23 NOVEMBER 2020

CONSEQUENTIES VERHOGING OVB

Referentie:
B001836/20003789-1/DP/DB/ISO:JvdW/IJ

BRINK

INHOUDSOPGAVE

01 Samenvatting **1**
Conclusies onderzoeksvragen 1 en 2 2
Nieuwbouw 3

02 Inleiding **5**
02.01 Aanleiding 5
02.02 Hoofdvraag en onderzoeksvragen 5
02.03 Leeswijzer 5

03 Context **6**
03.01 Spelers op de woningmarkt 6
03.02 Waarderingsmethodieken voor vastgoed 6
03.03 Investeringsmogelijkheden voor beleggers 7
03.04 Status van de woningmarkt 7

04 Consequenties beleggers en woningcorporaties **9**
04.01 Effect op de balanswaarden 9
04.02 Effect op de beleggingswaarde 11
04.03 Mogelijk effect in de praktijk 14
04.04 Nieuwbouw 15
04.05 Conclusies 16

05 Omvang van de markt **17**
05.01 Aanpak 17
05.02 Eigendomsverdeling woningbezit 17
05.03 Eigendom van specifiek nieuwbouw 18
05.04 Aantal transacties 18
05.05 Beleggingshorizon 21
05.06 Conclusies 22

06 Bijlage **23**
06.01 Rekenvoorbeeld DCF 23
06.02 Berekening marktwaarde stijging woningcorporaties 23
06.03 Data-onderzoek 24

01 SAMENVATTING

In deze samenvatting wordt antwoord gegeven op de hoofdvraag van dit onderzoek: *"Wat zijn de consequenties voor beleggers van de verhoging van de overdrachtsbelasting op woningen?"* Hiertoe worden de drie onderstaande subvragen afzonderlijk behandeld. Dit rapport beperkt zich tot de consequenties op de balanswaarde, beleggingswaarde en geeft een inzage in de omvang van de markt.

1 ***Welke consequenties heeft de verhoging van de overdrachtsbelasting voor de balanswaarde van woningcorporaties en (institutionele) beleggers?***

De balanswaarde van woningcorporaties en (institutionele) beleggers daalt als gevolg van een verhoogde overdrachtsbelasting (hierna: OVB). Taxateurs waarderen de woningen voor de balans met een exploitatietermijn van 15 jaar en een marktconforme discontovoet. Voor woningcorporaties is deze methodiek vastgelegd in het Handboek modelmatig waarderen vastgoed (Ministerie van BZK, 2019, hierna: Het Handboek) [1].

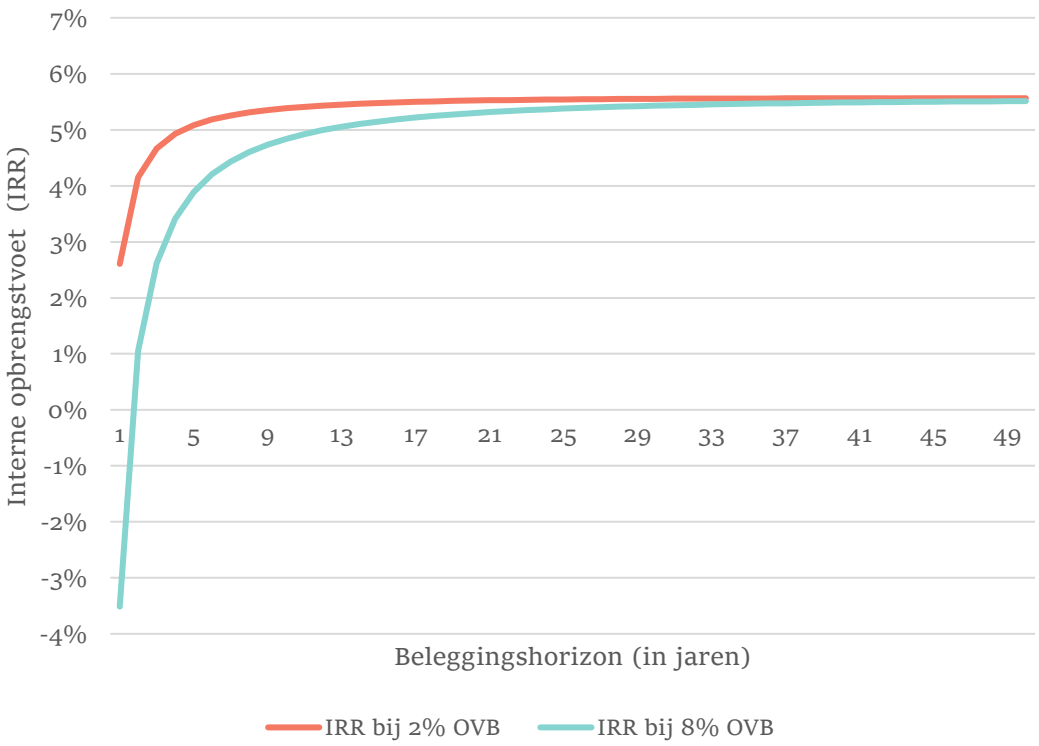
Een verhoging van de OVB van 2% naar 8% zal bij een discontovoet van 6% in theorie leiden tot het volgende effect van -3% tot -4% op de balanswaarden vanwege ingerekende verkoop. Voor woningcorporaties geldt dat circa 25% van de woningen een hogere waarde kent bij een doorexploiteren scenario: blijven verhuren levert een hogere waarde op dan verkopen[2]. Wanneer geen verkoop plaatsvindt, geldt logischerwijs dat er geen sprake is van OVB schade.

Het effect op de balanswaarde, sec als gevolg van de verhoging van de OVB, is berekend aan de hand een referentiewoning en kengetallen uit Het Handboek. Echter spelen tal van andere factoren in de markt die ook een invloed hebben op de geactualiseerde balanswaarde, waaronder het rendement op andere beleggingsvormen met een vergelijkbaar risicoprofiel, de leegwaarde stijging en de ontwikkeling van de markthuur. Per saldo verwacht Brink dat de balanswaarden van woningcorporaties en (institutionele) beleggers over het algemeen bij de huidige marktomstandigheden zullen stijgen, maar minder hard dan zonder een verhoging van de OVB het geval zou zijn geweest. Het is daarmee niet aannemelijk dat de financieringscapaciteit van beide partijen ingeperkt zal worden.

2 ***Welke consequenties heeft de verhoging van de OVB voor de beleggingswaarde van zowel bestaande bouw als nieuwbouw van woningcorporaties en (institutionele) beleggers?***

Om het effect op de beleggingswaarde inzichtelijk te maken is de onderstaande figuur samengesteld. De figuur toont de interne-rendementsvoet voor de referentiewoning waarbij 2% of 8% OVB in de verkoopprijs is verwerkt.

[1] Ministerie van BZK, 31 december 2019, *"Handboek modelmatig waarderen marktwaarde"*
[2] BZK, oktober 2020, *"Validatie Handboek 2019"*



Figuur 1: IRR bij 2% OVB en 8% OVB voor verschillende beleggingshorizonnen

Bij een beleggingshorizon van 15 jaar is het rendement circa 0,3% lager. Er is een grotere impact op het rendement voor beleggers met een korte beleggingshorizon. Dit zou ertoe kunnen leiden dat beleggers met een kortere beleggingshorizon minder investeren. In de praktijk kan dit ook betekenen dat deze beleggers hun beleggingen langer gaan aanhouden. Hierdoor zal het transactievolume van beleggers afnemen.

In de praktijk verkopen beleggers en woningcorporaties ook woningen aan particulieren (eigenaar bewoners). Hierbij treedt in ieder geval geen negatief effect op: eigenaar bewoners betalen nog steeds 2% OVB, of in het geval van 'jongere kopers' eenmalig 0% OVB. Bij verkoop aan 'jongere kopers' zal de verkoopwaarde in theorie kunnen stijgen. Uit gegevens van het Kadaster volgt dat van de woningen die beleggers verkopen, 16% door eigenaar bewoners wordt gekocht[3].

