbeeld indien door mogelijke regulering van maximale huurprijzen de visie op de te hanteren toeslagen voor categorie- en/of objectrisico wijzigen.

Een analyse (Figuur 3.2 in bijlage 3) is gemaakt van de ontwikkeling van de discontovoeten uit de Vesteda portefeuille, zoals gehanteerd door externe taxateurs, afgezet tegen de 10-jaars Nederlandse staatsobligaties, als maatstaf voor de risicovrije rente. Voor 2009 (start van ‘quantitative easing’ (kwantitatieve verruiming), waarbij de centrale banken de geldhoeveelheid vergrootten in een poging de economie te stimuleren, leidend tot lagere rentes op staatsobligaties) lag de risk premium gemiddeld 50bps boven de 10-jaars Nederlandse staatsobligaties, met uitschieters naar 100bps. Na 2009 lag deze gemiddeld 3% boven de 10-jaars Nederlandse staatsobligaties, om sinds halverwege 2022 weer flink te dalen wegens snel stijgend rentes. Discontovoeten bleven over deze periode echter relatief stabiel.

Ook is de verhouding van de gemiddelde rente van de 10-jaars Nederlandse staatsobligaties als onderdeel van de totale discontovoet voor meergezinswoningen in het middensegment in de gespannen woningmarkten van Nederland (‘kernregio’s’ volgens de definitie van Vesteda) beschouwd (Figuur 3.3 in bijlage 3). Hierin is duidelijk op te maken dat de risicopremie (totale discontovoet – risicovrije rente uitgedrukt als de rente op 10-jaars Nederlandse staatsobligaties) als onderdeel van de totale discontovoet niet evenredig meebeweegt met de risicovrije rente.

De analyses van de discontovoeten laten zien dat de relatie tussen de risico vrije rentevoet waarmee wordt gerekend en de risicoperceptie van huurwoningen in gehanteerde discontovoeten van externe taxateurs geen duidelijke correlatie hebben. Op momenten dat de risicovrije voet laag is neemt de risico perceptie toe, kijkend naar de gehanteerde discontovoeten en vice versa. Dit is strijdig met de theorie van hoe een discontovoet is opgebouwd. In de praktijk blijkt dat een marktconforme disconteringsvoet een *“verwacht consensus rendement dat beleggers denken te behalen op een vastgoedbelegging”* (Grevelink, 2015) is. Het is als het ware een vooraf bepaalde rendementseis op basis van een ingeschatte kasstroom met een daaraan gekoppeld risicoprofiel. Grevelink (2015) concludeert in onderzoek dat het niet vast te stellen is of het bepalen van een van de marktwaarde van een woningbelegging aan de hand van een marktconforme disconteringsvoet mogelijk is. Vastgoedmarkten functioneren nu eenmaal niet ‘perfect’. Grevelink concludeert dat de opbouw methode van een disconteringsvoet met een risicovrije en risico specifieke componenten niet toepasbaar is om een correcte marktwaarde van een object vast te stellen. Eerder valt vast te stellen dat marktwaardes op basis daadwerkelijke transacties de drijvers zijn van gehanteerde disconteringsvoeten in marktwaarde bepalingen.

Is nu de risicoperceptie van (aanstaande) huurregulering op basis van een risico-opslag in te schatten? Gezien bovenstaande moet het antwoord ontkennend zijn, maar de mogelijke impact op kasstromen, door maximering van markthuren is in kasstromen te modelleren. Gespiegeld aan gestelde rendementseisen kan dat, ceteris paribus, leiden tot disconteringsvoeten die het risico van regulering op de huurwoningenmarkt weerspiegelen. Het risico, of de meest onzeker variabele, is dan natuurlijk wat het effect op kasstromen van specifieke regulering is. Dat effect laat zich op het moment dat de aangekondigde regulering nog niet volledig duidelijk niet precies kwantificeren. Daarbij is van belang wat de mate en reikwijdte van huurmaximering is en of die voor een bepaalde of onbepaalde tijd gaat gelden. Daarnaast is ook van belang of regulering naast impact op aanvangshuren ook gepaard gaat met andere specifieke regelgeving over toewijzingsnormen of maximaal toegestane jaarlijkse huurverhogingen.

Naast negatieve effecten op kasstromen kan gesteld worden dat kasstromen van gereguleerde huurwoningen minder risico met zich meedragen na regulering. Vanuit de veronderstelling dat de eigenlijke markthuren (zonder invloed van regulering) van dergelijke woningen hoger liggen, zal de vraag hoog zijn, zal er weinig risico op leegstand zijn, zullen mutatiegraden en -kosten mogelijk veranderen en de onderliggende leegwaardes zullen het eventuele negatieve effect op marktwaarderingen mogelijk mitigeren, indien er geen restrictie bestaat op het uitpanden van woningen. Hoe een eventueel verminderd risico zich laat kwantificeren is lastig te duiden en zal afhankelijk zijn van individuele rendementseisen en risicopercepties van beleggers.

Onderzoek naar de relatie tussen onzekerheid van economisch overheidsbeleid op een woningmarkt, in de vorm van regulering, en gestelde rendementseisen is schaars en geeft ook geen duidelijk antwoord op de wijziging van risicoperceptie van beleggers bij de invoering van regulering op de huurwoningmarkt. Enkele voorbeelden geven wel een richting. Zo wijst onderzoek uit de Verenigde staten (Antonakakis et al., 2015) erop dat de relatie tussen onzekerheid over economisch (woningmarkt)beleid van een overheid en rendementen op woningbeleggingen door de jaren heen verschillen en gevoelig zijn voor economische ontwikkelingen, zoals een recessie. Op basis van maandelijkse data uit de periode van 1987 tot en met 2014 wordt geconcludeerd dat de dynamische correlaties tussen economische overheidsbeleid en rendementen op woningbeleggingen consistent negatief zijn, en een dieptepunt bereiken tijdens de wereldwijde financiële crisis (van 2007 tot 2011). Deze sterke negatieve samenhang wordt ook rond de recessie van begin jaren negentig waargenomen, maar bleek relatief zwak te zijn tijdens de recessie van 2001. Uit dit onderzoek blijkt dat regulering op zichzelf moeilijk te kwantificeren is in aangepaste rendementseisen en dat economisch ontwikkelingen een grote invloed uitoefenen.

Noemenswaardig is ook een onderzoek naar de besluitvormingspraktijken op het gebied van vastgoedinvesteringen door Farragher en Savage (2008). Hierin geven respondenten aan dat de belangrijkste fasen van het proces in het zoeken naar geschikte investeringsmogelijkheden, het voorspellen van verwachte rendementen en het evalueren van voorspelde rendementen zijn. Het onderzoek, onder grote institutionele vastgoedbeleggers, of die met een institutioneel karakter, omvat het gehele besluitvormingsproces, van het bepalen van de strategie tot het controleren van de operationele prestaties. Het merendeel van de respondenten is van mening dat individuele projectfactoren belangrijker zijn dan strategische en portefeuilfactoren en dat rendementen moeten worden gemeten op een cashflow-basis (vóór belastingen) en moeten worden geëvalueerd met behulp van discounted cashflow-maatstaven. De respondenten spreken eerder hun bezorgdheid uit

over het project- dan over het portefeuillerisico en het is onwaarschijnlijk dat zij een kwantitatieve risicobeoordeling of risicocorrectie uitvoeren. Eerder zijn zij geneigd een subjectievere beoordeling van risico te maken, dan meer geavanceerder analytische beoordelingen op basis van sensitiviteit en scenario analyses. In het onderzoek geeft 50 procent van de bevroegde institutionele beleggers (en 53% van alle respondenten) aan dat zij een subjectieve (intuïtieve) inschatting maken van beleggingsrisico's ten behoeve van de gestelde rendementseisen. Een groot deel van de respondenten maakt dus eerder kwalitatieve afwegingen om onzekerheden en risico's in de te verwachte cashflows te kwantificeren dan meer kwantitatieve, geavanceerdere methoden.

3.4 Conclusie

In dit hoofdstuk wordt de deelvraag "Wat is het beleid en de strategie wat institutionele woningbeleggers en hoe beïnvloed regulering de risicoperceptie van deze beleggers?" beantwoord.

Institutionele huurwoningbeleggers, of die met een institutioneel karakter, hebben een lange termijn beleggingshorizon en zoeken naar de optimale risico rendement verhouding gegeven hun individuele beleid en strategische doelstellingen, waarbij risico versus rendement centraal staat. De risicoperceptie van regulering van huurwoningen op de strategie van institutionele beleggers vanuit de theorie van een risicovrij en object specifiek risico is moeilijk te onderbouwen. Marktontwikkelingen en -transacties, op hun beurt beïnvloed door de risicovrije rentevoet, zijn eerder de drijver van de discontovoeten bij marktwaarderingen, waarbij deze een uitkomst van de transacties zijn. Institutionele woningbelegger zullen hun rendementseisen en strategieën waarschijnlijk herzien op basis van de inschatting van de impact op de kasstromen van een object en de specifieke voorwaarden van (aanstaande) regulering. Daar zit een bepaalde mate van onzekerheid in. Hoe, en of die onzekerheid te ondervangen is, is de vraag. Voor de hand liggend is dat er hogere rendementseisen aan een object worden gesteld of marktwaarderingen van woningbeleggingen worden bijgesteld. Economische ontwikkelingen en beleid spelen daarnaast een rol in de te behalen rendementen op woningbeleggingen en zullen derhalve rendementseisen ook beïnvloeden. Met welke argumentatie die rendementseisen door institutionele beleggers worden aangepast verschilt. Waar onderzoek uitwijst dat er door institutionele vastgoedbeleggers naar specifieke projectrisico's wordt gekeken, blijkt dat de beoordeling van deze risico's op de te verwachte rendementen van een project meer dan eens subjectief (intuïtief) plaatsvindt. Dit gebeurt dan op basis van kwalitatieve afwegingen en niet altijd met geavanceerde kwantitatieve methodes om risico te kwantificeren in een rendementseis.

4. Kwantitatieve analyse: rendement effect regulering

4.1 Inleiding

Om de financiële effecten van huurregulering te toetsen, wordt in dit hoofdstuk een scenario analyse gebruikt. Hiermee kan het kwantitatieve effect van de huidige situatie versus de situatie van huurregulering worden bepaald gegeven bepaalde uitgangspunten. Het verschil in rendement op de representatieve institutionele woningportefeuille, specifiek in de G5, kan daarmee inzichtelijk gemaakt worden. Hiermee kan de deelvraag “Wat is het effect op het rendement van huurwoningen van institutionele woningbeleggers door invoering van reguleringsmaatregelen op de middenhuur woningmarkt” worden beantwoord. In deze scenario analyse is het van belang om vooraf te bepalen welke onderdelen van belang zijn in het beantwoorden van de onderzoeksvraag van dit CRP. Het theoretische kader in de voorgaande hoofdstukken toont aan dat bij huurregulering de impact op de te verwachten huurstromen een bepalende factor is bij het vaststellen van het effect van die regulering op de door een belegger gestelde rendementseisen. Immers de kasstromen zullen geraakt worden (beperkt door maximering) en dat zal zich uiten in een te verwacht rendement van een object. Dit te verwachten rendement heeft op haar beurt invloed op de beleidsmatige en strategische afwegingen die een belegger maakt, naast verschillende kwalitatieve overwegingen. De rendementsverwachtingen, het wel of niet behalen van de gestelde rendementsvereisten, heeft impact op de te hanteren beleggingsstrategie van institutionele huurwoningbeleggers, zoals beschreven in hoofdstuk 3. Bepalend daarbij zijn de te verwachten effecten op het direct rendement door daling van de aanvangshuren, die op hun beurt leiden tot een daling van het indirect rendement, de marktwaarde. Deze hebben gezamenlijk invloed op het totaalrendement, uitgedrukt in een Internal Rate of Return (IRR). De rendementseisen die een belegger zal stellen komen tot uiting in een minimale IRR, ook wel een Required Rate of Return (RRR). Een IRR van een belegging is de disconteringsvoet die de Netto Contact Waarde (NCW) van een belegging op ‘0’ laat uitkomen. De minimale IRR staat dus gelijk aan de discontovoet die wordt gehanteerd in marktwaardering van een belegging. De IRR vertegenwoordigd daarmee het te verwachten samengestelde (totaal van direct en indirect) rendement van een belegging over de gekozen looptijd.

Aan de hand van data uit een representatieve institutionele Nederlandse huurwoning portefeuille, die van Vesteda, zal in dit hoofdstuk getoetst worden wat de rendementsimpact is van de voorgestelde huurregulering, waarbij de impact op de totale landelijk portefeuille wordt getoetst en de impact op de G5. De G5 steden worden als een zeer aantrekkelijke markt beschouwd vanuit beleidsmatig en strategisch oogpunt en de verwachting is dat de impact hier groter zal zijn vergeleken met de totale landelijke portefeuille. De gehanteerde begrippen die in deze toetsing worden gebruikt worden hieronder nader toegelicht.

Marktwaarde

De marktwaarde is het resultaat van de som van de contante (aan de hand van een disconteringsvoet) waarde van de te verwachten toekomstige kasstromen. Een onafhankelijk taxateur stelt de marktwaarde van een belegging vast aan de hand van de hoogste waarde uit twee scenario's: het door exploiteren (opnieuw verhuren tegen markthuur van muterende woningen. N.B. Bij huurprijsregulering zullen markthuren dus gemaximeerd worden en mogelijk lager liggen dan eerder gehanteerde markthuren) en uitpanden (verkoop van individuele woningen na mutatie, vrij van huur). Voor de toetsing zullen de door taxateurs vastgestelde marktwaardes per 1 januari 2023 als startwaardes worden gebruikt.

Rendement

Het totale rendement van een investering is de som van de volgende twee onderdelen:

- Het direct rendement: Netto-huuropbrengsten in een jaar (Brutohuur – leegstand – operationele kosten (OPEX)) gedeeld door de marktwaarde aan het begin van de periode.
- Het indirect rendement: De wijziging van de marktwaarde (eind periode – beginperiode, gecorrigeerde voor investeringen (CAPEX)), gedeeld door de marktwaarde aan het begin van de periode.

Discounted Cash Flow (DCF) of Netto Contante waarde (NCW)

Een DCF is een verdisconteerde kasstroom, wat zoveel betekent als dat alle kasstromen, uitgezet in de tijd verdisconteerd worden naar de contante waarden van deze kasstromen. Met behulp van een DCF-model kunnen alle kasstromen per periode over een bepaalde looptijd (Aankoopprijs, inkomsten, kosten, investeringen en eindwaarde) netto-contact gemaakt worden. Als de disconteringsvoet waartegen dit gebeurt '0' is, is deze disconteringsvoet de IRR van een belegging. Zoals uit figuur 4.1 blijkt zijn van belang bij een DCF-model de marktwaardering, of aankoopprijs (beleggingswaarde), inkomsten (huur), kosten (OPEX = exploitatiekosten), groot onderhoud (CAPEX = investeringen) en de eindwaarde (restwaarde). Al deze componenten worden in de tijd uiteengezet ten behoeve van een precieze berekening.