Conclusies onderzoeksvragen 1 en 2
In de theoretische berekeningen van de balans- en beleggingswaarde wordt aangenomen dat de verhoogde OVB direct wordt ingeprijsd in de verkoopprijs, ten nadele van de verkoper. Hiermee dalen de verkoopopbrengsten, maar betaalt de koper nog steeds evenveel voor de woning (aankoopkosten, inclusief OVB). Dit zou betekenen dat woningprijzen circa 6% dalen als gevolg van de OVB-verhoging. Brink acht dit scenario niet aannemelijk. De huidige woningmarkt is dusdanig gespannen – er is sprake van grote woning schaarste en langdurende lage rente – dat het effect van het verhogen van de OVB beperkt zal zijn. Ondanks dat het effect voor beleggers beperkt zal zijn, verbetert de verlaging van de OVB de positie van starters op de vastgoedmarkt.

De rekening van de OVB-verhoging van 2% naar 8% zal altijd ergens terechtkomen. Als woningprijzen op hetzelfde niveau blijven, betekent dit dat beleggers meer belasting gaan betalen op woningaankopen. Deze extra kosten gaan direct ten koste van hun rendement.

[3] Dit cijfer is het gemiddelde vanaf 2015

Dit kunnen de beleggers accepteren, proberen te ontwijken, of zij proberen op andere manieren hogere rendementen te bewerkstelligen. Dit kan bijvoorbeeld door huren te verhogen of door de beleggingshorizon te verlengen. Waarschijnlijk zal elk van deze effecten deels optreden. Brink verwacht niet dat beleggers vastgoedinvesteringen als beleggingscategorie hierdoor gaan mijden. Het risico/rendement profiel op woningvastgoed verandert niet wezenlijk.

Tot slot is er een effect op de rijksschatkist. Uit kamerstukken blijkt dat de jaarlijks OVB-opbrengst als gevolg van de voorgenomen maatregelen met minimaal € 461 miljoen toeneemt[4].

Nieuwbouw
Sec de verhoging van de OVB leidt tot een daling van de balanswaarden. Partijen die voor het doen van nieuwbouwinvesteringen afhankelijk zijn van de balanswaarden, zullen daardoor minder kunnen investeren in nieuwbouw. Brink verwacht echter dat de balanswaarden bij gelijkblijvende marktomstandigheden zullen stijgen, hetzij minder hard dan zonder OVB-verhoging.

In woningtaxaties voor beleggers van nieuwbouw wordt de OVB in mindering gebracht op de verwachte verkoopprijs van een woning, dus bij de verkoop na jaar 15 (de toekomstige koper prijst dit in). In dit geval heeft een wijziging van de OVB geen effect op de relatieve aantrekkelijkheid van nieuwbouw ten opzichte van bestaande bouw: de waarde van beide investeringen neemt op dezelfde manier af. Omdat Brink verwacht dat er een balans in de markt zal ontstaan waarin de verhoging van de OVB voor een deel door de kopende partij zal worden betaald, wordt nieuwbouw relatief een beetje aantrekkelijker dan bestaande bouw.

3 Hoe ziet de markt van beleggingswoningen eruit?

Voor het beantwoorden van de derde onderzoeksvraag heeft Brink samengewerkt met het Kadaster. Het bezit per 1 juli 2020 is weergeven in onderstaande tabel.
Voor circa 200.000 woningen is het binnen dit onderzoek niet mogelijk geweest om de eigenaar te achterhalen vanwege complexe eigendomssituaties (“Onbekend”). Dit komt onder andere door erfpachtsituaties.
In de tabel is af te lezen dat 59% van het bezit van woningen van eigenaar-bewoners is, 41% is dus huur (in verschillende vormen).

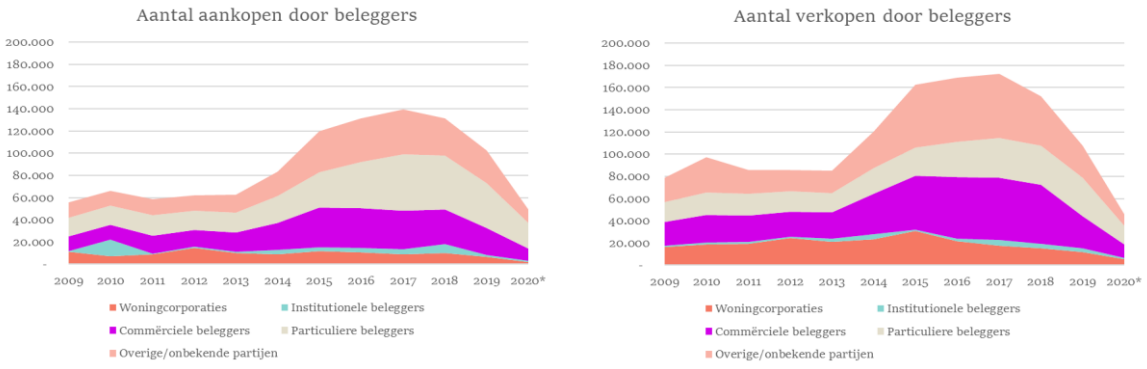
Type eigenaar	Totaal aantal woningen	[%]	Waarvan nieuwbouw (gebouwd na 2015)	[%]
Institutionele belegger	169.441	2,1%	26.937	8,1%
Overige belegger	671.971	8,5%	48.175	14,4%
Woningcorporatie	2.204.293	27,8%	60.501[5]	18,1%
Eigenaar bewoner	4.677.347	59,0%	174.541	52,2%
Onbekend	206.128	2,6%	23.963	7,2%
Totaal:	**7.929.180**	**100,0%**	**334.117**	**100%**

Tabel 1: het woningbezit per type belegger op peildatum 1 juli 2020 bepaald, inclusief het aantal nieuwbouwwoningen in bezit.

[4] Rijksoverheid, mei 2020, “*Ramingstoelichtingen bij het pakket belastingplan 2021*” p. 24
[5] Door complexe rechtensituaties zijn niet alle voorraadwoningen en nieuwbouwwoningen van woningcorporaties gevonden door het Kadaster. Op basis van cijfers van de Aw (Staat van de corporatiesector, 2019) is onze inschatting dat circa 100.000 voorraadwoningen en 20.000 nieuwbouwwoningen te weinig zijn bij de woningcorporaties. Deze staan nu bij de categorieën ‘overige beleggers’ of ‘onbekend’. Het is voor het Kadaster en Brink niet mogelijk om een accurater aantal te verkrijgen binnen de scope van dit onderzoek.

Het aantal aan- en verkopen is in onderstaande figuren weergeven. Hoewel het aantal transacties stijgt, blijft de verhouding tussen de aankopen door eigenaar bewoners en beleggers relatief gezien stabiel.

Figuur 2: aantal aankopen en verkopen van beleggers en eigenaar bewoners



Figuur 3: aantal aankopen en verkopen door beleggers, per type belegger

De beleggingshorizon is per type woningeigenaar benaderd via onderstaande formule. Institutionele beleggers hebben met deze benadering een beleggingshorizon van circa 50 jaar. Voor woningcorporaties leidt deze formule tot een beleggingshorizon van 100+ jaar. In werkelijkheid is dit lager doordat corporaties ook circa 10.000 woningen per jaar slopen ten behoeve van nieuwbouw. Het kengetal is bepaald op basis van daadwerkelijke verkopen.

Hoe langer de beleggingshorizon, hoe kleiner het effect op de waarde in het nu.

$$Beleggingshorizon\ (benadering) = \frac{totaal\ woningbezit}{jaarlijks\ gemiddeld\ aantal\ woning\ verkopen}$$

	Onbekend/overig	Institutionele belegger	Woningcorporatie
Aantal woningen in bezit	878.000	169.000	2.204.000
Gemiddeld aantal transacties per jaar (vanaf 2015)	32.000	3.000	17.000
Mutatiepercentage	3,86%	1,90%	0,81%
Beleggingshorizon (benadering)	25 jaar	50 jaar	100+ jaar

Tabel 2: belegginshorizon per type belegger (berekend volgens bovengenoemde formule, afgerond).

02 INLEIDING

02.01 Aanleiding

Het kabinet heeft een wetsvoorstel ingediend om de OVB op woningen per 1 januari 2021 te wijzigen: eenmalig van 2% naar 0% voor 'jongere kopers' tussen de 18 en 35 jaar, en van 2% naar 8% voor beleggers, wanneer die een woning kopen niet zijnde voor eigen bewoning. Voor 'oudere kopers' die een woning kopen voor eigen bewoning blijft de OVB gelijk aan 2%. Door middel van deze differentiatie tracht de overheid de woningmarkt budgetneutraal beter toegankelijk te maken voor starters. De verhoging van de overdrachtsbelasting voor beleggers zal daarnaast ook een effect hebben, maar de precieze gevolgen zijn onduidelijk. Diverse partijen hebben vragen gesteld aan het kabinet over de vermeende wetswijziging. Vragen hebben betrekking op onder meer doelmatigheid, handhaafbaarheid, budgettair beslag en consequenties voor beleggers.
Het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (hierna: BZK) heeft het Kadaster en Brink gevraagd de consequenties van de verhoging van de OVB voor beleggers (inclusief de woningcorporaties) te onderzoeken.

02.02 Hoofdvraag en onderzoeksvragen

De hoofdvraag van BZK luidt als volgt: *"Wat zijn de consequenties van de verhoging van de overdrachtsbelasting voor woningen?"* Om het effect van de verhoging van de OVB te kunnen duiden, is inzicht in de omvang van de markt nodig. Dit inzicht wordt mede verkregen door de volgende, aan Brink gestelde (deel)onderzoeksvragen te beantwoorden:

1. Welke consequenties heeft de verhoging van de OVB voor de balanswaarde van woningcorporaties en (institutionele) beleggers?
2. Welke consequenties heeft de verhoging van de OVB voor de beleggingswaarde van zowel bestaande bouw als nieuwbouw van woningcorporaties en (institutionele) beleggers?
3. Hoe ziet de markt van beleggingswoningen eruit?

Voor het beantwoorden van de derde onderzoeksvraag heeft Brink samengewerkt met het Kadaster. Brink heeft hiervoor de data-uitvraag en analyse gespecificeerd, waarmee het Kadaster tot de juiste onderzoeksgegevens kon komen.

02.03 Leeswijzer

Dit rapport bestaat uit een samenvatting en vijf hoofdstukken. In het vervolg van dit rapport wordt in hoofdstuk 03 een stuk context gegeven over welke spelers er zijn binnen beleggingen in woningen, hoe deze spelers investeren, hoe woningen waarin wordt belegd worden getaxeerd, en wat de huidige status van de woningmarkt is omtrent vraag en aanbod. In hoofdstuk 04 worden de consequenties van de OVB voor (institutionele) beleggers en woningcorporaties toegelicht, voor de balanswaarde en de beleggingswaarde. Hiermee worden onderzoeksvragen 1 en 2 beantwoord.
In hoofdstuk 05 wordt de omvang van de markt besproken, met als doel om onderzoeksvraag 3 te beantwoorden. Hierbij wordt gekeken naar de eigendomsverdeling van nieuwbouw, hoeveelheid transacties en tussen welk type eigenaar, en de beleggingshorizon van woningbeleggers in Nederland. In hoofdstuk 06 zijn de bijlagen van dit onderzoek te vinden.

03 CONTEXT

Dit hoofdstuk presenteert de benodigde context voor het duiden van de consequenties van de OVB op beleggers. Sectie 03.01 verduidelijkt welke spelers er zijn op de woningmarkt en sectie 03.02 beschrijft op welke manieren zij hun vastgoed waarderen. Sectie 03.03 geeft achtergrond over de investeringsmogelijkheden voor beleggers en laat zien dat vastgoed slechts onderdeel van het totale pallet aan opties is. Tot slot geeft sectie 03.04 inzicht in de status van de woningmarkt.

03.01 Spelers op de woningmarkt

Op de Nederlandse woningmarkt zijn verschillende spelers actief, elk met hun eigen plannen en ambities. In dit rapport wordt een onderverdeling gemaakt tussen particulieren(eigenaar-bewoners) en vier typen beleggers:

- **Eigenaar bewoner**: een natuurlijke persoon die, alleen of gezamenlijk met een andere persoon, een woning volledig in eigendom verkrijgt en daarin zijn hoofdverblijf heeft of zal hebben.
- **Particuliere belegger**: een natuurlijke persoon die één of meer woningen bezit, die niet bestemd zijn voor eigen bewoning.
- **Institutionele belegger**: een instelling die door haar activiteiten de beschikking krijgt over gelden die ze moet beleggen. Deze activiteiten bestaan vooral uit het verzekeren van pensioenen en aan particulieren mogelijkheden tot beleggen met een gewenst risicoprofiel aanbieden.
- **Woningcorporatie**: een organisatie die zich zonder winstoogmerk richt op het bouwen, beheren en verhuren van betaalbare woonruimten (sociale woningbouw).
- **Overige beleggers**: alle partijen die in (een) woning(en) investeren, maar niet in één van de bovenstaande categorieën te plaatsen zijn. Dit zijn onder andere commerciële beleggers, gemeenten en zorginstellingen.

Deze verdeling is gemaakt vanuit de gedachte dat de beleggingshorizon, kapitaalkracht en het aandeel nieuwbouwwoningen tussen deze partijen afwijken. Een particulier bezit een woning om er zelf in te wonen. Voor alle overige partijen is een woning een investeringsobject. Zij trachten een financieel rendement te behalen met de verhuur of verkoop van de woning. Woningcorporaties zijn hierop een uitzondering; zij streven maatschappelijke – volkshuisvestelijke – doelen na.
Dit onderzoek is gericht op de consequenties voor de balans- en beleggingswaarde van beleggers en woningcorporaties.

03.02 Waarderingsmethodieken voor vastgoed

Woningcorporaties en (grote) beleggers zijn verplicht hun vastgoed te waarderen ten behoeve van de balans. Deze woningen zijn veelal in verhuurde staat, of zijn in ieder geval bedoeld voor de verhuur. De waarde van woningen in verhuurde staat wordt bepaald door een kasstroomprognose, ook wel de *discounted cash flow* (hierna: DCF) genoemd. In de DCF worden alle kasstromen die de woning zal genereren in kaart gebracht, geïndexeerd, en contant gemaakt (teruggerekend naar prijspeil heden) door een discontovoet. De discontovoet weerspiegelt een jaarlijkse rendementseis op investeringen. Dit onderzoek geeft inzage in het effect van de verhoging van de OVB op de DCF.
In het vervolg van deze paragraaf worden drie waarderingsmethodieken voor vastgoed kort toegelicht. Dit zijn de marktwaarde verhuurde staat, de beleidswaarde en de beleggingswaarde.

Marktwaarde verhuurde staat

De marktwaarde verhuurde staat (MVS) is de maximale waarde waartegen een woning in verhuurde staat op de vrije markt kan worden verhandeld en is geënt op winstmaximalisatie.
De MVS wordt middels de DCF-methode berekend.

Hierbij wordt voor beleggers doorgaans uitgegaan van exploitatietermijn tussen de 15 en 20 jaar[6,7]. Woningcorporaties gaan uit van het handboek "Handboek modelmatig waarderen marktwaarde"[8] waarin een uitpond- en doorexploiteerscenario wordt onderscheiden. Het scenario met de hoogste waarde geldt als MVS. De rekenregels in dit handboek schrijven voor dat de wettelijke OVB in mindering gebracht moet worden op de verkoopprijs en gelden alleen voor het uitpondscenario.

Beleidswaarde
Voor woningcorporaties bestaat naast de MVS ook de beleidswaarde. De beleidswaarde is het deel van de MVS dat een woningcorporatie kan realiseren, gegeven het beleid dat zij voert. Het beleid van woningcorporaties is (vanwege onder meer het rijksbeleid) niet op winstmaximalisatie gericht, maar op het beschikbaar stellen van betaalbare woningen voor mensen met een laag inkomen. Een woningcorporatie wil in de regel geen woningen verkopen maar verhuren. Daarom wordt bij het berekenen van de beleidswaarde een 'eeuwigdurende' exploitatietermijn gehanteerd. Omdat er in deze berekening niet wordt uitgepond, speelt de OVB geen rol.