Figuur 4.1 De DCF-methode (Bron: SPYRG real estate academy, 2017)

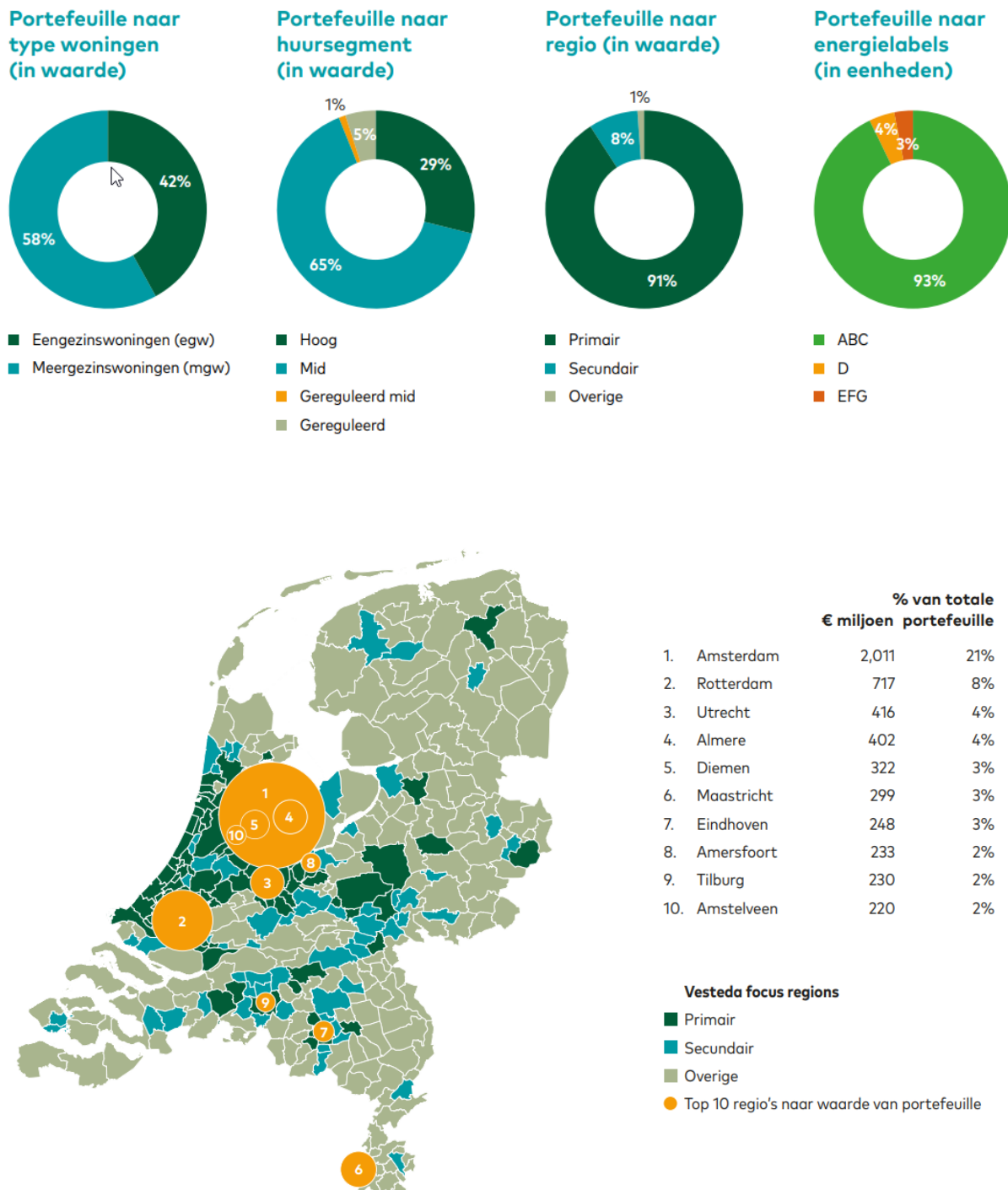
4.2 Data en model

De gebruikte data voor de toetsing van het reguleringseffect op basis van de door Minister de Jonge geschetste contouren uit de kamerbrief van 9 december 2022, is die van (een selectie) van de woningportefeuille van Vesteda met peildatum 1 januari 2023.

Vesteda

Vesteda is een institutionele woningbelegger die pensioen- en verzekeringspremies belegt in Nederlands woningvastgoed. Per 1 januari 2023 bestaat haar beleggingsportefeuille uit 27.661 woningen, naast nog een groot aantal parkeereenheden en een beperkter aantal commerciële eenheden. In haar strategie maakt Vesteda een duidelijke keuze voor het middensegment in de huurwoningenmarkt in economisch sterke gebieden en grootstedelijke regio's. De focus op de G5

steden komt hierin ook duidelijk tot uiting. Bereikbaar (van banen) is daarbij een criterium, maar bovenal dat woningen een bepaald kwaliteitsniveau hebben, betaalbaar en duurzaam zijn. Dit alles met als uiteindelijk doel om stabiele langjarige huurinkomsten te genereren voor haar aandeelhouders en MSCI-outperformance te waarborgen. Onderstaand figuur 4.1 geeft beknopt de belangrijkste kenmerken van de Vesteda portefeuille weer, waarin deze strategie tot uiting komt.



Figuur 4.2 "Vesteda in het kort" (Bron: Vesteda factsheet 2022 - data ultimo 2021)

Dataselectie

Vesteda hanteert verschillende strategieën op complexniveau voor haar bezit. In de basis zijn dat ‘exploiteren’, ‘investeren’ en ‘verkopten’ (complexmatig of via uitponding). Aangezien de contouren van de reguleringsvoorstellen aangeven dat het effect van regulering pas zal optreden bij het aangaan van nieuwe huurcontracten, worden in de dataselectie de complexen met de tactiek ‘verkopten’ uitgesloten. Deze woningen zullen na een huuropzegging niet opnieuw verhuurd worden en worden dus niet geraakt door regulering. Ook zullen woningen die tot een uitzonderingscategorie behoren, bijvoorbeeld een geheel complex dat in een masterlease aan een zorginstelling wordt verhuurd worden uitgesloten, omdat hier de huurprijsregelgeving voor (zelfstandige) woningen niet van toepassing is.

Dit leidt tot de volgende data selectie totaal en specifiek voor de G5:

Type woning	# Woningen	Gemiddelde Contractuur	Gemiddelde Markthuur	G5	# Woningen	Gemiddelde Contractuur	Gemiddelde Markthuur
EGW	11.710	1.047	1.160	Amsterdam	4.217	1.296	1.389
MGW	14.247	1.128	1.214	Eindhoven	756	1.075	1.168
Totaal	25.957	1.092	1.189	Rotterdam	1.837	1.164	1.269
				's-Gravenhage	429	1.074	1.231
				Utrecht	810	1.188	1.332
				Eindtotaal	8.049	1.223	1.327

Daarnaast zal in de analyse van de data worden uitgegaan van de marktwaardes van de woningen als zijnde 100% eigen vermogen. De mogelijke invloed van financiering op de ingeschatte rendementen wordt buiten beschouwing gelaten om zo zuiver mogelijk, ceteris paribus, de impact van regulering te kwantificeren. Het is gezien deze uitgangspunten van belang om te benadrukken dat de uitkomsten van deze kwantitatieve analyse niet de feitelijke rendementsanalyse van Vesteda weerspiegelt, maar dat de selectie is gemaakt om een gedegen scenario analyse uit te voeren.

Datakenmerken en DCF-model

Ten behoeve van de scenarioanalyse zijn er verschillende kenmerken, op woning- en (deel)portefeuilleniveau, van belang om tot een gedegen analyse in een DCF-model te komen. De belangrijkste factoren die een DCF-model beïnvloeden zijn de netto kaststromen en de eindwaarde. Hieronder volgt een beschrijving van de gebruikte data, aannames en de toepassing ervan in het gebruikte DCF-model en hoe deze de kaststromen en de eindwaarde beïnvloeden.

- **De Contractuur** per 1 januari 2023 op basis van de dataselectie.
- **De Markthuur** per 1 januari 2023, naar inschatting van Vesteda, rekening houdend met lokale en landelijk afspraken en regelgeving;
- **Impact Markthuur:** Het verschil tussen de vastgestelde markthuur (Vesteda) versus de bijgestelde markthuur, indien deze wordt beïnvloed door huurregulering. Uitgedrukt in percentage ten opzichte van de huidige markthuur of absoluut in Euro.
- **Brutohuur:** Theoretisch te ontvangen huur, gecorrigeerd voor financiële leegstand en incentives.
- **Netto huur:** Brutohuur – operationele kosten.
- **Leegstand:** Aanname van 3% als langjarig gemiddelde op basis van historische data.

- **Mutatiegraad** van 14,1% voor geliberaliseerde woningen en 12,4% voor gereguleerde woningen (nu) en 13.6% voor de (grotere) groep gereguleerde woningen na invoering regulering, op basis van historische ervaringscijfers uit de dataset.
- **Huurgroei:** de contractuur, markthuur en mutatiegraad bepalen de huurstroom door de tijd heen; woningen genereren een contractuur op moment T en worden na mutatie verhuurd voor de dan geldende markthuur.
- **De Markt- en Leegwaarde** per 1 januari 2023 op basis van geaccordeerde taxaties.
- **Het Bruto aanvangsrendement (BAR)** per 1 januari 2023; op basis van de bruto huurstromen en marktwaarde, bepaald per selectie. De lagere aanvangsrendementen in de G5 weerspiegelen duidelijk de gespannen markt.
- **Marktwaardering in het model**
 - Marktwaardering vindt plaats op basis van het BAR per jaar;
 - Het BAR per segment (geliberaliseerd of gereguleerd) is gebaseerd op actuele boekwaardes (marktwaarde k.k.);
 - Alle rendementen kennen de volgende Yield expansie: 25 bps (2023) en 25 bps (2024), om aan te sluiten bij de te verwachten neergaande marktwaarde ontwikkelingen in de huidige markt (primo 2023);
 - Stabiele rendementen per segment worden verondersteld na twee jaar rendementsuitbreiding.
 - De invoering van de reguleringsmaatregelen leidt tot de verschuiving van woningen van het geliberaliseerde segment naar het gereguleerde (middensegment), zie figuren 4.3 en 4.4. Daarmee verandert ook direct de waarderingsgrondslag van deze woningen, zij volgen vanaf dat moment (1-1-2024) de BAR uitgangspunten van het gereguleerde segment. Ook al stroomt het effect op de huurstromen op basis van mutatie geleidelijk in, zal het effect op de waardering vrijwel direct optreden, omdat de beperking of toekomstige afname van de huurgroei reeds bekend is.
- **Percentage operationele kosten (OPEX):** 24.1% (geliberaliseerd) en 30,5% (gereguleerd huidige situatie) en 26,7% (gereguleerd vanaf 1-1-2024) van de bruto-inkomsten als langjarig gemiddelde.
- **Niveau investeringen (CAPEX):** € 1.635 /woning/jr. (geliberaliseerd) en € 2.412 /woning/jr. (gereguleerd huidige situatie; hoog vanwege huidige liberalisatie ambities en groot onderhoud) en € 1.720 /woning/jr. (gereguleerd vanaf 1-1-2024) van de bruto-inkomsten als langjarig gemiddelde.
- **De WWS-puntentelling met de daarbij behorende maximaal redelijk huur volgens het WWS** per 1 januari 2023: Op de totale portefeuille heeft 67% (G5: 55%) van de woningen een geaccordeerde puntentelling, geregistreerd in bronsystemen, 33% (G5: 45%) van de woningen heeft een puntentelling op basis van een datamodel. Aan de hand van dit model is een precieze inschatting gemaakt: *Punten voor 90% van het aantal m2 GBO + Punten voor Energie index + Punten WOZ waarde + 37 tot 55 punten voor binnen kwaliteit (37 tot 51 punten is het gemiddelde aantal punten van de portefeuille met geaccordeerde puntentellingen, exclusief de punten voor m2, Energie index en WOZ waarde. Er is een onderscheid gemaakt voor EGW's en MGW's en een oppervlakte van klein (<50m2), midden (50-100m2) en groot (>100m2)).*

- **WWS-categorieën:** per 1 januari 2023 ligt de liberalisatiegrens op minimaal 149 WWS-punten, de voorgestelde middenhuur regeling legt de liberalisatiegrens op minimaal 187 WWS-punten. In het DCF-model gebruiken we daarom de volgende categorieën:
 - *Gereguleerde woningen (> 148 WWS-punten)*
 - *Gereguleerde woningen (< 187 WWS-punten)*
 - *Geliberaliseerde woningen (>186 WWS-punten)*
- **Tactiek:** Door exploiteren gedurende de gehele beschouwingsperiode van 10 jaar.
- **Overige indexcijfers en inflatieprognose (aannames):** voor contract- en markthuur ontwikkeling, markt- en leegwaarde ontwikkeling en indexatie van kosten en investeringen:

Indexcijfers	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Inflatie	6,0%	4,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Opslag op inflatie voor CAPEX	1,5%	1,5%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Rendement expansie / compressie	0,3%	0,3%	--	--	--	--	--	--	--	--
Cumulatieve rendement expansie / compressie	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Markthuur geliberaliseerd	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Markthuur gereguleerd	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Contracthuur gereguleerd	3,1%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Contracthuur geliberaliseerd	4,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

- **De huurindexering** voor 2023 is in overeenstemming met de maximaal toegestane indexering (3,1% voor gereguleerd en 4,1% voor geliberaliseerd). Vanaf 2024 wordt uitgegaan van een constante indexering op basis van historische gegevens per portefeuillesegment, waarbij wordt uitgegaan van een constante markthuurgroei per portefeuillesegment op basis van historische gegevens.

Het te hanteren DCF-model zal een 10-jaars lineair model zijn, wat betekent dat voor aannames op inkomsten en kosten uitgegaan zal worden van 10-jaars gemiddelden, omdat deze bottom-up op eenheidsniveau niet goed zijn op te bouwen. Een woning maakt immers altijd onderdeel uit van een complex, een groter geheel, met zijn eigen kenmerken. De gehanteerde indexreeksen gelden per jaar op portefeuille niveau, alsmede aannames op eindwaardes.

Situatie huidig versus regulering - schematisch

De input voor de prognose van de selectie woningen (primo 2023) wordt gebaseerd op het scenario: exploitatie in de huidige situatie of met de uitgangspunten van de toekomstige regulering. Dit leidt tot een opsplitsing van de portefeuille in de segmenten, zoals schematisch weergegeven in figuren 4.3 en 4.4 in bijlage 3, voor de gehele dataselectie en specifiek voor de G5 dataselectie. Met aannames op de kenmerken zoals hierboven omschreven.

Uit de schema's is op te maken dat in de gehele dataselectie circa 27% van de nu geliberaliseerde woningen na invoering van regulering zich zal verplaatsen naar het gereguleerde segment (tot 187 WWS-punten) en dat van die groep circa 79% een negatief effect op de markthuren zal ervaren. In de G5 dataselectie zal circa 26% van de nu geliberaliseerde woningen na invoering van regulering zich verplaatsen naar het gereguleerde segment (tot 187 WWS-punten) en van die groep zal circa 97% een negatief effect op de markthuren ervaren.

4.3 Invloed regulering middenhuur op direct rendement

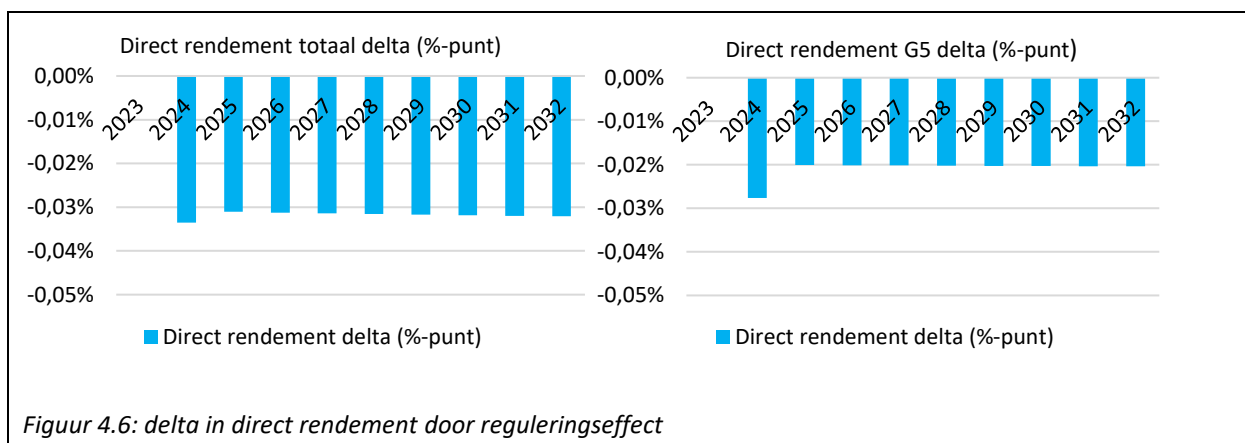
Het direct rendement is een communicerend vat met de marktwaardering, immers het wordt bepaald aan de hand van de inkomsten van een geheel jaar versus de marktwaarde primo van dat jaar. De

marktwaarde wordt op haar beurt voor een deel weer beïnvloed door de inkomsten in een jaar; dalen die, dan draagt dat negatief bij aan de ontwikkeling van de marktwaarde. Het is alleen niet te stellen dat ze elkaar evenredig beïnvloeden, de inkomsten zijn namelijk niet de enige factor die een marktwaarde beïnvloeden. Om het direct rendement te bepalen wordt de volgende formule gehanteerd: *Netto huuropbrengsten (jaar) / Marktwaarde start jaar*.

Aan de hand van de dataset is de impact op de markthuur te bepalen. Figuur 4.5 toont deze op portfeuille niveau, onderverdeeld naar eengezinswoningen (EGW) en meergezinswoningen (MGW) en voor de G5-steden van Nederland. Getoond is de impact op de gehele dataselectie en de impact, specifiek in de groep woningen die onder de regulering gaan vallen. Deze groep valt uiteen in woningen waar de markthuur negatief (zie "Situatie huidig versus regulering – schematisch" in figuren 4.3 en 4.4 in bijlage 3) geraakt wordt en woningen waarvan de markthuur niet geraakt wordt.

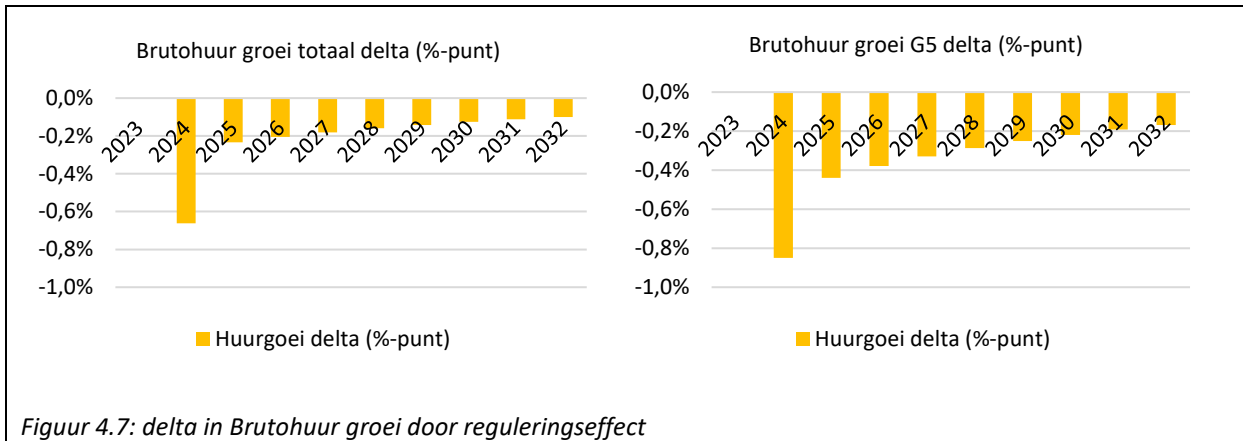
Uit figuur 4.5 in bijlage 3 is op te maken dat in de gehele dataselectie de markthuren op totaalniveau duidelijk beïnvloed worden, specifiek de woningen die gereguleerd worden met een negatieve impact op de markthuur. In de G5 dataselectie worden de markthuren op totaalniveau ruim anderhalf keer meer dan de totale selectie beïnvloed. Relatief dragen in de totale selectie 24% en in de G5 selectie 28% van de woningen bij aan het negatieve effect op de markthuren. In de G5 selectie is de impact op markthuren echter meer dan vier keer zo groot.

Het gekwantificeerde effect op de markthuren zal (ceteris paribus, met de aanname dat er geen mitigerende maatregelen worden genomen, zoals investeringen om de WWS-puntenwaardering op te hogen) op basis van de ingeschatte toekomstige mutatiegraden van de specifieke selecties effect sorteren op de huurstromen. Modelleren van de impact van de regulering in het DCF-model op de netto huur, reflecterend aan de marktwaarde ontwikkeling in beide situaties (met gelijke aannames van waardeontwikkeling op basis van de BAR en gehanteerde yield expansie), kwantificeert het effect op het direct rendement.



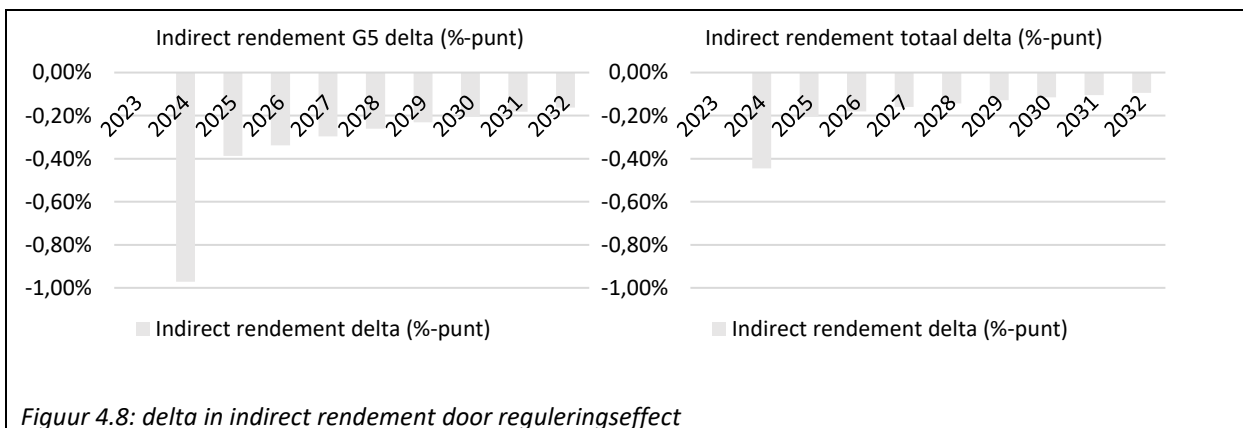
Figuur 4.6 laat zien dat in 2024 het effect van regulering optreedt en vanaf dat moment is te zien dat het direct rendement met circa 3 basispunten daalt op portfeuilleniveau. Een soort gelijk, maar gedempter effect van circa 2 basispunten optreedt in de G5 selectie. De impact op de huurstromen, zoals weergegeven in figuur 4.7 is groter in de G5 selectie, maar de impact om de marktwaardering is daar verhoudingsgewijs ook groter (figuur 4.8) dan in de totale selectie. Hierdoor is het effect op het direct rendement in de G5 selectie uiteindelijk kleiner, omdat deze zich verhoudt tot de marktwaarde.

Gezien bovenstaande conclusie is specifiek de groei van de brutohuur belangrijk om te beschouwen, aangezien deze het effect in absolute bedragen inzichtelijk maakt. In figuur 4.7 is te zien dat het effect in de G5 selectie groter is en door de tijd heen langer negatief is. Het effect op het direct rendement wordt getemperd door een negatievere waardering in de marktwaarde, zoals hierboven omschreven.



4.4 Invloed regulering middenhuur op indirect rendement

Het indirect rendement is een communicerend vat met de inkomsten in een jaar, immers deze hebben grotendeels, met als basis het BAR, vanuit de DCF-methode invloed op de marktwaardering in een specifiek jaar. Ervan uitgaande dat de impact op de brutohuur stromen directe invloed zal uitoefenen op de marktwaardering bij hantering van dezelfde exit yields voor de eindwaardering, is het effect op het indirect rendement van de regulering te kwantificeren.



Om het indirect rendement te bepalen wordt de volgende formule gehanteerd: *verschil in verandering van marktwaarde (eind minus begin) / marktwaarde begin van de periode*. Figuur 4.8 laat zien dat de delta in afwaardering, oftewel de negatieve indirect rendement ontwikkeling, in de G5 selectie ruim twee keer zo groot is als in de totale selectie in 2024: -0,97 %-punt versus -0,44 %-punt. Dit verklaart duidelijk het kleinere effect op de direct rendement delta van de G5 selectie versus de totale selectie. In paragraaf 4.5 komen het direct en indirect rendement samen in het totale rendement en wordt impact op het totaalrendement door jaren heen van regulering op de totale en G5 selectie duidelijk gemaakt, alsmede de IRR-impact.

4.5 Invloed regulering middenhuur op het totaalrendement

De grafieken in figuren 4.6 en 4.7 in bijlage 3 laten het totale rendementseffect van regulering zien voor de totale selectie en de G5 selectie, over de individuele jaren heen en de uiteindelijk IRR-output op basis van het gehanteerde DCF-model. De belangrijkste factor in het verschil in ontwikkeling van het totaalrendement is de ontwikkeling van het indirect rendement. Uitgangspunt van de marktwaardering is namelijk op basis van het BAR met yield expansie. Bij invoer van regulering vindt een verschuiving van het aantal woningen in de verschillende huurregimes plaats, waardoor de waarderingsimpact ook direct plaatsvindt. Aangezien in de G5 een grotere groep woningen onder het gereguleerde huurregime gaat vallen (met nadeligere BAR uitgangspunten ten behoeve van de marktwaardering), wordt duidelijk dat het negatieve indirect effect in de G5 selectie groter is dan in de totale selectie.

De grotere negatieve impact in de G5 selectie op het totaalrendement reflecteert zich ook in de grotere negatieve impact op de IRR, waarbij in de G5 selectie de IRR in absolute percentages ruim anderhalf keer zo hard daalt dan in de totale selectie.

De relatieve bijdrage van de G5 selectie op de negatieve IRR-ontwikkeling voor de gehele selectie is relatief groot, gezien de G5 selectie uit circa 35% van de totale selectie bestaat, gemeten naar rato van huurinkomsten per 1 januari 2023.

4.6 Conclusie

De risicoperceptie van beleggers komt tot uiting in de rendementseisen die zij vanuit haar eigen strategische overweging stellen voor een specifieke belegging. In dit hoofdstuk is de kwantitatieve analyse van de impact van huurregulering gemaakt. Er is een scenario gemaakt waarbij op basis van huurmaximering voor specifieke woningen middels een DCF-model de impact hiervan op het direct, indirect en totaalrendement, ceteris paribus, is berekend. Het effect op het direct en indirect rendement is berekend per individueel jaar en de IRR als resultante over de beschouwingsperiode van 10 jaar. De negatieve impact in de G5 selectie op de IRR is groter dan de totale landelijke selectie. Dit is te verklaren door het grotere deel van de woningen in de G5 selectie die onder het reguleringsregime komen te vallen. De relatieve bijdrage van deze selectie aan het totale negatieve rendementseffect is daardoor ook groot. Het effect dat regulering veroorzaakt, namelijk een negatieve impact op de huurstromen, draagt relatief minder negatief bij dan de negatieve impact op de marktwaarderingen. Die worden enerzijds veroorzaakt door afnemende huurstromen, maar voornamelijk door een ander perceptie op de waarderingsgrondslag voor gereguleerde of geliberaliseerde huurwoningen. Vanuit de invalshoek van betaalbaarheid, een speerpunt in de reguleringsvoorstellen, is het negatieve effect op de huurstromen een wenselijk effect. Vanuit de invalshoek van de voorraadmarkt een onwenselijk effect, reflecterend aan het vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton. Het effect op de huurstromen krijgt langzaam effect, omdat het bij mutatie optreedt, maar de waarderingsgrondslagen veranderen direct. Met deze conclusies wordt aan de hand van een scenario analyse met bepaalde aannames in dit hoofdstuk antwoord gegeven op de deelvraag “Wat is het effect op het rendement van huurwoningen van institutionele beleggers door invoering van reguleringsmaatregelen op de middenhuur woningmarkt”.

5. Kwantitatieve analyse: verdieping op spreiding en kenmerken

5.1 Inleiding

In hoofdstuk 4 is de kwantitatieve analyse gemaakt welke woningen financieel geraakt worden door de aanstaande regulering uitgedrukt in IRR-impact, gerelateerd aan het markthuurrisico. Om het markthuurrisico nader te duiden wordt in dit hoofdstuk de mate van spreiding van het WWS-puntentekort onderzocht en worden de belangrijkste kenmerken van de woningen met markthuurrisico onderzocht. De uitkomsten hiervan worden getoetst aan de door institutionele woningbeleggers gehanteerde strategieën zoals in hoofdstuk 3 benoemd: exploiteren, investeren uitponden of verkopen. In de analyse wordt de impact op de G5 selectie gespiegeld aan de totale selectie, om inzicht te verkrijgen in welke mate de specifieke eigenschappen van de woningen die geraakt worden afwijken. Vervolgens wordt aan de hand van deze informatie beoordeeld waar en binnen welke invloedssfeer het risico op markthuurrisico kan worden gemitigeerd door een belegger. Hiermee wordt op onderdelen antwoord gegeven op de deelvraag “Hoe beïnvloedt of verandert regulering op de middenhuur woningmarkt de strategie en het beleid van institutionele woningbeleggers?”. Om een goed beeld te verkrijgen op de impact op de strategieën en beleidsbepalingen is het daarnaast van belangrijk inzichtelijk te krijgen wat de verhouding van het 'tekort' aan WWS-punten om de gewenste markthuren te realiseren is versus het potentiële verlies op de markthuur dat voortkomt uit de kwantitatieve analyse. Een relatief grote financiële impact versus een relatief klein tekort aan WWS-punten zal een financieel risico vertegenwoordigen dat waarschijnlijk relatief eenvoudiger te mitigeren is dan een groter puntenverschil. Om inzichtelijk te krijgen hoe een woning meer punten kan behalen worden hieronder belangrijkste componenten uit de WWS beschouwd. In een versimpelde weergave scoort een woning op vier hoofdcategorieën punten in het WWS:

1. Oppervlakte: oppervlakte van verblijfsruimten, buitenruimten, bergingen etc. In de basis 1 punt voor elke vierkante meter woonoppervlakte en in een kamer, niet zijnde verkeersruimte.
2. Energielabel: Zie figuur 5.1 voor de waardering.

Figuur 5.1 Waardering van energielabels volgens contouren regelgeving (Bron: Kamerbrief Regulering middenhuur (9 december 2022)).