Beleggingswaarde
De beleggingswaarde is de prijs die een belegger op basis van zijn rendementseis maximaal voor de woning wil betalen. Deze prijs berekent een belegger aan de hand van de eerder genoemde DCF-methode. De rendementseis komt tot uitdrukking in de discontovoet. Hoe hoger de discontovoet, hoe hoger het geëiste rendement, en hoe harder toekomstige kasstromen worden afgewaardeerd. In de markt wordt een discontovoet van tussen de 4% en 8% als realistisch gezien. De hoogte is onder andere afhankelijk van de wijze waarop wordt gefinancierd, het risico van de belegging en de locatie. Hoe hoger de risico's, hoe hoger de discontovoet. Waar in de balanswaarderingen een vaste exploitatietermijn wordt gehanteerd, gebruikt de beleggingswaarde een beleggingshorizon. Afhankelijk van de gekozen beleggingsstrategie verschilt de beleggingshorizon per belegger: institutionele partijen hebben bijvoorbeeld een lange beleggingshorizon[9].

03.03 Investeringsmogelijkheden voor beleggers

Kapitaalkrachtige beleggers spreiden hun beleggingen, een deel bijvoorbeeld in vastgoed. Ze beleggen ook in aandelen, obligaties, wijncollecties enzovoorts. Hierbij maken zij een afweging tussen het *verwachte rendement* en *bijbehorende risicoprofiel* van de investering. Op het moment dat een belegger kan kiezen tussen twee investeringen met een gelijk risicoprofiel, zal hij kiezen voor de investering met het hoogste rendement.

Voor (institutionele) beleggers zijn investeringen in vastgoed vaak interessant, omdat het risico laag is, het rendement stabiel en de kasstroom inflatiebestendig. Er zijn beperkt beleggingsalternatieven met een relatief vergelijkbaar risico en rendement. Nieuwbouw en nieuwe woningen zijn voor beleggers interessanter dan 'oude' woningen, omdat de onderhoudslasten lager zijn, evenals de kans op mogelijke misstanden, zij de huurniveaus kunnen bepalen, het een 'onaangebroken' complex is, er nog garanties van toepassing zijn. Dit verlaagt het risico. Dat neemt niet weg dat ook bestaande woningen een interessante investeringsoptie zijn/blijven. Vanwege de grote schaarste en omdat de toevoeging van nieuwbouw beperkt mogelijk is, blijft investeren in woningen aantrekkelijk.

03.04 Status van de woningmarkt

De Nederlandse woningmarkt wordt gekenmerkt door een schaarste: het tekort aan woningen is nu zo'n 330.000[10] (4% van de voorraad) en zal de komende jaren toenemen. De woningmarkt kan echter niet los worden gezien van de kapitaalmarkt.

[6] Taxatieleer Vastgoed 2, voorjaar 2015, P.C. van Arnhem, T.M. Berkhout, G.G.M. ten Have.
[7] Woningmarktbeleid, 31 december 2019, *"Handboek modelmatig waarderen marktwaarde"*
[8] Woningmarktbeleid, 31 december 2019, *"Handboek modelmatig waarderen marktwaarde"*
[9] Aangetoond in 05.05, tabel 7.
[10] Staat van de woningmarkt, Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, juni 2020

Koopstarters zonder eigen of geschonken geld, zijn daarbij beperkt door de maximale hypotheek volgens de vastgestelde normen van BZK (zoals berekend door het Nibud)[11]. Voor starters met een modaal inkomen is de concurrentie in het segment waarin zij naar een woning zoeken enorm groot. Het is voor hen lastig om aan een huis te komen. Voor (grote) beleggers bepaalt de beleggingswaarde hoeveel zij redelijkerwijs bereid zijn te betalen voor de woning. Op het moment dat een (grotere) belegger bereid is meer te betalen voor een woning dan een potentiële eigenaar-bewoner, is *buy-to-let* mogelijk. De belegger koopt de woning dan om deze te verhuren. B*uy-to-let* heeft een vlucht genomen op de Nederlandse woningmarkt. Ook het lage rendement bij andere beleggingsmogelijkheden heeft bijgedragen aan de groei van *buy-to-let*[12]. De lage kosten en de grote beschikbaarheid van vreemd vermogen zorgen voor hoge beleggingswaarden. Uit de markt blijkt dat de beleggingswaarden hoger zijn dan de financieringskracht van eigenaar bewoners[13].

Concluderend is er dus sprake van woning schaarste, waarbij er geen *level playing field* is: beleggers hebben meer mogelijkheden om een woning te verkrijgen dan koopstarters. Deze is door de schaarste bovendien goed rendabel te verhuren met lage/geen leegstand.

[11] Rijksoverheid, oktober 2020 via https://wetten.overheid.nl/BWBR0032503/2020-10-01.
[12] Conijn *et al.*, juli 2019, "*Buy-to-let verdringt starter van de koopwoningmarkt"*
[13] Particuliere beleggers die een of twee woningen als belegging aanhouden (of willen aankopen) zijn relatief gezien meer gebonden aan consumptieve financieringsnormen. Het effect van de verhoogde OVB is voor deze groep groter.

04 CONSEQUENTIES BELEGGERS EN WONINGCORPORATIES

In dit hoofdstuk worden de consequenties van de voorgenomen verhoging van de OVB voor (institutionele) beleggers en woningcorporaties toegelicht. De consequenties worden eerst vanuit theoretisch perspectief beschreven, zowel voor de balanswaarde in sectie 04.01, als voor de beleggingswaarde in sectie 04.02. Daarna wordt in sectie 04.03 het mogelijke effect in de praktijk besproken. De conclusies van dit hoofdstuk worden toegelicht in sectie 04.04.

04.01 Effect op de balanswaarden

In de huidige woningmarkt zijn kopers leidend in de prijsbepaling. Hoeveel de koper bereid is te betalen, bepaalt de waarde van een woning. In dit hoofdstuk is als uitgangspunt gehanteerd dat er een strikte scheiding is tussen de particuliere markt en de beleggersmarkt, waarbij beleggers alleen aan andere beleggers verkopen. Wanneer beleggers alleen aan andere beleggers verkopen is de impact van de verhoogde overdrachtsbelasting het grootst. Verderop in dit hoofdstuk wordt ingegaan op de verzachtende effecten bij verkoop aan particulieren.

Theoretisch waarde-effect

Beleggers en woningcorporaties bezitten woningen in verhuurde staat, of woningen die bestemd zijn voor de verhuur. Zoals gezegd wordt de (netto contante) waarde van deze woningen berekend op basis van een DCF. In de theorie voor vastgoedwaardering is het gebruikelijk dat de OVB direct wordt verwerkt in de verkoopprijs. De netto verkoopopbrengst van een woning (aan het einde van de exploitatietermijn) daalt daarom als de OVB stijgt. Dit heeft een negatief effect op de waarde van de woning.

Om het effect van een hogere OVB op de waarde van verhuurde woningen te illustreren, is navolgend een rekenvoorbeeld uitgewerkt. De balanswaarde van een referentiewoning is berekend via de DCF-methode. Voor de referentiewoning zijn (marktconforme) kengetallen gebruikt, zoals omschreven in tabel 3. De resultaten van een DCF-berekening met een exploitatietermijn van vijftien jaar zijn getoond in tabel 4.

Omschrijving	Gehanteerde waarde
WOZ-waarde	€ 270.000
Marktwaarde	€ 319.000
Huuropbrengsten per jaar	€ 14.000
Onderhoudskosten per jaar	€ 1.300
Beheervergoeding per jaar	€ 1.000
Inflatie (huuropbrengsten en beheersvergoeding)	2%
Bouwkosten (onderhoudskosten)	3%
Marktwaarde ontwikkeling (verkoopprijs)	2%
Discontovoet	4%
Overige overdrachtslasten (geen OVB)	1%

Tabel 3: gehanteerde kengetallen voor de referentiewoning (afgerond)

Exploitatietermijn 15 jaar Discontovoet 4%	2% OVB	8% OVB	Effect OVB-verhoging
+/+ Huuropbrengsten	€ 179.000	€ 179.000	geen effect
- / - Exploitatielasten	€ -31.000	€ -31.000	geen effect
+/+ Verkoopopbrengsten	€ 226.000	€ 212.000	-6,2 %
Balanswaarde	**€ 374.000**	**€ 360.000**	**-3,7 %**

Tabel 4: resultaten van de DCF-berekening voor de balanswaarde van een referentiewoning, volgens de kengetallen uit Tabel 1.