Energie label	EGW	MGW	Verbetering →	Δ EGW	Δ MGW
A++++	62	58	A+++ → A++++	5	5
A+++	57	53	A++ → A+++	5	5
A++	52	48	A+ → A++	5	5
A+	47	43	A → A+	7	7
A	40	36	B → A	8	8
B	32	28	C → B	10	13
C	22	15	D → C	8	4
D	14	11	E → D	15	12
E	-1	-1	F → E	4	4
F	-5	-5	G → F	5	5
G	-10	-10	-	-	-

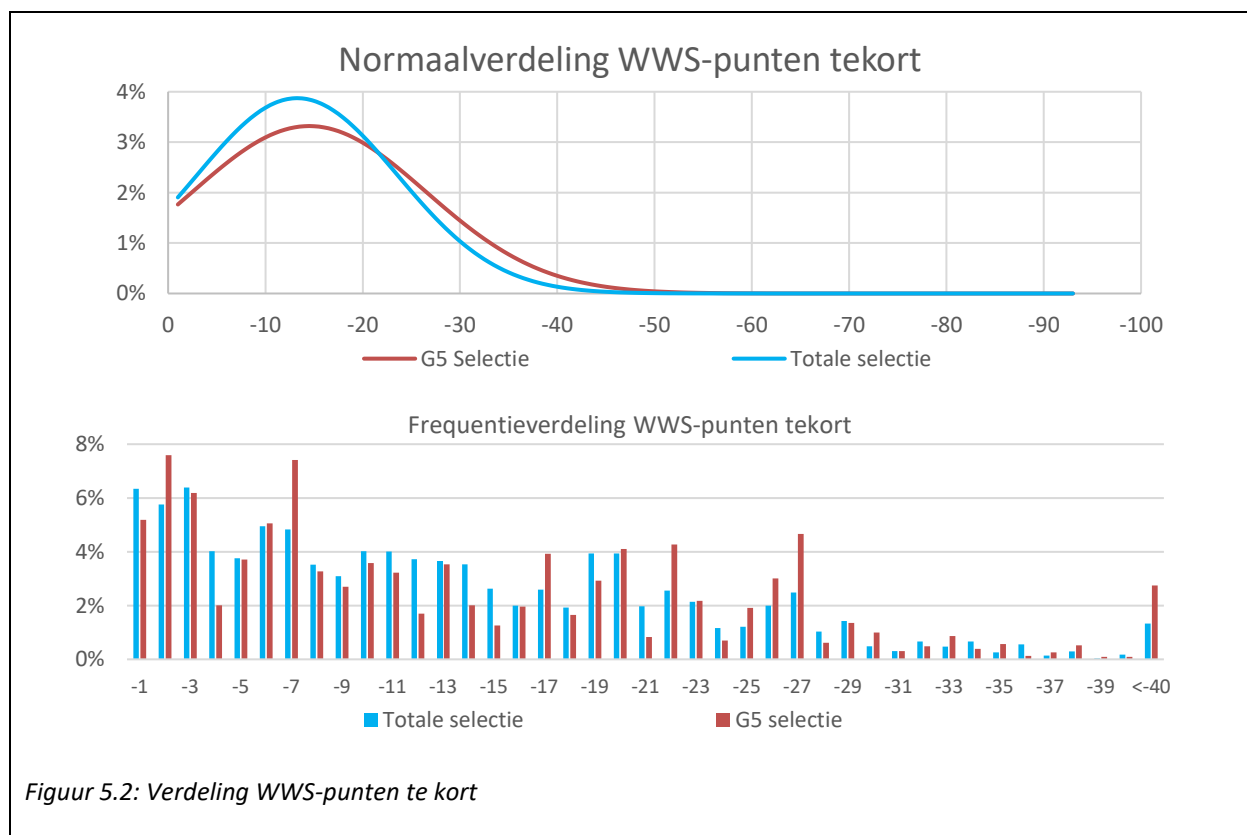
3. Kwaliteit: Samengevat de kwaliteit (mate van luxe) en aanwezigheid van voorzieningen aan de binnenzijde van een woning, bijvoorbeeld de keuken, badkamer, toilet, aanwezigheid van intercom en aantal verwarmde ruimtes worden gewaardeerd.

4. WOZ-waarde²: De WOZ-waarde in relatie tot het aantal vierkante meters waar punten voor wordt verkregen (zie oppervlakte). Hierbij geldt in de reguleringsvoorstellen een CAP³ op de te behalen punten voor woningen tot 187 WWS-punten die inhoudt dat de WOZ-waarde maximaal 33% van de totale puntentelling mag zijn, indien de woning met cap de 187 puntengrens niet zou behalen. De WOZ-component is op zichzelf niet snel te beoordelen, het zal tijd en inspanning kosten een WOZ-taxatie te beïnvloeden en bovendien kan een huurder als belanghebbende ook bezwaar maken. Wel zal, indien de WOZ-cap van toepassing is, elk punt dat op niet-WOZ onderdelen wordt behaald voor 0,5 WWS-punt op het WOZ-onderdeel extra zorgen (tot het maximum op basis van de WOZ-waardering is bereikt).

In de vier gedefinieerde hoofdcategorieën van het WWS zijn relatief goed extra punten te behalen op onderdelen 2 en 3, waarbij onderdeel 4 onder de genoemde voorwaarden ook extra punten kan behalen. Door investeringen kan kwaliteit aan een woning worden toegevoegd en/of het energielabel worden verbeterd, indien hier technisch de mogelijkheden voor bestaan. Zo zal een A-label (technisch) lastiger verder te verduurzamen zijn dan een G-label en is er maar een bepaalde mate van luxe die je in een keuken of badkamer kwijt kunt. Het vergroten van de oppervlakte van een woning vraagt om grotere ingrepen die niet direct voor de hand liggen, maar in specifieke gevallen mogelijk zijn.

5.2 Spreiding van het WWS-puntentekort

De spreiding van het WWS-puntentekort om tot de gewenst markthuur komen varieert van -93 tot -1 punten, waarbij het gemiddelde -13 in de totale selectie en -15 in de G5 selectie is.



Figuur 5.2: Verdeling WWS-punten te kort

² Per € 12.090 WOZ-waarde 1 WWS-punt + WWS-punten o.b.v. de formule: WOZ-waarde per m²/ €189

³ Met uitzondering voor 'kleine nieuwbouw in COROP-regio's Amsterdam of Utrecht (n.v.t. in de dataselectie) en nieuwbouw bedoeld voor liberalisatie die is opgeleverd in 2015 t/m 2019 met minimaal 110 punten voor niet-WOZ onderdelen)

Figuur 5.2 toont aan dat de verdeling rondom deze gemiddelden ongelijk is. Zo concentreert zich in de totale selectie 46% in de categorie -13 tot en met -3 WWS-punten en een relatief groot deel van 12% toont een puntenkort van -1 tot -3 punten. Dit is in totaal een afwijking van 58% onder het gemiddelde. De G5 selectie toont een vergelijkbaar beeld met de totale selectie, het puntenkort van -1 tot -3 punten is daar 13% is en 42% in de categorie -13 tot en met -3 WWS, een totaal van 55%. De frequentieverdeling van de afwijkingen toont dat in de G5 selectie een relatief groter aantal afwijkingen boven het gemiddelde in de grotere puntentekorten bestaat, specifiek in de categorie afwijkingen tussen -20 tot -30 en -40 en lager. De totale selectie en de G5 geven dus ongeveer hetzelfde beeld, maar zoals verwacht ligt in de G5 het zwaartepunt iets meer op de grotere afwijkingen. Daar zullen waarschijnlijk grotere maatregelen moeten worden genomen om het risico te mitigeren, maar liggen waarschijnlijk ook meer kansen om grotere markthuur risico's te verkleinen.

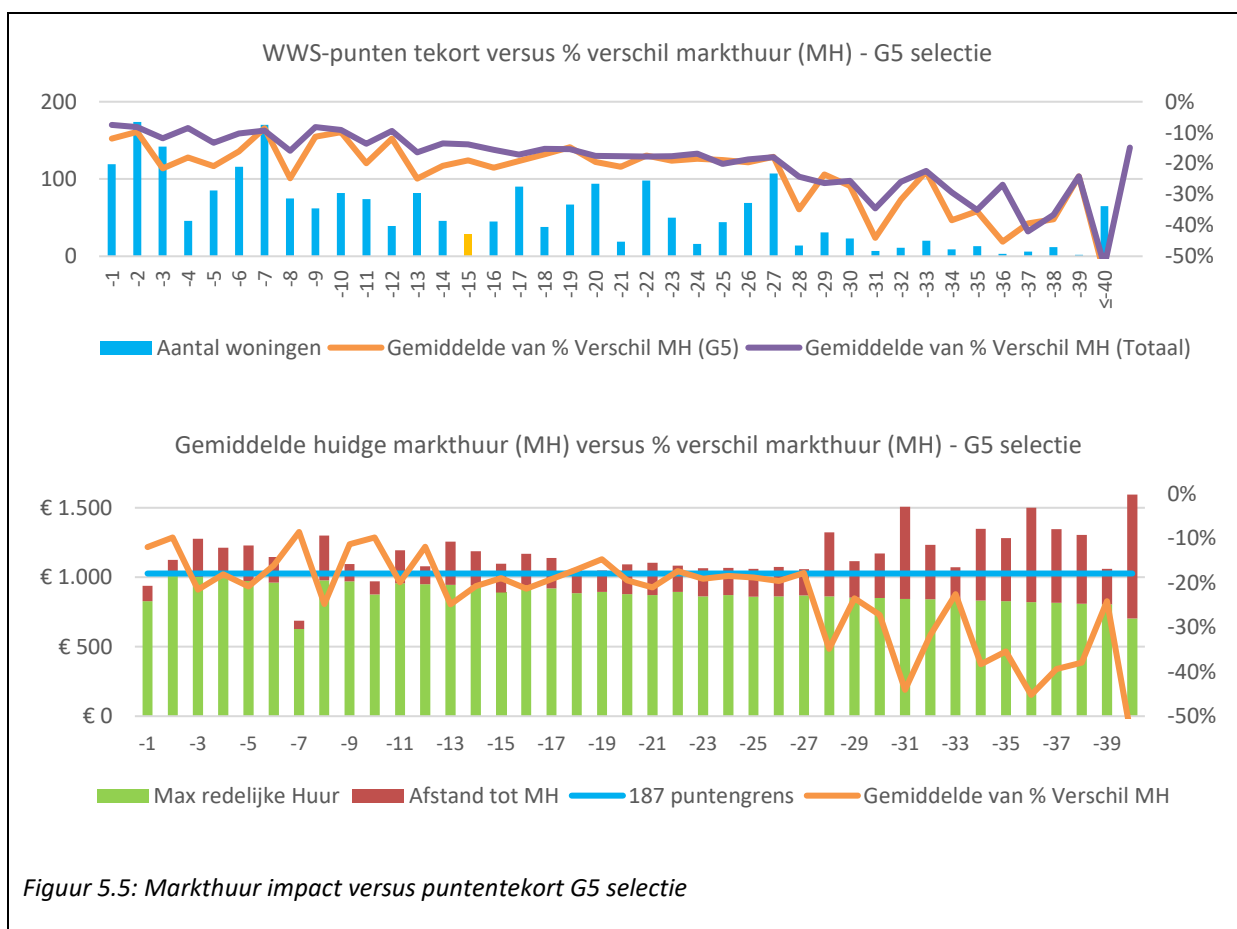
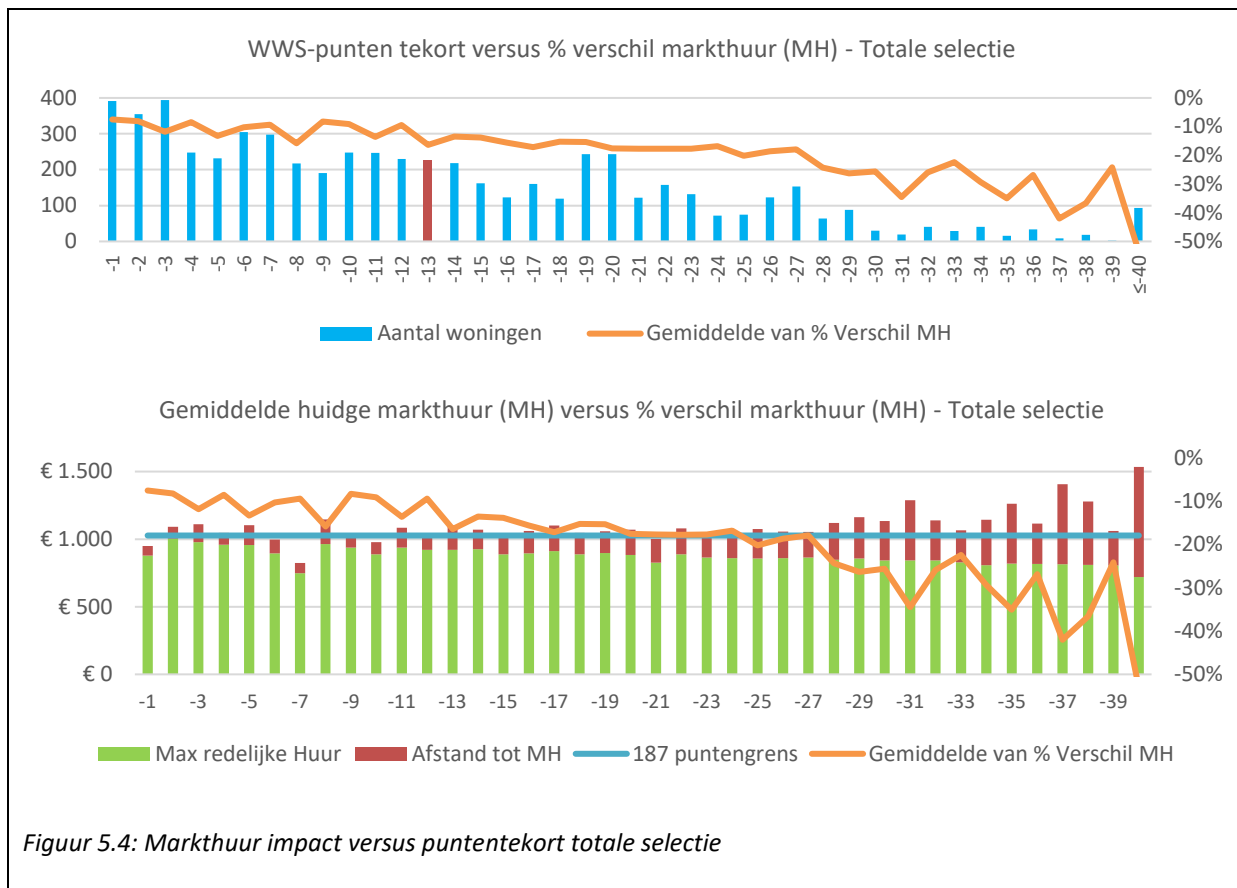
Gezien bovenstaande toelichting op de hoofdcategorieën van het WWS lijkt de, relatief grote, categorie woningen met kleine afwijkingen van -1 tot -3 een categorie waarbij het financiële risico waarschijnlijk eenvoudig en snel te mitigeren is met kleine inspanningen. Specifiekere aandacht vragen de grotere afwijkingen, met name de categorie die bovengemiddeld afwijkt en die met de absoluut grotere afwijkingen. Waar kleine en gemiddelde afwijking waarschijnlijk zullen uitnodigen tot investeren, indien dit (rendement)technisch uit kan, zullen grotere afwijking eerder richting andere strategisch wijzen zoals uitpanden of verkoop.