Consequenties balanswaarden beleggers (in theorie)
De balanswaarden van beleggers in verhuurwoningen worden bepaald door de MVS. Het effect op de balanswaarden is benaderd door het effect op de beleggingswaarde bij een beleggingshorizon van 15 jaar te nemen. Bij een discontovoet van 4% en beleggingshorizon van 15 jaar, leidt een verhoging van de OVB van 2% naar 8% tot een daling van de balanswaarde van 3,7%. Het effect op de daadwerkelijke balanswaarden is echter afhankelijk van de gehanteerde discontovoet.

Consequenties balanswaarden woningcorporaties (in theorie)
De MVS voor woningcorporaties wordt berekend aan de hand van de rekenregels uit Het Handboek[14]. De MVS voor woningcorporaties wordt via twee scenario's berekend: een doorexploiteerscenario (nooit verkopen) en een uitpondscenario (verkopen bij mutatie). In het uitpondscenario is de verkoopopbrengst onder meer afhankelijk van de mutatiegraad, een mogelijke exploitatieverplichting en of het een aangebroken complex is of niet. Bij een gemiddelde mutatiegraad van 8%[15] en geen exploitatieverplichting in een niet aangebroken complex is de balanswaarde (marktwaarde verhuurde staat) circa 4% lager. Wanneer er wel sprake is van een exploitatieverplichting en het betreft een aangebroken complex is de balanswaarde circa 3% lager. Woningcorporaties vermelden de beleidswaarde op hun balans, zoals toegelicht in paragraaf 03.02. Het uitpondscenario speelt in de berekening van de beleidswaarde geen rol. Er is derhalve geen effect van een hogere OVB op de beleidswaarde van woningcorporaties.

Woningen in exploitatie
De Autoriteit woningcorporaties (Aw) en het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) toetsen de risico's van woningcorporaties op basis van een gezamenlijk beoordelingskader. Een onderdeel dat wordt getoetst, en mogelijk wordt geraakt door de verhoging van de OVB, is de dekkingsratio: de marktwaarde van de leningen gedeeld door de MVS. Een lagere MVS leidt ertoe dat de dekkingsratio verslechtert; de woningcorporatie heeft dan namelijk dezelfde schuldpositie maar een lagere waarde van bezittingen. Zoals in dit hoofdstuk berekend, zal de MVS van woningcorporaties dalen door de verhoging van de OVB. De berekende daling varieert tussen de 3% en 4%.

In het geval dat de dekkingsratio door een verhoging van de OVB boven de 75% stijgt, komt de financieringscapaciteit van een woningcorporatie in het gedrang. Het wordt dan voor de betreffende woningcorporatie lastig, zo niet onmogelijk, om nog te investeren. Op het moment van schrijven staat geen enkele woningcorporatie onder bijzonder beheer van het WSW als gevolg van een te lage dekkingsratio[16]. Daarnaast spelen ook andere factoren een rol in de investeringscapaciteit van woningcorporaties, maar deze worden niet beïnvloed door een stijging van de OVB. Brink acht het om deze redenen niet aannemelijk dat de verhoging van de OVB er in de praktijk toe leidt dat de investeringscapaciteit van woningcorporaties in het algemeen wordt beperkt.

[14] Woningmarktbeleid, 31 december 2019, *"Handboek modelmatig waarderen marktwaarde"*
[15] https://www.waarstaatjegemeente.nl/dashboard/Lokale-Monitor-Wonen
[16] WSW, 31 december 2019, "*Portefeuillerapportage*"

Verkoop onder voorwaarden
Woningcorporaties gaan wel een effect voelen bij woningen die zijn verkocht onder voorwaarden (hierna: VoV), ook bekend onder de term Maatschappelijk Gebonden Eigendom. Bij VoV verstrekt de woningcorporatie een korting op de verkoopprijs en behoudt zij het recht (of de plicht) om de woning als eerste terug te kopen. De VoV-constructie wordt door woningcorporaties toegepast om voor lage inkomensgroepen toegang tot de woningmarkt te stimuleren. Bij het terugkopen van de woning betaalt de woningcorporatie 8% OVB. Bij een doorverkoop binnen zes maanden aan een 'oudere' koper kan er 2% worden verrekend. De woningcorporatie heeft 6% OVB schade, bij een 'jongere' koper is dat 8%.

Nuance
In bovenstaande tekst is het negatieve (theoretische) effect van een hogere OVB op de waarde van huurwoningen beschreven. Het is van belang deze cijfers in de context van de huidige markt te bezien. Er zijn vele factoren van invloed op de balanswaarde, zoals benoemd in tabel 3. Voor de berekening van de referentiewoning is uitgegaan van 2% inflatie per jaar, die wordt toegepast op de huuropbrengsten, en 2% marktwaarde ontwikkeling, die wordt toegepast op de verkoopprijs.
Dit zijn langjarige kengetallen, afkomstig uit het "Handboek modelmatig waarderen marktwaarde" (Woningmarktbeleid, 2019)[17]. De afgelopen jaren zijn woningprijzen echter harder gestegen dan verwacht; de stijging tussen september 2019 en september 2020 bedroeg bijvoorbeeld bijna 9%[18] (CBS, 2020). De woningwaarde (leegwaardestijging) voor woningcorporaties is 5,3% gestegen voor de periode 2018 t/m 2022 op basis van het Handboek 2019 ten opzichte van Het Handboek 2020 (toegelicht in 06.02). Uiteraard is dit geen garantie voor de toekomst maar dit geeft wel de dynamiek van de markt weer.

In onderstaande tabel is weergegeven welke marktwaarde ontwikkeling en/of inflatie van de huuropbrengsten in het eerste exploitatiejaar nodig zijn om het effect van de verhoogde OVB te compenseren[19]. Uit de tabel volgt dat wanneer de woningprijzen volgend jaar met 8,7% stijgen in plaats van de begrote 2%, en de OVB wordt verhoogd naar 8%, in plaats van 2%, de balanswaarde van de woning gelijk blijft. Deze "waardesprong" van de woningprijzen is nodig om het break-even point te berekenen, waarbij de balanswaarde gelijk blijft. Per saldo verwacht Brink dat de balanswaarden van woningcorporaties en (institutionele) beleggers zoals deze einde dit jaar worden opgesteld bij gelijkblijvende marktomstandigheden zullen stijgen, maar wel minder dan zonder een verhoging van de OVB het geval zou zijn geweest.

Kantelpunt verhoging OVB naar 8%	Marktwaarde ontwikkeling jaar 1 (i.p.v. 2%)	Inflatie huuropbrengsten jaar 1 (i.p.v. 2%)
Alleen via marktwaarde	8,7%	-
Alleen via huuropbrengsten	-	7,1%
Combinatie	4,9%	4,9%

Tabel 5: marktwaarde ontwikkeling en/of inflatie huuropbrengsten in het eerste exploitatiejaar, waarbij het effect van de verhoging van de OVB wordt gecompenseerd

04.02 Effect op de beleggingswaarde

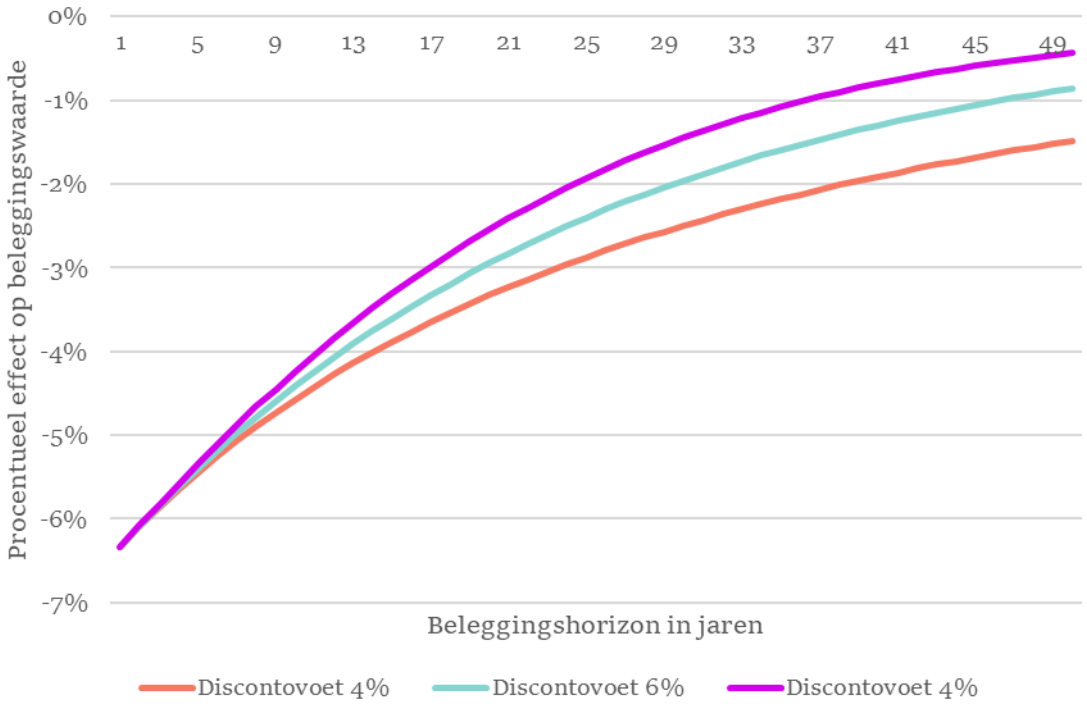
De beleggingswaarde is de waarde die een belegger, op basis van zijn rendementseis en beleggingshorizon, maximaal voor een woning wil betalen.

[17] Woningmarktbeleid, 31 december 2019, *"Handboek modelmatig waarderen marktwaarde"*
[18] https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2020/43/koopwoningen-bijna-9-procent-duurder-in-september
[19] Dit is de referentiewoning (rekenvoorbeeld uit tabel 4). Bij een afwijkende beleggingshorizon of discontovoet, kunnen de uitkomsten afwijken

Het effect van een hogere OVB op de beleggingswaarde van een woning wordt mede bepaald door de volgende factoren, die van invloed zijn op de DCF:

- **De beleggingshorizon**: dit is het moment van verkoop. Bij een beleggingshorizon van één jaar wordt de woning één jaar geëxploiteerd en aan het einde van jaar 1 verkocht. Hoe langer de beleggingshorizon, des te kleiner het negatieve effect van een stijging van de OVB.
- **De discontovoet**: dit is de jaarlijkse rendementseis die op investeringen wordt gesteld. Hoe hoger de discontovoet, des te kleiner het negatieve effect van een stijging van de OVB. De discontovoet is een afspiegeling van het vermeende risico. Doorgaans geldt hiervoor hoe hoger de discontovoet hoe hoger het risico.

In figuur 4 is voor drie verschillende discontovoeten – één van 4%, één van 6% en één van 8% - weergegeven wat de procentuele afname van de beleggingswaarde van de referentiewoning ten gevolge van de verhoogde OVB is, afhankelijk van de exploitatietermijn. Op de horizontale as staat de beleggingshorizon. Op de verticale as staat de procentuele afname van de beleggingswaarde ten gevolge van de verhoogde OVB. Bij een beleggingshorizon van één jaar is de procentuele afname voor de drie discontovoeten grotendeels gelijk. Echter, naarmate de beleggingshorizon toeneemt, ontstaan er grotere verschillen tussen de waarden. De oorzaak daarvan is het indexeren en vervolgens verdisconteren van kasstromen[20]. De discontovoet zorgt ervoor dat kasstromen verder in de toekomst minder effect hebben dan in het heden. De beleggingswaarde van een langere beleggingshorizon is voor een groter deel opgebouwd uit huuropbrengsten dan de verkoopwaarde, waardoor het effect van de OVB lager is.



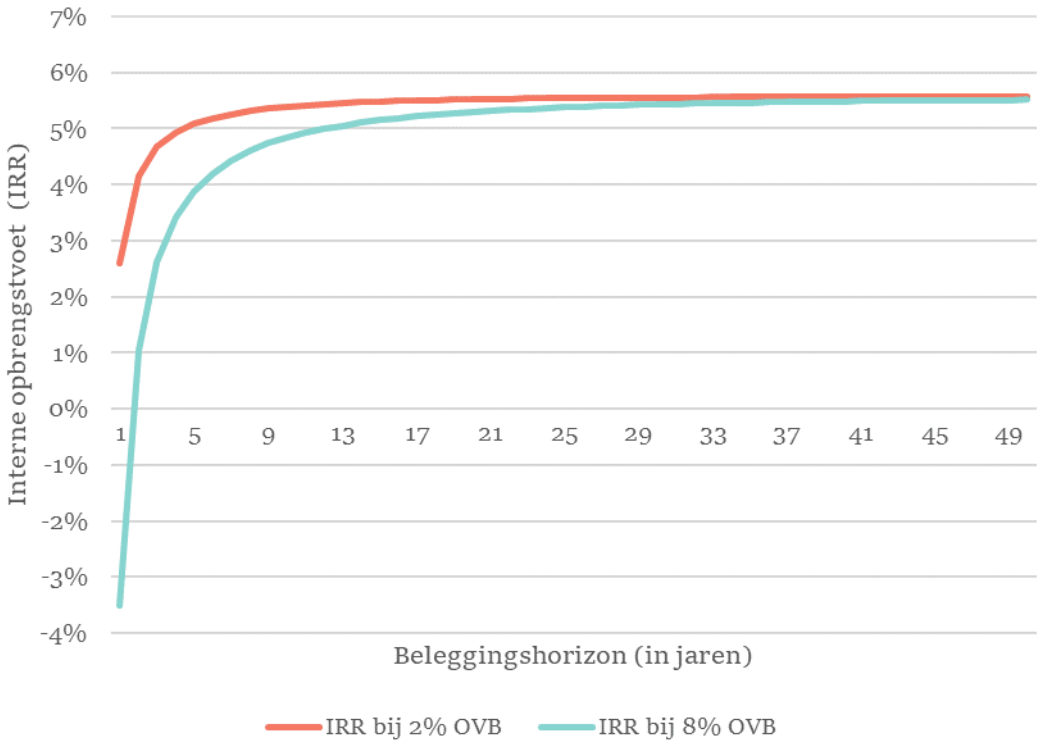
Figuur 4: het procentuele effect van een verhoging van de OVB van 2% naar 8% op de beleggingswaarde

Uit bovenstaande figuur volgt dat de verhoging van de OVB de beleggingswaarde van korte termijn beleggers het hardst raakt. Hoe langer de beleggingstermijn echter is, hoe kleiner de impact. Logischerwijs geldt dat als een woning nooit wordt verkocht, het negatieve effect van lagere verkoopopbrengsten niet aan de orde is.

[20] De balanswaarde daling van 6,18% is toegelicht in de bijlage, zie tabel 9.

Voor woningcorporaties, die impliciet een oneindige exploitatietermijn nastreven, nadert het effect op de beleggingswaarde naar 0. Desalniettemin verkopen woningcorporaties delen van hun bezit en is er dus een mogelijk effect. Daarnaast is de discontovoet (rendementseis) is van belang. Hoe hoger de discontovoet, des te kleiner de impact. Een euro over één jaar is nu € 0,96 waard bij een discontovoet van 4% en € 0,92 bij een discontovoet van 8%. Dit betekent dat de impact kleiner is voor beleggers met hoge rendementseisen en/of met een lange beleggingshorizon.

Het effect van een hogere OVB op de beleggingswaarde is, zoals gezegd, afhankelijk van de verkoopwaarde, beleggingshorizon en de gehanteerde discontovoet. Het rendement, ook wel de interne-opbrengstvoet (Internal Rate of Return, IRR), is hierbij van belang. Op het moment dat het rendement groter dan of gelijk aan de rendementseis is, kan de investeerder de investering aangaan. Een rendementseis tussen de 4% en 8% wordt als realistisch gezien. De gewenste rendementseis kan wijzigen ten gevolge van de stijging van de OVB. Ter illustratie is de IRR van de referentiewoning uit paragraaf 04.01 via de DCF-methode berekend. Deze IRR is in figuur 5 getoond bij een OVB van 2% en 8%.



Figuur 5: IRR bij 2% OVB en 8% OVB voor verschillende beleggingshorizonnen

In de figuur is te zien dat bij een korte beleggingshorizon het rendement flink terugvalt. Hoe langer de beleggingshorizon echter, hoe kleiner het verschil in rendement. Bij een beleggingshorizon van 15 jaar is er een daling in het rendement ter hoogte van 0,3%.
Er is een grotere impact op het rendement voor beleggers met een korte beleggingshorizon. In theorie kan dit ertoe leiden dat korte termijn beleggers die woningen verhuren, minder in woningen investeren. In de praktijk komt het echter ook voor dat zij woningen simpelweg langer aanhouden.