5.3 Verhouding WWS-puntentekort tot markthuur afwijking

De frequentieverdeling van het puntentekort uit figuur 5.2 wordt nader verdiept in figuren 5.4 en 5.5, waarin wordt getoond wat de procentuele afwijking van de markthuur ten opzichte van de afwijking van het aantal punten tekort is. Vervolgens wordt getoond of dit puntentekort slechts een tekort tot de grens van 187 WWS-punten is (equivalent van €1.027 primo 2023) of tot een niveau daaronder dat correspondeert met de gewenst markthuur.

De trendlijn van het procentuele verschil in markthuur naarmate het puntentekort groter wordt is logischerwijs dalende, maar neemt niet evenredig af. Dit is toe te schrijven aan het feit, en dat wordt duidelijk in beide figuren, dat in haast alle gevallen het minimum van 187 behaald dient te worden om het gewenst markthuurniveau te bereiken. Zo geeft een gemiddelde van -3 punten te kort een markthuurverschil van -12% (totaal) of -21% (G5) en een gemiddelde van -13 punten te kort een markthuurverschil van -16% (totaal) of -25 %% (G5). Duidelijk is dat de impact op markthuren in de G5 structureel een negatievere afwijking heeft. De markthuren van deze woningen liggen haast allen boven het niveau van wat in de reguleringsvoorstellen als de middenhuur grens wordt gedefinieerd en gemiddeld ook hoger dan in de totale selectie. Daardoor worden deze woningen in de G5 harder geraakt op markthuur.

De perceptie van het huursegment van de woningen in deze analyse door Vesteda is daarmee een andere dan de wetgever beoogt. De enige categorieën waarbij dit niet geldt zijn die van -1 en -7 punten te kort, waarbij de laatste categorie een aantal selectie 'sociale' huurwoningen betreft, die een markthuur op het maximaal redelijke niveau van het WWS hebben, maar vanwege slechte energielabels in punten worden gekort en daarmee de markthuur negatief wordt geraakt.



5.4 Verhouding WWS-puntentekort tot woningkenmerken

De belangrijkste kenmerken in relatie tot het WWS-punten tekort om tot de gewenst markthuur te komen worden beschouwd aan de hand van de belangrijkste WWS-categorieën; het energielabel, de woningafmeting (ook als graadmeter voor kwaliteit met de aanname dat grotere woningen meer kwaliteit punten behalen) en de WOZ-waarde.

Energielabel

Het energielabel kan procentueel een groot deel van de puntentelling uitmaken en heeft daarmee grote impact. Bij een woning met een A-label en 187 punten draagt het energielabel voor 23% tot 25% bij aan het totale puntenaantal, afhankelijk van het woningtype. Figuren 5.6 en 5.7 laten zien dat er een duidelijk trend bestaat tussen betere energielabels en het effect op de markthuur. Hoe slechter het energielabel is, hoe groter het puntentekort is en het percentage markthuur verlies. Dit is met name te zien bij de woningen waar de WOZ-cap van toepassing is, al geldt dit voor het overgrote deel van de woningen in de selecties. Het volledig negatieve effect bij de woningen kan in alle gevallen, op basis van gemiddelden, gemitigeerd worden door het energielabel te verbeteren. In de figuren is aangegeven welk label behaald zou moeten worden om dat effect te bereiken, waarbij rekening is gehouden bij de woningen die nu onder de WOZ-cap vallen dat de WOZ-component in het WWS ook stijgt indien meer punten worden behaald voor een beter energielabel. De concentratie in aantallen van de woningen die geraakt worden betreft A, B en C labels en de risico's op markthuurverlies zijn veelal met 1 of 2 labelsprong(en) te mitigeren, als dit (rendement) technisch mogelijk is. Overigens betreft 80 tot 90 procent van de selectie meergezinswoningen. Dit is logischerwijs te verklaren; ondanks dat de energielabelverdeling ongeveer gelijk is voor eengezins- en meergezinswoningen in de selectie, zijn meergezinswoning gemiddeld kleiner en dat wordt slechter gewaardeerd in het WWS.

WOZ-Cap Ja/Nee	Energie label	# woningen	Gemiddeld WWS- punten tekort	Label benodigd om risico te mitigeren	Gemiddelde afmeting (m2)	WOZ- waarde/m2
Ja	A++	3	-4	A+++	59	4.212
	A+	27	-4	A++	67	3.226
	A	1.339	-10	A++/A+	68	3.894
	B	1.516	-11	A	80	3.217
	C	2.454	-15	A/B	86	3.355
	D	143	-16	B	89	3.880
	E	226	-26	C	84	4.497
	F	88	-25	D	88	4.780
	G	54	-40	C	84	6.824
Totaal Ja		5.850	-14		80	3.543
Nee	A	106	-3	A+	46	7.553
	B	4	-2	A	48	8.208
	C	22	-4	B	45	4.098
	D	10	-1	C	31	6.948
	E	3	-12	D	52	7.203
	F	132	-7	D	31	6.878
	G	42	-12	D	57	5.762
Totaal Nee		319	-6		41	6.743
Eindtotaal		6.169	-13		78	3.630

Figuur 5.6: Energielabels in de totale selectie

WOZ-Cap Ja/Nee	Energie label	# woningen	Gemiddeld WWS- punten tekort	Label benodigd om risico te mitigeren	Gemiddelde afmeting (m ²)	WOZ- waarde/m ²
Ja	A	408	-9	A+	66	5.070
	B	588	-14	A/A+	77	3.693
	C	838	-17	B	79	4.156
	D	52	-26	B	83	6.529
	E	62	-32	B/C	86	6.735
	F	17	-30	C	95	6.609
	G	31	-45	B/C	84	6.699
Totaal Ja		1.996	-16		76	4.408
Nee	A	106	-3	A+	46	7.553
	B	4	-2	A	48	8.208
	C	7	-9	B	52	4.156
	D	10	-1	E	31	6.948
	E	3	-12	D	52	7.203
	F	132	-7	D	31	6.878
	G	35	-13	D	56	6.362
Totaal Nee		297	-6		40	7.015
Eindtotaal		2.293	-15		72	4.599

Figuur 5.7: Energielabels in de G5 selectie

Woningafmeting (m²)

De woningafmeting is een grote factor in de puntentelling, maar ook lastig te beïnvloeden. Het toevoegen van vierkante meters vergt veelal majeure aanpassingen aan een woning en is niet altijd (technisch) mogelijk. Ongeveer 90% van de vierkante meters van een woning komen één op één terug in de puntentelling. De relatie van meer vierkante meters tot minder puntentekort en minder markthuursverschil lijkt vanuit de puntenwaardering aanwezig. Figuur 5.7 Laat echter zien dat dit voor zowel de totale als de G5 selectie niet opgaat. In de categorieën tot 90m² (totaal) en 80m² (G5) stijgt het markthuursrisico, om daarna bij de hogere categorieën te dalen. De relatie tussen de WOZ-waarde per vierkante meter, op de categorie van groter dan 100 vierkante meter en daar waar weinig waarnemingen (aantal woningen) zijn na, laat daartegen wel een duidelijk verband zien: kleinere woningen hebben een hogere WOZ-waardering en een lager risico op markthuur. Voor het puntentekort gaat dit echter niet op en is te zien dat juist de categorie woningen tussen 50 en 90 vierkante meter het hardst geraakt wordt. Reguleringsrisico enkel op de afmeting van een woning is moeilijk te mitigeren. Het realiseren van extra vierkante meters kost tijd, is kostbaar en vaak (fysiek) niet mogelijk. De analyse op afmeting van woningen geeft wel de conclusie dat specifieke afmetingen, gecombineerd met de hoogte van de WOZ-waardering (als uiting van de locatiewaarde) eerder risico lopen om de huurregulering te vallen.

WOZ-cap	Categorie m2	m2 gemiddeld		# woningen		WWS punten gemiddeld		Punten tekort voor MH gemiddeld		Gemiddeld % WOZ in puntentelling		WOZ/m2 gemiddeld	
		Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5
Ja	t/m 50 m2	48	47	311	99	151	154	-13	-8	30%	32%	5.130	6.529
	50 tot 60 m2	55	55	363	166	162	175	-8	-9	28%	32%	5.015	6.638
	60 tot 70 m2	66	67	748	343	158	159	-16	-22	26%	29%	3.881	4.485
	70 tot 80 m2	75	75	1.363	496	164	167	-15	-17	25%	26%	3.539	4.077
	80 tot 90 m2	85	85	1.505	636	169	171	-16	-16	26%	29%	3.680	4.134
	90 tot 100 m2	93	93	967	220	172	174	-12	-12	24%	26%	3.137	3.939
	>100 m2	107	109	593	36	177	175	-8	-12	22%	32%	2.745	5.599
Totaal Ja		80	76	5.850	1.996	167	168	-14	-16	25%	28%	3.543	4.408
Nee	t/m 50 m2	38	37	274	257	133	134	-5	-5	53%	54%	7.030	7.249
	50 tot 60 m2	55	55	32	32	136	136	-11	-11	48%	48%	6.003	6.003
	60 tot 70 m2	67	69	5	1	116	181	-9	-6	37%	48%	3.832	7.421
	70 tot 80 m2	73	73	6	6	177	177	-10	-10	49%	49%	7.169	7.169
	90 tot 100 m2	92	-	1	-	120	-	-10	-	35%	-	2.800	-
	>100 m2	122	122	1	1	132	132	-55	-55	67%	67%	2.581	2.581
Totaal Nee		41	40	319	297	134	135	-6	-6	52%	53%	6.743	7.015
Eindtotaal		78	72	6.169	2.293	165	164	-13	-15	27%	32%	3.630	4.599

Figuur 5.8: Woningafmetingen

WOZ-waarde

Zoals benoemd is de WOZ-waarde, in absolute zin en uitgedrukt in waarde per vierkante meter een grote factor in de totale puntentelling. Bij het beoordelen van de impact van de WOZ-component is van belang om te beschouwen of de WOZ-cap van toepassing is, deze speelt namelijk een grote rol. Indien de WOZ-cap van toepassing is, én er volgens de rekenmethodiek van de punten voor de factor WOZ nog ruimte is voor groei, zal de WOZ-puntenwaardering voor 50% meestijgen in de totale puntenwaardering tot de grens van 187. Behaalt een woning bijvoorbeeld 4 punten extra door toevoeging van kwaliteit en er is ruimte in de WOZ-puntenwaardering, zal deze met 2 punten stijgen, wat het totaal een stijging van 6 punten maakt. Circa 87% (G5) tot 95% (totaal) van alle woningen die geraakt worden door regulering in de puntentelling wordt beïnvloed door de WOZ-cap.

WOZ-cap	WOZ waarde per m2 categorie	Woz/m2 gemiddeld		# woningen		WWS punten gemiddeld		Punten tekort voor MH gemiddeld		Gemiddeld % WOZ in puntentelling		m2 gemiddeld	
		Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5	Totaal	G5
Ja	0 tot 2.000	1.827	0	148	1	156	138	-12	-49	16%	0%	93	72
	2.000 tot 3.000	2.656	2.775	2.042	221	166	164	-12	-14	21%	22%	88	85
	3.000 tot 4.000	3.481	3.553	2.189	832	168	169	-14	-17	26%	26%	79	79
	4.000 tot 5.000	4.337	4.281	859	434	164	166	-12	-12	30%	31%	67	73
	5.000 tot 6.000	5.490	5.408	87	57	173	175	-11	-11	33%	33%	73	77
	6.000 tot 7.000	6.643	6.685	201	158	173	176	-14	-11	33%	33%	79	76
	7.000 tot 8.000	7.409	7.413	304	279	164	165	-23	-22	33%	33%	68	66
	>8.000	8.751	8.744	20	14	162	160	-25	-27	33%	33%	70	65
Totaal Ja		3.543	4.408	5.850	1.996	167	168	-14	-16	25%	28%	80	76
Nee	2.000 tot 3.000	2.798	2.581	6	1	109	132	-18	-55	40%	67%	80	122
	3.000 tot 4.000	3.997	0	11	0	109	0	-1	0	34%	0%	41	0
	4.000 tot 5.000	4.561	4.955	12	6	117	124	-3	-2	35%	34%	42	40
	5.000 tot 6.000	5.927	5.927	30	30	135	135	-9	-9	47%	47%	55	55
	6.000 tot 7.000	6.816	6.816	143	143	100	100	-7	-7	64%	64%	31	31
	7.000 tot 8.000	7.669	7.669	112	112	180	180	-4	-4	42%	42%	47	47
	>8.000	8.260	8.260	5	5	171	171	-7	-7	49%	49%	45	45
Totaal Nee		6.743	7.015	319	297	134	135	-6	-6	52%	53%	41	40
Eindtotaal		3.630	4.599	6.169	2.293	165	164	-13	-15	27%	32%	78	72

Figuur 5.9: WOZ-waarde

Figuur 5.9 laat zien, buiten categorieën met kleine waarnemingen, dat er indien de WOZ-cap van toepassing is er een duidelijk verband bestaat tussen de hoogte van de WOZ-waarde per vierkante meter versus het risico op markthuur; hoe hoger de WOZ-waarde hoe groter het risico. De logische verklaring is dat de woningen met hogere WOZ-waarden ook kleiner zijn en daardoor zowel op vierkante meters als de WOZ-component in het WWS minder punten krijgen. De relatie met het puntentekort en indien de cap niet van toepassing is laat een diffuser beeld zien. De WOZ-waarde zelf is lastig te beïnvloeden en ook afhankelijk van de woningmarktontwikkelingen en de visie van WOZ-taxateurs. De werking van de WOZ-cap is echter een component die van groot belang is het licht van te nemen mitigerende maatregelen waarbij op andere componenten dan de WOZ extra punten worden behaald.

5.5 Conclusie en toetsing analyse aan beleggingsstrategieën

Bovenstaande paragrafen tonen, beschouwd vanuit de totale en de G5 selectie, duidelijke gemeenschappelijke eigenschappen voor de woningen die het hardst geraakt worden op de markthuur. Dit zijn woningen met slechtere energielabels en waar de WOZ-cap van toepassing is. De WOZ-cap geldt voor het overgrote deel van de geraakte woningen, maar woningen in de G5 ervaren specifiek meer impact van de WOZ-cap, vanwege de hogere WOZ-waarderingen. Het tekort aan punten om de gewenste markthuur te behalen is in de G5 selectie groter, dit komt overeen met de eerder geconstateerde grotere impact op markthuur. Er wordt buiten dit verschil geen duidelijke relatie tussen het negatieve effect op markthuur door regulering en het aantal punten dat er tekort is als oorzaak hiervoor geconstateerd. Vanwege de WWS-systematiek is duidelijk te constateren in de analyse dat het doel voor het overgrote deel van de woningen is om minimaal 187 punten te behalen. Hier maakt het geen verschil of deze woningen in de G5 zijn gesitueerd, de markthuren liggen namelijk voor het overgrote deel boven de 187 puntengrens van €1.027. Voor een deel van de woningen lijkt het ogenschijnlijk makkelijk het risico te mitigeren, het puntentekort ligt namelijk binnen een marge van enkel punten. Verbetering van het energielabel biedt daarnaast ook grote kansen, indien dit (rendement) technisch uit kan, naast het toevoegen van algehele kwaliteit aan de binnenzijde van de woning op het gebied van uitrusting en kwaliteit. Alle mogelijke maatregelen om extra punten te behalen zijn woning specifiek en vragen om een specifieke beoordeling. Wel valt met de verdiepende analyse in dit hoofdstuk een beeld te schetsen over de mogelijke strategische reactie van beleggers, zoals in hoofdstuk 3 benoemd, hieronder samengevat.

1. Exploiteren: Voor alle woningen waar een negatieve impact op de markthuur ontstaat is gezien de omvang van het effect op markthuur, door exploiteren in huidige staat geen optie, tenzij de effecten op enkele individuele woningen of complexen zo klein zijn dat ze geen significante invloed op het rendement of de exploitatie hebben en daarmee blijven voldoen aan de gestelde beleggingscriteria.

2. Investeren: De meest voor de hand liggende strategie voor het grootste deel van de woningen, indien dit (rendement)technisch mogelijk is. Voor de hand liggend is dat dit bij woningen met een kleine tot gemiddelde afwijking zal plaatsvinden, gezien de punten die te behalen zijn bij energielabelverbetering en binnen kwaliteit en hoe de WOZ-cap vervolgens positief meebeweegt bij het overgrote deel van deze woningen. Woningverbetering, kwalitatief en/of energetisch, leidt veelal ook tot een stijging van de markthuur en kan daarmee veelal rendementsneutraal worden toegepast. Specifiek de woningen met een niet-groen label zijn door Vesteda, gelijk aan andere beleggers, reeds gecategoriseerd om te verbeteren, omdat het beleid van Vesteda is om uiterlijk 2024 enkel woningen met 'groene' energielabels (minimaal energielabel C) te hebben. Overigens worden woningen met A,

B en C labels ook verder verduurzaamd indien blijkt dat de energieconsumptie en de CO2 uitstoot van de woningen, ondank de 'groene' labels, niet voldoet aan gestelde toekomstige eisen. Overige woningen met grotere puntenafwijking zijn vanuit de data-analyse moeilijker te beoordelen, zonder naar alle specifieke omstandigheden te beoordelen. De belangrijkste afweging om wel of niet te investeren is niet alleen óf het puntentekort kan worden gemitigeerd, maar of een belegger dat gezien haar beleid wilt. Zijn de maatregelen economisch rendabel in relatie tot de kwaliteit van product, het gewenste huurprijssegment en de markt?

3. Uitponden: De leegwaarde ratio's van de woningen die het hardst geraakt worden door regulering wijken relatief niet veel af van het portefeuille gemiddelde van circa 80%. Met een brutomarge van 20% is uitponden vanuit rendementsoptiek daarmee een tactiek die de IRR significant zal verbeteren. Echter is het niet de nú gekozen tactiek in de selectie woningen waar de impact analyse op is gemaakt, deze zijn namelijk allen gecategoriseerd als exploitatie woningen, gezien de kenmerken die zij hebben en in het licht van de huidige regulering. Een uitpondstrategie ligt voor de hand ligt bij woningen met een puntentekort dat (rendement)technisch niet te mitigeren is. Binnen deze groep woningen zal zich dat specifiek voordoen bij die woningen die reeds energetisch goed presteren en een goede binnen kwaliteit hebben, waardoor extra punten moeilijk realiseerbaar zijn. Ook zal dit opgaan bij woningen waarbij het puntentekort groot is en waar wel kansen liggen op bijvoorbeeld verbetering van het energielabel en de binnen kwaliteit, maar dat vervolgens leidt tot onhaalbaar hoge vereiste huren om aan de rendementseisen te kunnen voldoen.

4. Verkopen: Specifieke woningen of complexen waarbij de leegwaarde ratio te hoog is, of er te veel risico wordt gezien in het proces van uitponding of anderszins vanuit operationeel strategisch oogpunt, zullen in verhuurde staat verkocht worden. Of hier een markt voor zal zijn en of door risicoperceptie in de markt een 'korting' op de, reeds door regulering aangepaste, marktwaaarde zal ontstaan zijn belangrijke afweging in het wel of niet hanteren van deze strategie.

Concluderend zijn er zijn verschillende maatregelen mogelijk om het reguleringsrisico te mitigeren. Gezien de spreiding van het puntentekort lijkt een substantieel van het risico te mitigeren door te investeren en een deel door (individuele) verkopen. Dit betekent wel dat, spiegelend aan deze selectie, het aantal woningen zal afnemen vanwege verkopen, waar deze eerder allen bestemd waren voor exploitatie. De 'voorraad' neemt dus af. Opvallend is ook de rol van het energielabel in het mitigeren van risico's in relatie tot de strategie van beleggers. Verbetering van het energielabel is namelijk al een doel op zich, vanuit doelstellingen op energie- en Co2-reductie, betaalbaarheid voor de huurder en de propositie van een energiezuinige huurwoning. De markt vraagt hierom en waardeert dit ook beter in termen van gewildheid en markthuur. Daar waar de risico's te groot zijn om ze te mitigeren ligt het uitpond of verkoopscenario voor de hand. Met deze conclusies is in dit hoofdstuk deels antwoord gegeven op deelvraag hoe regulering de strategie en het beleid van institutionele woningbeleggers beïnvloedt, specifiek voor de strategieën in een bestaande portefeuille. In hoofdstuk 6 zal de impact op het beleid nader beschouwd worden.

6. Conclusies, aanbevelingen, reflectie en suggesties voor vervolgonderzoek

6.1 Conclusies

Het doel van een institutionele woningbelegger, of die met een institutioneel karakter, is om langjarig een stabiel en duurzaam rendement te behalen met een specifiek risicoprofiel. Het middensegment van de huurwoningmarkt in gespannen woningmarkten, specifiek de G5, past bij dat profiel. Regulering van dit segment zal effect uitoefenen op de te realiseren markthuren. De huidige reguleringsvoorstellen die het WWS doortrekken tot 187 punten zullen woningen na mutatie reguleren op een maximale toegestane huur. Het rendementseffect hiervan is, ceteris paribus, te kwantificeren aan de hand van een dataselectie van de portefeuille van Vesteda en laat een duidelijke IRR-daling op totaalniveau en een ruim anderhalf keer grotere in de G5 zien. De relatieve impact van de huurwoningen in de G5, circa 31% van de totale portefeuille selectie uitgedrukt in aantal woningen, is groot. Dit is ook te zien in het duidelijke risico op markthuurlerlies op totaalniveau, dat in de G5 ruim anderhalf keer groter is. De twee drijvers van de IRR-daling zijn lagere netto kasstromen door huurmaximering en de impact op de marktwaardering van de betrokken woningen die daaruit volgt. De impact op de marktwaardering is de dominante component in de negatieve IRR-ontwikkeling. Dit vindt haar oorzaak, naast de invloed van verminderde inkomsten in de beschouwingsperiode, door een hogere risicoperceptie in de waarderingsgrondslag van gereguleerde woningen. Dit bezien vanuit de waarderingsgrondslagen die voor gereguleerde huurwoningen in het huidige huurregime gelden. De risicoperceptie is daarmee een zwaarwegende factor in de marktwaardering, naast economische, politieke en maatschappelijke ontwikkelingen. In zijn volledigheid is de risicocomponent daardoor lastig objectief te kwantificeren, maar ceteris paribus is het reguleringseffect wel te beoordelen. De onzekerheid van regulering en het effect op waardeontwikkeling laat zich dus, naast het risico op kasstromen en huidige waarderingsgrondslagen, lastig kwalificeren. Meerder factoren zijn daarbij van belang, voornamelijk marktvloeden, specifiek de ontwikkeling van het risicovrij te behalen rendement in een markt en de algehele economische ontwikkelingen.

Naast de geïdentificeerde onzekerheden geven de impact op netto kasstromen in combinatie met de impact op marktwaarderingen op basis van de uitgangspunten, ceteris paribus, wel duidelijk inzicht in de effecten van regulering op het beleid en de strategie van institutionele woningbeleggers. Volgens het vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton is te constateren dat de kapitaalmarkt door dalende kasstromen zal reageren met aangescherpte rendementseisen, leidend tot lagere beleggingswaardes, leidend tot een nieuw evenwicht in de ontwikkelmarkt van verminderde productie. Dit resulteert in een afname van de voorraad middenhuurwoningen in de G5, waar de vraag juist zo hoog is. Dit resulteert mogelijk in een disfunctioneren van de huurwoningmarkt en zal ook invloed uitoefenen op hoe beleggers in deze markt hun investeringsbeleid en strategie invullen.

Een tweedeling is te voorzien in de huurwoningenmarkt voor die woningen die onder de reikwijdte van de regulering gaan vallen. Bij woningen waar een negatieve impact op de markthuurler plaats vindt zullen of investeringen plaatsvinden om het negatieve effect te mitigeren, of woningen verkocht worden. Opvallend is dat bij haast alle woningen waar mitigerende effecten kunnen worden genomen, de doelstelling is om ze boven de 187 puntengrens te brengen, omdat de gewenste markthuurler boven dit niveau ligt. In de G5 ligt dit markthuurniveau relatief hoger dan het totale gemiddelde. Ofwel er wordt gemitigeerd, ofwel er wordt verkocht, beide strategieën zorgen voor een krimpende voorraad

middenhuurwoningen en dus een toenemende krapte in dit gereguleerde segment tot 187 punten. Daarnaast lijkt het voor de hand liggend dat de woningen die onder de reikwijdte van de regulering vallen, maar nog ruimte hebben tot de bepaalde maximale huurgrens, in markthuurniveau zullen stijgen. Dit is een reactie op te voorziene toenemende krapte in dit segment en in de huurwoningenmarkt als geheel. Een stijging van de markthuuren is gezien deze constatering ook te verwachten in het segment van niet gereguleerde woningen. Deze 'waterbed'-achtige ontwikkeling staat haaks op de doelstellingen van de huidige reguleringsvoorstellen, namelijk het nastreven van betaalbaarheid in de vorm van lagere huren en een verruiming van het aanbod, door de bouwproductie te stimuleren en vergroten. Dit effect zal, gezien de kwantitatieve analyse, in de G5 het sterkst optreden.

Het effect op de vastgoedmarkt zal het beleid van beleggers deels doen wijzigen. Indien gereguleerde huurwoningen voldoen aan de risico- en rendementsperceptie van een belegger zal deze blijven beleggen in dit segment. Dit wordt mogelijk een categorie 'puntenwoningen', waarbij de verhouding tussen marktwaarde en aantal WWS-punten precies in evenwicht is met de maximaal toegestane huur. Het risico van regulering maakt dat er ook een toenemende interesse zal ontstaan in het niet gereguleerde segment, meer dan er nu bestaat. Hoe en of de ontwikkelmarkt hierop zal reageren om tot een nieuw evenwicht in de vastgoedmarkt te komen is onduidelijk en sterk afhankelijk van algemene economische ontwikkelingen. De beleidsmatige focus op verduurzaming van de bestaande voorraad zal niet wijzigen en eerder toenemen. Naast de bestaande doelstellingen op energie- en CO₂-besparing, verbeterde betaalbaarheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid, maakt het dat investeringen in verduurzaming ook het reguleringsrisico zal doen verminderen.

Regulering van het middenhuursegment wijzigt de strategie en het beleid van institutionele beleggers, al is het nog met veel onzekerheden omgeven. Objectief is te beoordelen dat in bestaande portefeuilles bij woningen die substantieel op markthuur worden geraakt een strategie wijziging zal plaatsvinden van exploiteren naar investeren, uitpanden of verkopen. De afweging vindt plaats op basis van rendementsvereisten, is het bijvoorbeeld economisch rendabel om te investeren? In hoeverre die vereisten wijzigen door regulering is niet volledig objectief te kwantificeren.

Antwoorden op de laatste deelvragen "Biedt gereguleerde middenhuur kansen voor institutionele woningbeleggers als Vesteda om, binnen haar huidige strategie, een langdurig gewenst rendement in relatie tot gewenst risico te behalen?" en "Wat zijn de afweging van institutionele woningbeleggers om gereguleerde middenhuurwoningen af te stoten of juist aan te kopen en welke risico's zien zij daarbij?", zijn met bovenstaande conclusies dan ook lastig te geven. Mogelijk biedt gereguleerde middenhuur een kans, indien voor dit segment een verlaagde risicoperceptie ontstaat, rendementseisen kunnen worden behaald en de ontwikkelmarkt het gewenste product tegen de juiste prijs kan realiseren. Dan kunnen institutionele woningbeleggers in gereguleerde middenhuurwoningen hun gewenste risico rendement verhouding vinden. De grootste risico's bij aan- of verkoop van gereguleerde middenhuurwoningen is echter dat gedurende de exploitatieperiode de inhoud en mate van regulering kan wijzigen, ten positieve of ten negatieve. Als regulering op de huurwoningmarkt meer en meer een 'politieke knop' wordt waar aan gedraaid kan worden, zal de onzekerheid die dat met zich meebrengt de risico perceptie en daarmee de rendementseisen waarschijnlijk vergroten.

6.2 Aanbevelingen

In dit onderzoek wordt duidelijk dat de onzekerheid van (de duur van) regulering en of het een ‘knop’ wordt waaraan gedraaid kan worden als risicovol wordt gezien, omdat toekomstige kasstromen daardoor lastiger in te schatten zijn. Een logische strategisch reactie is dan ook dat indien woningen boven de reguleringsgrens getrokken kunnen worden om dit risico te vermijden, dit zal gebeuren.

Regulering hoeft echter onder de juiste voorwaarden woningbeleggers niet direct negatief te raken of af te schrikken om te investeren in het middensegment. Hiervoor is duidelijkheid, langjarige zekerheid en waar mogelijk maatwerk of regionale differentiatie nodig om de risicoperceptie zo klein mogelijk te maken. Risico's die aan de voorkant bekend zijn, zijn dat in feite niet meer.

Zo laten recent opgeleverde projecten met gereguleerde middenhuur woningen, op basis van lokale afspraken en maatwerk in de G5 steden, zien dat er investeringsbereidheid in dit segment is bij institutionele woningbeleggers. In deze projecten zijn duidelijke afspraken gemaakt over de looptijd van de regulering, de maximale huurprijzen, de maximale huurprijsverhogingen en de verplichting tot exploitatie voor een bepaalde periode gemaakt. Deze afspraken worden gemaakt over een periode van circa 15 tot 25 jaar en daarna geldt de reguliere landelijke huurprijsregulering. Met de duidelijkheid die dit soort afspraken geven en de upside die institutionele beleggers zien na afloop van de overeen gekomen periode, maakt dat de risicoperceptie daalt en ook een lagere IRR wordt geaccepteerd.

Door het bieden van zekerheden en mogelijk op basis van maatwerk bepaalde uitzonderingen op huurregulering te bieden, kan de mogelijke onbalans die ontstaat in de voorraadmarkt worden verkleind. Reflecterend aan het vierkwadrantenmodel van Di Pasquale en Wheaton is vergroten van de voorraad door meer nieuwbouwontwikkelingen in deze markt namelijk wenselijk. Door alleen in te grijpen in de kapitaalmarkt zal de fysieke voorraadmarkt niet groeien. Weinig stakeholders op de woningmarkt zullen het, gegevens de huidige vraagdruk, bovendien oneens zijn met de stelling dat ‘bouwen, bouwen, bouwen’ en daarmee vergroten van de voorraad gewenst is om tot een markevenwicht te komen.