Panden 'flippen'
Voor investeerders die panden aankopen, opknappen, en snel weer verkopen ("flippen") is de verhoogde OVB erg nadelig (mits dit juridisch goed is ingekaderd en OVB ontwijkroutes worden voorkomen). Zij betalen in de nieuwe situatie 8% OVB bij aankoop.

Omdat zij binnen zes maanden weer verkopen is het gebruikelijk dat de nieuwe koper het voordeel van zijn vrijstelling van OVB (2%) aan de verkoper compenseert. Doordat de investeerder 8% betaalt en voor 2% wordt gecompenseerd, lijdt hij 6% schade bij het flippen van woningen.

Nuance
In dit hoofdstuk is aangenomen dat beleggers en woningcorporaties woningen alleen aan andere beleggers verkopen. In de praktijk verkopen beleggers en woningcorporaties ook woningen aan particulieren (eigenaar bewoners). Hierbij treedt in ieder geval geen negatief effect op: eigenaar bewoners betalen nog steeds 2% OVB, of in het geval van 'jongere kopers' 0% OVB. Bij verkoop aan 'jongere kopers' zal de verkoopwaarde in theorie juist stijgen. Uit gegevens van het Kadaster volgt dat van de woningen die beleggers verkopen, 16% door eigenaar bewoners wordt gekocht[21].

04.03 Mogelijk effect in de praktijk

Het is de vraag hoe deze theoretische waardedaling zich in de praktijk zal uiten, waar tal van andere factoren een rol spelen, zoals de werkelijke stijging van woningprijzen, huurprijzen en exploitatielasten. De woningmarkt wordt momenteel gekenmerkt door schaarste: er is een vraagoverschot en/of aanbodtekort. Door de OVB te verhogen, daalt de beleggingswaarde weliswaar (ceteris paribus), maar in een gespannen markt zoals deze zal dat niet veel verandering in het aantal investeringen teweegbrengen (er zal mogelijk minder overvraag komen). De (grote) belegger is veelal in staat om meer te betalen voor een woning dan de particulier, die gebonden is aan een maximale hypotheek conform de NIBUD restricties.

Een andere factor die meespeelt, is het rendement op alternatieve beleggingen. Beleggers zoeken een zo hoog mogelijk rendement tegen een acceptabel risico. De verhoging van de OVB dempt weliswaar het rendement op woninginvesteringen, maar wanneer alternatieve beleggingsproducten een lager rendement hebben tegen een vergelijkbaar risico als woninginvesteringen, zullen beleggers onverminderd blijven investeren in vastgoed. Institutionele beleggers en woningcorporaties hebben een langere beleggingshorizon dan commerciële beleggers en worden daarom het minst hard geraakt. Daarnaast is er geprognosticeerde oplopende schaarste op de woningmarkt.

Ook kunnen beleggers trachten hun 'oude' rendementen op peil te houden door bijvoorbeeld huren te verhogen. Dit is in de vrije sector niet ondenkbaar, waar het evenwicht tussen vraag en aanbod de huurprijs bepaalt en sprake is van woning schaarste. Als beleggers huurprijzen verhogen, zal de huurder daarin meebewegen of op zoek gaan naar een alternatief. De alternatieven zijn echter beperkt: een goede particuliere huurwoning vinden is lastig en de koopwoningmarkt is nog steeds even ontoegankelijk als voorheen (voor 'oudere kopers'), waardoor de enige optie is te verhuizen naar een plek waar minder schaarste is. Dit alternatief is voor veel huurders niet realistisch. Samenvattend kan het verhogen van de OVB betekenen dat het aanbod aan huurwoningen in de vrije sector minder toegankelijk wordt vanwege verhoogde huurprijzen.

Tot slot is aangenomen dat een hogere OVB direct wordt ingeprijsd in de verkoopprijs. Dit wordt ook voorgeschreven door de theorie die wordt gebruikt voor vastgoedwaarderingen voor op de balans (actuele waarde). Als het uitgangspunt zou zijn om de hogere OVB juist als kosten voor de koper in het aankoopjaar in te rekenen, is er geen effect meer op de beleggingswaarde van verworven bezit. Daarover is namelijk al OVB betaald. Het rendement op nieuwe investeringen zal in dit geval wel veranderen. Doordat in het eerste jaar 6% meer kosten worden gemaakt, daalt het rendement.

Mogelijk effect op de rijksschatkist
De voorgenomen verhoging van de OVB heeft, net zoals de voorgenomen verlaging van de OVB voor jonge kopers, een budgettair effect op de rijksschatkist.

[21] Dit cijfer is het gemiddelde vanaf 2015

Op de website van de rijksoverheid zijn ramingen bij pakket belastingplan 2021 gepubliceerd, inclusief een toelichting hierop[22]. De ramingen zijn gecertificeerd door het CPB. Uit de ramingen volgt dat de jaarlijkse OVB-opbrengst met minimaal € 461 miljoen toeneemt als gevolg van de OVB-wijzigingen.

Jaar / Maatregel	2021	2022	2023	2024	2037 (structureel)
OVB-vrijstelling starters	- 388	- 374	- 359	- 345	- 221
Beperking verlaagde tarief door hoofdverblijfcriterium	600	600	600	600	600
Verhoging algemene tarief naar 8%	249	249	249	249	249
TOTAAL EFFECT	461	475	490	504	628

Tabel: budgettair effect van de voorgenomen OVB-maatregelen23, bedragen in miljoen euro

04.04 Nieuwbouw

Sec de verhoging van de OVB leidt tot een daling van de balanswaarden. Partijen die voor het doen van nieuwbouwinvesteringen afhankelijk zijn van de balanswaarden, zullen daardoor minder kunnen investeren in nieuwbouw. Brink verwacht echter dat de balanswaarden bij gelijkblijvende marktomstandigheden zullen stijgen, hetzij minder hard dan zonder OVB-verhoging.

In woningtaxaties voor beleggers van nieuwbouw wordt de OVB in mindering wordt gebracht op de verwachte verkoopprijs van een woning, dus bij de verkoop na jaar 15 (de toekomstige koper prijst dit in). In dit geval heeft een wijziging van de OVB geen effect op de relatieve aantrekkelijkheid van nieuwbouw ten opzichte van bestaande bouw: de waarde van beide investeringen neemt op dezelfde manier af. Omdat Brink verwacht dat er een balans in de markt zal ontstaan waarin de verhoging van de OVB voor een deel door de kopende partij zal worden betaald, wordt nieuwbouw relatief een beetje aantrekkelijker dan bestaande bouw.

Doel van de voorgenomen OVB-wijzigingen

Het doel van de voorgenomen OVB-wijzigingen – niet alleen de verhoging voor beleggers, maar ook de verlaging voor ‘jongere kopers’– is om de concurrentiepositie van starters op de woningmarkt te bevorderen.
De voorgenomen verlaging van de OVB voor ‘jongere kopers’, van 2% naar 0%, leidt tot een verbetering van de positie van deze categorie op de woningmarkt. Zij hoeven 2% minder eigen vermogen in de brengen voor de aankoop van hun woning, waardoor de drempel voor toetreding tot de woningmarkt wordt verlaagd. Indien de starter het eigen vermogen wel had, zou hij dat nu kunnen inzetten voor een iets hoger bod. Dit positieve effect kan gemakkelijk teniet worden gedaan door een andere starter met net hogere leencapaciteit.

De verlaging van de OVB voor ‘jongere kopers’ leidt tot minder inkomsten voor de staat. Dit zou (deels) gefinancierd kunnen worden met het verhogen van de OVB voor beleggers. Brink verwacht echter dat de verhoging van de OVB voor beleggers op zichzelf in de huidige markt niet of nauwelijks zal bijdragen aan het bevorderen van de concurrentiepositie van koopstarters.

[22] https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/kamerstukken/2020/09/15/ramingstoelichtingen-bij-het-pakket-belastingplan-2021
[23] Rijksoverheid, mei 2020, “*Ramingstoelichtingen bij het pakket belastingplan 2021*” p. 24

Een van de problemen op de huidige woningmarkt is dat beleggers meer kunnen en meer bereid zijn te betalen voor woningen dan particulieren, wiens financiële ruimte wordt beperkt door de voorwaarden voor een maximale hypotheek. Een OVB-tarief van 8% zal geen of nauwelijks verandering brengen[24] in de concurrentiepositie.