Het bieden van zekerheid over het WWS, naast een modernisering, is ook aan te bevelen. De continue inhoudelijke wijziging van het WWS maakt dat de reikwijdte van de woningen die onder een bepaalde grens vallen veranderlijk is. Een goed voorbeeld is de invoering van de WOZ-cap in 2022. Hierdoor werden in de G5 weliswaar weinig woningen dusdanig geraakt dat ze bij wederverhuur gereguleerd zouden worden, maar met het ophogen van de reguleringsgrens naar 187 punten vallen juist veel van deze woningen specifiek door de WOZ-cap onder de nieuwe reguleringsgrens. Dit soort solitaire maatregelen in het WWS zorgen voor een systeem dat niet altijd logisch werkt en leidt tot prikkels om meer punten te behalen, alleen maar om een bepaalde grens te behalenen en niet om specifiek de kwaliteit van woningen te verbeteren. Een volledige modernisering van het WWS waarbij locatie, product en lokale marktomstandigheden beter gewaardeerd worden in combinatie met een systematiek die transparant is en langjarig geld is wenselijk.

6.3 Reflectie en suggesties voor vervolgonderzoek

De actualiteit van het onderwerp van regulering op de huurwoningenmarkt heeft gemaakt dat de onderzoeksvraag en deelvragen van deze CRP verschillende keren zijn bijgesteld. Het is gezien de complexiteit van de vastgoedmarkt een uitdaging om het solitaire effect van regulering op de huurwoningmarkt te kwantificeren, de invloed van marktontwikkelingen spelen namelijk een

dominante rol in de risicoperceptie en hoe een vastgoedmarkt zich beweegt. Daarnaast heb ik ervaren in de literatuurstudie dat door deze complexiteit de factor onzekerheid, door regulering of anderszins, zich niet goed laat kwantificeren. Of iets onzekerheden met zich meebrengt is subjectief, afhankelijk van de visie van een specifieke (institutionele) belegger. Dit onderzoek is verkennend en toetsend van aard. De toets vindt plaats middels een kwantitatieve analyse op basis van data van de Vesteda portefeuille, gespiegeld aan de geijkte strategieën en beleid van institutionele woningbeleggers. Deze groep is echter in aantallen beleggers niet groot en de visie op de impact van regulering op de huurwoningenmarkt zal mogelijk verschillen binnen deze groep. Een verdieping in dit onderzoek had plaats kunnen vinden door de bevindingen uit de kwantitatieve analyses en de strategische en beleidsmatige reactie daarop te toetsen bij verschillende institutionele beleggers op herkenbaarheid. Deze verdieping had mogelijk nieuwe of andere strategische- of beleidsopties aan het licht kunnen brengen.

In dit onderzoek wordt de impact op rendementen beschouwd vanuit een startsituatie op 1 januari 2023, waarbij 10 jaar vooruit gekeken in een DCF-model. Dit is daarmee een momentopname in een onzekere tijd, waar sinds enkele kwartalen afwaarderingen plaatsvinden op de marktwaarde van woningbeleggingen. Waarderingen van vastgoed zijn de afgelopen jaren gestaag gestegen met positieve impact op het indirect rendement, terwijl verhoudingsgewijs de huurontwikkeling daarbij is achtergebleven. Het kwantitatieve onderdeel in dit onderzoek lijkt uit te wijzen dat regulering deels voor een 'reset' zorgt in de waardering, maar de impact van negatieve marktwaarde ontwikkelingen zoals gebruikt in het model vertroebelen dat effect, waardoor die 'reset' minder goed zichtbaar is. Dit heeft gemaakt dat er geen duidelijk 'groot' schokeffect door regulering zichtbaar is geworden in het onderzoek. Indien er dieper zou zijn ingezoomd op specifieke G5 steden, of specifieke segmenten in deze steden, zou het reguleringseffect duidelijker zichtbaar zijn in deze specifieke locaties of op complexniveau.

Het effect van risicovrij rentes is in dit onderzoek onderzocht in de beschouwing hoe rendementseisen zijn opgebouwd. Hierbij is echter bewust niet het effect van financiering meegenomen, omdat institutionele beleggers veelal niet of conservatief gefinancierd zijn en om een zo zuiver mogelijk effect van regulering te kwantificeren. Met de huidige kapitaalmarktrentes die op een historisch hoog niveau staan is een vervolg onderzoek over de impact en mate van financiering op de woningbeleggingsmarkt aan te bevelen.

Concluderend kunnen op basis van dit onderzoek de volgende suggesties voor vervolgonderzoek gedaan worden:

- Er bestaat een mate van complexiteit in de verschillende huurregimes en huurprijsregelgeving; wat in dit onderzoek is beschouwd is zoveel mogelijk op basis van de solitaire effecten die regulering op een bestaande portefeuille hebben. Wat draagt dat bij nu bij aan de visie op de bredere vastgoedmarkt effecten? De beschouwing vanuit een bestaande portefeuille geeft inzicht in de effecten op de bestaande voorraad, maar het is aan te raden verder te onderzoeken wat de specifieke effecten op nieuwbouwmarkt zullen zijn.
- Minister De Jonge wil beleggers niet afschrikken, maar uitnodigen te investeren in het middenhuursegment. De uitkomsten van de analyse in dit onderzoek geven echter aan dat de kans bestaat dat beleggers zich juist zullen gaan focussen op huurwoningen die niet geraakt worden door regulering en dat zijn of woningen met meer dan 187 punten, omdat deze een

markthuur hebben die de maximale huur van 187 punten overstijgt. Beleggers kunnen onder de juiste voorwaarden wel beleggen in huurwoningen die weliswaar geraakt worden door huurrijsregulering indien deze voldoen aan de gestelde rendementseisen. Onderzoek naar op welke locaties en met welke specificaties en huurprijsniveau woningen ontwikkeld kunnen worden die rendabel in het middenhuur segment kunnen worden geëxploiteerd, zou voor de huurwoning beleggingssector waardevol zijn.

- Verduurzaming van de bestaande (huur)woningvoorraad in relatie tot regulering van de huurwoningmarkt is deels een onderbelicht thema in dit onderzoek, buiten hoe dit financiële risico's kan mitigeren. De vraag is echter, of gezien de doelstellingen op energie- en CO₂-besparing, dit in de toekomst een keuze wordt om wel of niet uit te voeren. Bij bestaande portefeuilles zal ogenschijnlijk op termijn geen keuze bestaan om deze (steeds verder) te verduurzamen, tenzij ze verkocht worden. De kans bestaat dat deze portefeuilles op termijn geconfronteerd worden met afwaarderingen, omdat ze niet duurzaam genoeg zijn. In plaats van 'green-premiums' zou er dan sprake kunnen zijn van 'brown-discounts'. De keuze om huurprijsmaximering te mitigeren door verduurzaming kan hiermee mogelijk hand in hand gaan met de doelstellingen op energie- en CO₂-reductie. Waar dit omslagpunt ligt wordt aanbevolen te onderzoeken.

Literatuurlijst

- Antonakakis, N., Gupta, R & André, C. (2015). *Dynamic Co-movements between Economic Policy Uncertainty and Housing Market Returns*. Journal of Real Estate Portfolio Management (Vol. 21, No. 1, pp. 53-60).
- Arkenbout, R. (2018). Heeft middeldure huur toekomst in Amsterdam? Consequentie van 40/40/20 regelgeving op de investeringsbereidheid van de Nederlandse institutionele belegger.
- Arnott, R. (1995). *Time for Revisionism on Rent Control?* Journal of Economic Perspectives, 9(1), pp. 99-120: Pittsburgh.
- Brauwiers, J. and Weber, H. (1988), 'A New Method of Scenario-Analysis', *International Journal of Forecasting*, 7, pp. 31-47.
- Brounen, D. (2022). *Een drastische andere woningmarkt, samen verder vooruit*. Geraadpleegd van: <https://open.overheid.nl/documenten/ronl-4f3b97a28510dbcc73706115068fb6e29556eb38/pdf>
- Capital Value, (2021). *De woning(beleggings)markt in beeld 2021*. Utrecht: Capital Value ism ABF Research.
- Bengtsson, B., & Ruonavaara, H. (2010). *Introduction to the Special Issue: Path Dependence in Housing*. Housing, Theory and Society, Vol. 27, No.3, pp. 193-203. Abingdon: Taylor and Francis Ltd.
- Brink (2021). *Consequenties huurprijsregulering - analyse en doorrekening van mogelijke maatregelen*. Referentie: B002430/210902/DP/ISO:JvdW/IJ
- CBRE (2022). *Woningbeleggingsmarkt op historisch kantelpunt*. Geraadpleegd van: <https://insights.cbre.nl/woningbeleggingsmarkt-op-historisch-kantelpunt/>
- CBRE (2023). *Impactanalyse regulering middenhuur*. Geraadpleegd van: <https://www.cbre.nl/insights/articles/impactanalyse-regulering-middenhuur>
- Conijn, J. (2008), 'Subsidiëring van de woonconsumptie: een zinloos schip van bijleg', in: F.J.H. Don (red.), *Agenda voor de woningmarkt*, Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor Staatshuishoudkunde.
- Conijn, J., & Schilder, F. (2015). *Middeninkomens en het middensegment, de ontbrekende schakel op de woningmarkt*. Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Conijn, J., Rouwendal, J. & Schilder F. (2016). *Veranderde verhoudingen op de Nederlandse woningmarkt*. TPE digitaal 2016 jaargang 10(2) 23-41.
- DiPasquale, D., & Wheaton, W. C. (1996). *Urban economics and real estate markets* (Vol. 23, No. 7). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Farragher, E. & Savage, A. (2008). *An Investigation of Real Estate Investment Decision-Making Practices*. Journal of Real Estate Practice and Education (Vol. 11, No. 1, pp 29-40).
- Finance Ideas, (2014). *Dutch Residential investments in European perspective*. Utrecht, Finance ideas.

Gool, van P., Jager, P., Theebe, M & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging (5e druk)*. Groningen: Noordhoff.

Grevelink, G. (2015). *Marktconforme disconteringsvoet: feit of fictie?* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.

Haffner, M., Elsinga, M., & Hoekstra, J. (2012). *Access and Affordability: Rent Regulation*. Delft: Delft University of Technology.

Hielkema, Mr. H. M. (z.j.). *Beschrijving Nederlands systeem van huur(prijs)bescherming woonruimte*. Geraadpleegd van <http://www.fairhuurvoorverhuurders.nl/files/literatuur/hielkema-beschrijving-nederlands-systeem-huurprijsbescherming-woonruimte.pdf>

Huss, W.R. (1988), 'A Move toward Scenario Analysis'. *International Journal of Forecasting* (Vol. 4, NO.3, pp. 377-388).

IVBN (2014). *Visie op de vrije sector huurwoningmarkt: Beleggersgeld naar een verder te liberaliseren huurmarkt*. Voorburg: IVBN.

IVBN, (2020). Persbericht: Investerings in de woningmarkt ter discussie door stapeling van maatregelen. Den Haag: IVBN

IVBN (2021). Persbericht: Regulering vrije sector via doortrekken WWS of een WOZ-percentage desastreus voor investeringen. Den Haag, IVBN.

Jonker-Verkaart, M. en Wassenberg, F. (2015). *Kansen voor particuliere huur in Nederland*. Den Haag: Platform 31.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. (2019). *Kamerbrief 'Maatregelen huurmarkt en evaluatie herziene Woningwet'*, publicatie 22 februari 2019. Den Haag: Ministerie van BZK.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (2021). *Staat van de Woningmarkt. Jaarrapportage 2021*. Den Haag: Ministerie van BZK.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (2022). *Kamerbrief Huurprijsbeleid voor de periode 1 januari 2022 tot en met 30 juni 2023*. Publicatie 1 januari 2022, Kenmerk 2022-0000091034. Den Haag: Ministerie van BZK.

Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (2022). *Kamerbrief Regulering middenhuur*, publicatie 9 december 2022, Kenmerk 2022-0000675006. Den Haag: Ministerie van BZK.

NBA: Platform Taxateurs en Accountants (2014). *Goed gewaardeerd vastgoed*. Geraadpleegd van <https://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?fileinfoID=596>

Planbureau voor de leefomgeving, (2017). *Perspectieven voor het middenhuursegment van de woningmarkt*. Den Haag: PBL Planbureau voor de Leefomgeving. Geraadpleegd van: <https://www.pbl.nl/publicaties/perspectieven-voor-het-middensegment-van-de-woningmarkt>

Schilder, F.P.W. (2021). *Essays on the economics of housing subsidies*. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam.

SEO Economisch Onderzoek (2019). *Prijsregulering in de vrije huursector*. Den Haag: SEO Economisch Onderzoek.

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

Sharpe, W.F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *Journal of Finance* (Vol. 19, No. 3, pp. 425-442).

SPYRG REAL ESTATE ACADEMY (2017). *Integraal vastgoedrekenen*. Geraadpleegd via: https://spryg.com/wp-content/uploads/2020/05/Integraal_vastgoedrekenen_-_dag_1_-_presentatie_22_mrt_2017.pdf

STEC Groep (2020). *Corporatie benchmark middenhuur: Benchmark van ruim 60 corporaties en hun strategie op middenhuur*. Arnhem: Stec Groep.

STEC Groep (2021). *Verkenning Beleidsopties voor huurprijsregulering van de vrije sector huur*. Arnhem: Stec Groep.

Tosics, I., & Tulumello, S. (2021). 'Between markets and social rights: the EU housing policies', in Rauhut, D., Sielker, F., & Humer, A. (eds) *EU Cohesion Policy and Spatial Governance: Territorial, Economic and Social Challenges*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing.

Van den Bosch, M.M.L. (2017). *Een 'Level Playing Field' op de Nederlandse Huurwoningenmarkt?* Nijmegen: Radboud Universiteit Nijmegen.

Van der Heijden, H., Haffner, M., & Reitsma, A. (2002). *Ontwikkeling van de woonuitgaven in zes West Europese landen*. Delft: DUP Science.

Vastgoedmarkt (2023). 'Huuraanbod wordt hard geraakt door middenhuurregulering'. Geraadpleegd via <https://www.vastgoedmarkt.nl/180690/huuraanbod-wordt-hard-geraakt-door-middenhuurregulering>

Vesteda (2022). *Vesteda factsheet 2022*. Geraadpleegd via: <https://www.vesteda.com/media/3967/vesteda-fact-sheet-nl.pdf>

Weitzman, P. (1985). *Economics and rent regulation: A call for a new perspective*. New York: New York University Review of Law & Social Change.

Whitehead, C., & Williams, P. (2018). *Assessing the evidence on Rent Control from an International Perspective*. London: LSE.

Bijlagen

Bijlage 1 - Regulering in Europees en internationaal perspectief

Bijlage 2 - Overzicht (middenhuur) regulering G5 en landelijk

Bijlage 3 – Figuren (vertrouwelijk)

Bijlage 1 - Regulering in Europees en internationaal perspectief

Voorbeelden uit de ons omringende landen schetsen een context wat het effect op een (lokale) huurwoningmarkt is, indien regulering op de (huur)woningmarkt toeneemt. Alhoewel (huur)woningmarkten hun volledig eigen karakteristieken hebben en niet volledig vergelijkbaar zijn geven voorbeelden uit Duitsland, Ierland en Zweden een inkleuring van het effect van toenemende regulering en hoe de (eigenaren in deze) markt daar op reageren. De meeste Europese landen kennen een bepaalde mate van sturing van de (huurwoningen)markt door onder meer regulering van aanvangshuren en maximale huurprijsstijgingen

Europees perspectief op woningmarktbeleid en betaalbaarheid

In geheel Europa neemt de spanning op de woningmarkten de afgelopen jaren toe, soms leidend tot een huisvestingscrisis, wanneer grote delen van de bevolking moeilijk toegang krijgen tot de woningmarkt. In relatie tot sociale en economisch (negatieve) ontwikkelingen staat de woningmarkt recent veelal weer centraal in het politiek debat. De toenemende spanning op de woningmarkten in Europa en de groeiende politieke aandacht en bemoeienis in deze markt vloeit voort uit een verschil in visie op de woningmarkt (Madden, Marcuse 2016). Enerzijds wordt de woningmarkt gezien als een financieel product: woningen zijn handelswaar op een vrije markt en anderzijds als een sociaal grondrecht: de overheid dient te waarborgen dat ieder mens recht heeft op (betaalbare) huisvesting. Wonen wordt door de financialisering ervan sterk naar de marktkant gedrukt, dat zorgt vanzelfsprekend voor een toenemende spanning met de sociale dimensie ervan.

Onderzoek van Tosics en Tulumello (2021) wijst uit dat het woningmarktbeleid van individuele lidstaten van de Europese Unie de afgelopen jaren, direct of indirect beïnvloed is door haar huisvestingsbeleid. Zij constateren dat vergeleken met ruim 10 jaar geleden het huisvestingsbeleid van de EU veranderd is. Niet meer wordt er enkel vanuit de financiële bril naar mededingingsregulering en een gelijk speelveld gekeken, maar ook vanuit het sociale perspectief van mensenrechten en gelijke kansen, al blijft de focus op marktwerking van de EU sterk aanwezig.

Tosics en Tulumello concluderen dat de woningmarkt een sector is waar altijd een strijd, of scherpe spanning, tussen markt- en solidariteitsaspecten zal bestaan. Het reguleren van de financialisering van de woningmarkt op een maatschappelijk verantwoorde manier, op een zodanige manier dat investeerders niet ontmoedigd worden in sociale of betaalbare huisvesting te investeren heeft nog een lange weg te gaan. Coördinatie vanuit de EU is daarbij niet snel te verwachten gezien huidige ontwikkelingen, richting meer nationalistische politiek, in de individuele lidstaten. Woningmarktbeleid zal voor het overgrote deel afhankelijk blijven van politieke beslissingen op nationaal niveau.

Ansel en Cansunar (2021) concluderen op hun beurt uit onderzoek in de Britse en Europese woningmarkten dat de betaalbaarheid van wonen sterk gedreven wordt door politieke besluitvorming. De spanning en forse prijsstijgingen op de verschillende Europese woningmarkten, hebben tot toenemende zorgen over de betaalbaarheid van wonen gezorgd. Ansel en Cansunar concluderen dat zodra de betaalbaarheid van wonen afneemt, de burgers van een land, voornamelijk diegenen die huiseigenaar zijn, minder snel voorstander zijn van (ingrijpende) politieke maatregelen om die groeiende onbetaalbaarheid tegen te gaan. Deze afname van betaalbaarheid, wordt gedreven door de koopmarkt, door woningeigenaren die 'insider zijn', oftewel als eigenaar van een woning profiteren van de stijgende woningwaardes. Deze eigenaars zullen zich dus tegen ingrijpende maatregelen keren

en eerder de meer rechtse, liberalere politieke partijen steunen, die veelal tegen overheidsingrijpen in de woningmarkt zijn. Huurders worden enkel geconfronteerd met een voor hen negatief effect, namelijk stijgende huurprijzen en zullen zich eerder tot de meer linkse, socialere politieke partijen wenden die overheidsingrijpen in de woningmarkt als sociaal en economisch stuurmiddel zien. Het risico bestaat dat hierdoor een toenemende polarisatie in de politieke voorkeur tussen kopers en huurders optreedt. Zolang rechtse partijen een meerderheid hebben zal de marktwerking op de woningmarkt gestimuleerd worden, stijgen prijzen en zal de betaalbaarheid afnemen. De roep om overheidsingrijpen, door met name huurders, in de woningmarkt zal vergroten.

De conclusies die Ansel en Cansunar laten zich goed spiegelen aan de reacties van Nederlandse particuliere vastgoedbeleggers over de aangekondigde regulering van het middensegment. Deze groep zou je kunnen beschouwen als door hen gedefinieerde eigenaren die voordelen behalen uit de afname van betaalbaarheid in de markt, gedreven door stijgende waardes. Zij verzetten zich tegen regulering. Bij monde van de branchevereniging van particuliere vastgoed beleggers 'Vastgoed Belang' geven ze ondermeer het volgende aan (Vastgoedbelang, 2023): *“Dat betekent dat een belegger te maken krijgt met een ernstig marktwaardeverlies wat in combinatie met de daling van huurinkomsten én de effecten van het belastingplan 2023 zal leiden tot een uiteindelijke negatieve exploitatie. Daardoor zullen particuliere verhuurders/beleggers in zeer veel gevallen gedwongen worden om een woning bij opzegging van het huurcontract te verkopen, in plaats van deze opnieuw te verhuren, zeker gezien de combinatie met het verlies aan huurinkomsten en de hoge kosten van de verduurzamingsopgave”*.

Opvallend is dat daar tegenover de institutionele en meer professionele huurwoningbeleggers gemengdere reacties laten zien. Er wordt zowel kritiek geuit, namelijk dat regulering van de markt geen oplossing voor het tekort aan (huur)woningen is (IVBN, 2022), maar ook steun uitgesproken aan de maatregelen om excessen in de(huur)woningmarkt tegen te gaan en dat politiek stabiel langetermijnbeleid noodzakelijk voor institutionele partijen is om te kunnen blijven investeren.

Haffner en Hulse (2019) laten zich in hun artikel *“A fresh look at contemporary perspectives on urban housing affordability”* ook specifiek uit over de betaalbaarheid van wonen. Zij concluderen, gelijk aan Tosics en Tulumello, dat de financialisering van de woningmarkt in combinatie met stedelijke herstructurering en vernieuwing een belangrijke factor in de betaalbaarheid van (huur)woningen in stedelijke, economisch gespannen woningmarkten. Waar traditioneel gezien, in de 'oude politiek', in het verleden de betaalbaarheid van woningen op politiek niveau was ingestoken om armoede tegen te gaan, is het begrip betaalbaarheid nu, in de 'nieuwe politiek', veel complexer en multidimensionaal geworden. Inkomensgroepen zijn diverser geworden, betaalbaarheid en wat de definitie daarvoor zou moeten zijn speelt nu ook bij midden en hogere inkomens. Energie en reiskosten en de locatie gebonden aspecten zoals de beschikbaarheid van banen, transport en winkels, spelen daarnaast een steeds grotere rol. Die aspecten hebben invloed op de mogelijkheden om een inkomen te verwerven en het daarmee mogelijk zijn om een woning te kunnen te betalen in een stedelijke omgeving. Het begrip betaalbaarheid van huisvesting, zo concluderen Haffner en Hulse, is in deze eeuw veel complexer en multidimensionaler dan in de negentiende en twintigste eeuw.

Duitsland – de ‘Mietpreisbremse’

De huurwoningenmarkt in Duitsland is in beginsel volledig privaat, een ontwikkeling die sinds de jaren tachtig ingezet ten behoeve van een gelijk speelveld. Opvallend in de Duitse markt is dat het aandeel particuliere eigenaren zo’n 60% is en zo’n 10% institutioneel. Dezelfde regelgeving en wetten gelden dus in basis voor alle huurwoningen, er is dus geen verschil tussen een gereguleerde en niet-gereguleerde markt. Huurprijzen worden niet op basis van objectkenmerken zoals in het Nederlandse WWS bepaald, maar gekoppeld aan het inkomen van de huurder. In tegenstelling tot Nederland wordt de koopwoningenmarkt fiscaal niet gestimuleerd en de huurwoningmarkt wel met een vrijstelling op de zogenaamde ‘Gewerbesteuer’, vrij vertaald een winstbelasting. Ook kan inkomensafhankelijk subsidie worden ontvangen door verhuurders wanneer zij voor specifieke huishouden huren op een passend (lager) niveau houden.

De ‘Mietpreisbremse’, ofwel huurprijsrem is van recentere aard. Ingevoerd in 2015 en in 2019 en 2020 aangescherpt, werkt deze maatregel als een maximering op huurprijzen (een ‘cap’) van nieuwe verhuringen in gespannen woningmarkten. Middels opslag van 10% op de ‘mietspiegel’ (vergelijkbare huurprijzen in een regio) wordt deze bepaald. Onomstreden zijn de effecten van deze ‘rem’ niet, mede door een periode van sterk stijgende markthuren sinds invoering, die overigens aanleiding was voor de aanscherping in 2019 en 2020, heeft de ‘rem’ te hebben voornamelijk een vertraging van de huurprijsontwikkeling gebracht. Een oplossing voor de snel stijgende huren heeft de ‘rem’ echter niet gebracht.

Naast deze landelijke algemeen geldende regelgeving kent Duitsland ook lokale regelgeving. Specifiek de stad Berlijn voerde in 2020 een bevrozing van de huren in voor een periode van 5 jaar. Deze maatregel werd echter grondwettelijk verklaard door het Duits hooggerechtshof met de motivatie dat gezien de landelijk regelgeving die bestond de stad Berlijn daar bovenop niet nog aanvullend eigen beleid kon opstellen en inbreuk maakte op het eigendomsrecht en recht op het aangaan van overeenkomsten voor huur en verhuur. De maatregelen zijn symbolisch voor individuele maatregel die inspelen op actuele ontwikkelingen, zonder naar het geheel van een (huur)woningmarkt te kijken. Op langere termijn sorteren deze individuele maatregelen geen effect, sterker nog ze brengen ongewenste bijeffecten, zoals verminderde woningbouwproductie (Kholodilin et al., 2016; Breidenbach et al., 2019).

Ierland – de ‘Affordable Housing Bill’

In Ierland is in 2021 wetgeving met de naam ‘Affordable Housing Bill’ goedgekeurd. Deze wetgeving heeft als doel de huurprijsontwikkeling te verlagen. Een dalende bouwproductie en stijgende prijzen zijn hiertoe de aanleiding geweest. De grootste aandacht in deze wet gaat dan ook uit naar een verhoogde productie van huurwoningen, waar bij de nationale overheid gemeenten wil stimuleren om middensegment woningen te realiseren op eigen grond. Ook wordt ingezet op huurwoningen met een kostprijs gerelateerde huur (dus geen ‘commerciële’ rendementseis), met de verwachting dat hiermee huurprijzen van 25% onder de markthuur worden gerealiseerd en de daarmee de huurprijsontwikkeling in het middensegment zal dempen. In de ‘Affordable Housing Bill’ wordt ook een regionaal huurprijsmaximering opgenomen voor nieuwe woningen, vergelijkbaar met de kenmerken van het Nederlandse gereguleerde middensegment. Kritiek vanuit verschillende Ierse instanties op deze wetgeving richt zich er op dat deze maatregelen een contraproductief effect zullen hebben; er wordt gevreesd dat ze inflatie aanwakkeren en de vastgoedprijzen erdoor sneller zullen stijgen.

Zweden – regulering en subsidies

Waar in Nederland zo'n 43 procent van de inwoners in een huurwoning woont is dat in Zweden circa 30 procent. Hiervan is het eigendom ongeveer gelijk verdeeld tussen gemeentelijke huurwoningen en private eigenaren (Housing Europe, 2019). Het concept van woningcorporaties zoals in Nederland bestaat in Zweden in feite niet. Wel zijn publieke huurwoningen, zonder inkomens- of specifieke toewijzingseisen, toegankelijk voor iedereen. Deze woningen zijn in eigendom van overheidsbedrijven, corporaties zonder winstoogmerk. Deze 'sociale' verhuurders worden niet gesubsidieerd en hebben fiscaal ook geen bevoordeling. Wel kunnen ze voor overheidssteun in aanmerking komen onder bepaalde voorwaarden voor specifieke diensten van algemeen economisch belang.

Regulering is op de Zweedse huurwoningenmarkt sterk aanwezig, op huurprijs en huurverhoging, waarbij gespiegeld wordt aan lokale prijsontwikkelingen. Belangenverenigingen van huurders en verhuurders zoeken naar consensus over de huurprijzen en stellen deze gezamenlijk vast. Vormen van huursubsidie bestaan voor huurders indien de verhouding huur tot inkomen te hoog is. In Zweden gaan stemmen op tot deregulering. Met de bestaande regelgeving wordt gevreesd dat de nieuwbouwproductie van huurwoningen zal achterblijven, omdat deze voor ontwikkelaars en beleggers niet rendabel genoeg zijn.

Bovenstaand voorbeelden uit drie West-Europese landen illustreren dat regulering in vele maten en soorten komt, maar als gemene deler altijd een politieke reactie zijn op marktontwikkelingen, waarbij de toegang en betaalbaarheid van (middensegment) huurwoningen een centrale rol speelt. Uitgangspunt is altijd 'voordeel' voor de huurder en het beteugelen van (excessieve) prijsstijgingen.

Onderzoek naar huurregulering in Engeland en Wales van Ellingsen en Englund uit 2003 wijst uit dat regulering vaak politiek gemotiveerd is en dat inderdaad huurders hier hun voordeel mee kunnen doen en verhuurders veelal hun nadeel. Op termijn levert regulering niet per se een structurele bijdrage een (vergroting van) een betaalbaar huursegment. Het 'schrikt af' voor investeerders en maakt beleggen in huurwoningen daardoor minder aantrekkelijk. Structurele problemen vragen om structurele oplossingen en hervormingen van de woningmarkt als geheel zullen meer effect hebben in het bestrijden van ongewenste excessen dan op zichzelf staande maatregelen zoals beperken of reguleren van huren of huurverhogingen (Ellingsen & Englund, 2003).

Literatuurlijst

Ansel, B. & Cansunar, A. (2021). *The political consequences of housing (un)affordability*. Journal of European Social Policy 2021, Vol. 31(5), 597–613).

Breidenbach, Philipp & Eilers, Lea & Fries, (2019). "Rent control and rental prices: High expectations, high effectiveness?," Ruhr Economic Papers 804, RWI - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Ruhr-University Bochum, TU Dortmund University, University of Duisburg-Essen.

Ellingsen T, Englund P (2003). *Rent Regulation: An Introduction*. In: Ellingsen T, Englund P (ed) (2003) Swedish Economic Policy Review. The Economic Council of Sweden

Haffner, M. E. A., & Hulse, K. (2019). A fresh look at contemporary perspectives on urban housing affordability. International Journal of Urban Sciences, 25(1), 59-79.

Housing Europe, (2019). *The State of Housing in the EU 2019 - Decoding the new housing reality*. Brussels: Housing Europe. Geraadpleegd van: <https://www.housingeurope.eu/resource-1323/the-state-of-housing-in-the-eu-2019>

IVBN (2021). Persbericht: *De reactie van IVBN op het Programma Betaalbaar Wonen van Minister de Jonge*. Den Haag, IVBN.

Konstantin A. Kholodilin (2022). "Rent Control Effects through the Lens of Empirical Research," DIW Roundup: Politik im Fokus 139, DIW Berlin, German Institute for Economic Research.

Madden, D. & Marcuse, P. (2016): *In Defense of Housing: The Politics of Crisis*. London and New York: Verso Books

Tosics, I., & Tulumello, S. (2021). 'Between markets and social rights: the EU housing policies', in Rauhut, D., Sielker, F., & Humer, A. (eds) EU Cohesion Policy and Spatial Governance: Territorial, Economic and Social Challenges. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing.

Vastgoedbelang (2023). Persbericht: *Ortec Finance onderzoek bewijst gelijk van vastgoedinvesteerders Maatregelen woningmarkt hebben enorme economische impact*. Amsterdam: Vastgoedbelang.