Daarnaast is er een groep kleine particuliere beleggers (de tweede, derde woning), die mogelijk wel geraakt wordt door de verhoging van de OVB. Als deze groep de woning met vreemd vermogen financiert, zijn zij ook gebonden aan bancaire restricties op de maximale hypotheek. Een ander effect van de verhoging van de OVB is dat dit het kortstondig in bezit hebben van vastgoed ontmoedigt. Zogenoemde pandjesflippers hebben vaak een korte beleggingshorizon (van ongeveer één jaar) en worden direct geraakt door de maatregel: zij lopen circa 6% rendement mis op hun investering doordat zij 8% OVB betalen en hun koper maximaal 2% kan compenseren.

04.05 Conclusies

Per saldo verwacht Brink dat de balanswaarden van woningcorporaties en (institutionele) beleggers bij gelijkblijvende marktomstandigheden zullen stijgen, maar minder hard dan zonder een verhoging van de OVB het geval zou zijn geweest. Het is daarom niet aannemelijk dat de financieringscapaciteit van beide partijen ingeperkt zal worden. De balanswaarden van beleggers en woningcorporaties worden bepaald door de MVS en dalen bij benadering met tussen de 3% tot 4% (ceteris paribus). Echter beïnvloeden tal van andere factoren de markt, waaronder het rendement op andere beleggingsvormen met een vergelijkbaar risicoprofiel. Onder de huidige marktomstandigheden zullen de balanswaarden stijgen, ondanks een negatief effect van de voorgenomen OVB-verhoging.

De berekening van het effect op de balans- en beleggingswaarden is gebaseerd op de aanname dat de verhoogde OVB direct in mindering wordt gebracht op de verkoopprijs. Hiermee dalen de verkoopopbrengsten, maar betaalt de koper nog steeds evenveel voor de woning (aankoopkosten, inclusief OVB). Dit zou betekenen dat woningprijzen circa 6% dalen als gevolg van de OVB-verhoging. Brink acht dit scenario niet aannemelijk. De huidige woningmarkt is dusdanig gespannen – er is sprake van grote woning schaarste, hoge prijzen en historisch lage rente – dat het effect van het verhogen van de OVB beperkt zal zijn.

De rekening van de OVB-verhoging van 2% naar 8% zal altijd ergens terechtkomen. Als woningprijzen op hetzelfde niveau blijven, betekent dit dat beleggers meer belasting gaan betalen op woningaankopen. Deze extra kosten gaan ten koste van hun rendement. Dit kunnen de beleggers voor accepteren (lager rendement), proberen te ontwijken (bijvoorbeeld overnemen portefeuilles met personeel), of zij proberen op andere manieren hogere rendementen te bewerkstelligen. Dit kan bijvoorbeeld door huren te verhogen of de exploitatietermijn te verlengen. Waarschijnlijk zal elk van deze effecten deels optreden. Brink verwacht niet dat beleggers vastgoedinvesteringen als beleggingscategorie gaan mijden. Het risico/rendement profiel op woningvastgoed blijft namelijk aantrekkelijk, in vergelijking met alternatieve beleggingen met een vergelijkbaar rendement of risicoprofiel onder huidige marktomstandigheden.

[24] Conijn *et al.*, 2019, *"Pas bij een verhoging van de overdrachtsbelasting naar 14% is bij woningen tot 50m2 de beleggingswaarde lager geworden dan de maximale hypotheek."*

05 OMVANG VAN DE MARKT

In dit hoofdstuk wordt de omvang van de markt besproken. Het hoofdstuk beantwoordt onderzoeksvraag 3: hoe ziet de markt van beleggingswoningen eruit?

Om deze onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden, zijn drie subvragen opgesteld:

A Hoe is de eigendomsverdeling van het woningbezit in Nederland? En meer specifiek: hoe is dat voor nieuwbouw?
B Hoeveel transacties vinden plaats tussen de verschillende typen eigenaren, en hoe is de ontwikkeling daarvan in de afgelopen jaren geweest?
C Wat is de beleggingshorizon van woningbeleggers in Nederland?

Het hoofdstuk start met de toelichting van de onderzoeksaanpak, waarna de subvragen worden behandeld. De bevindingen uit het hoofdstuk worden samengebracht in paragraaf 05.0405.06.

05.01 Aanpak

Om de markt van beleggerswoningen in kaart te brengen, zijn gegevens bij het Kadaster uitgevraagd. Deze data-uitvraag is door Brink, in samenspraak met BZK en het Kadaster, gespecificeerd. In de transactiedata van het Kadaster zijn (ver)kopers getypeerd naar rechtsvormen en niet naar eigenaren. Met behulp van algoritmes van het Kadaster zijn de rechtsvormen gekoppeld aan eigenaar typeringen, zoals omschreven in paragraaf 06.03 van dit rapport. Voor de grootste eigenaren die hieruit naar voren kwamen, heeft Brink een analyse uitgevoerd en de typering nader aangescherpt. Overige aannamen en uitgangspunten van dit onderzoek worden in de bijlage van dit rapport toegelicht.

05.02 Eigendomsverdeling woningbezit

Deze sectie richt zich op subvraag A: hoe is de eigendomsverdeling van het woningbezit in Nederland? En meer specifiek: hoe is dat voor nieuwbouw?

Huidig woningbezit

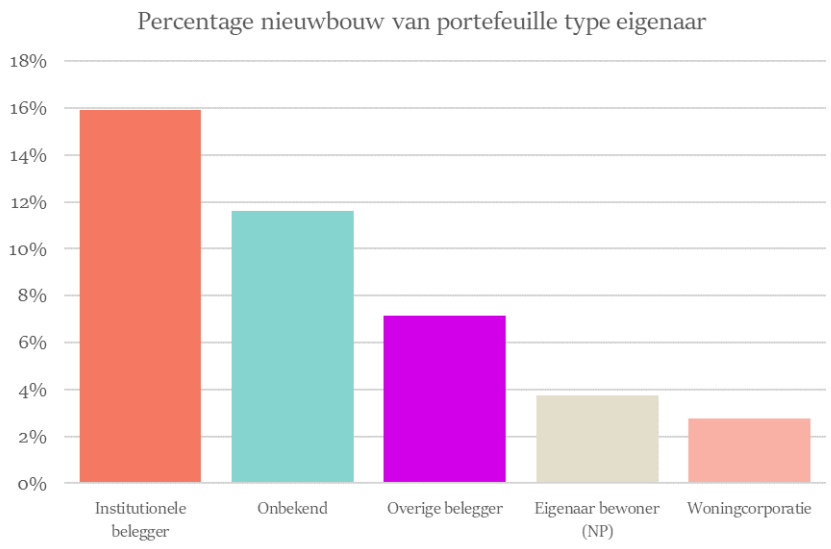
Het Kadaster heeft het woningbezit per type belegger op peildatum 1 juli 2020 bepaald, inclusief het aantal nieuwbouwwoningen in bezit. De resultaten zijn getoond in tabel 6. Deze indeling is niet gelijk aan eerder gepresenteerde indeling. Het toedelen van kadastrale eigendommen aan beleggerscategorieën is voor woningcorporaties en institutionele beleggers betrouwbaar genoeg omdat de eigendomsnamen duidelijk genoeg herkenbaar zijn. Het onderscheid aanbrengen tussen onze gedefinieerde typen beleggers is niet eenduidig uit te voeren: vandaar de categorie “Overige belegger”.
Het woningbezit van eigenaar-bewoners (particulieren voor eigen bewoning) is circa 59% van de totale woningvoorraad. Woningcorporaties bezitten circa 28%, institutionele beleggers 2%, overige beleggers 8%. Overige beleggers zijn: zorg aanbieders, gemeenten en zakelijke rechtsvormen die niet onder de andere categorieën vallen. Voor circa 3% is het bezit niet geclassificeerd; dit is aangemerkt als ‘onbekend’. In dit onderzoek is het niet mogelijk geweest om geautomatiseerd en betrouwbaar genoeg te herleiden is wie de (economische) eigenaar is van de woning. Dit komt door onder andere bijzondere koopcontracten en erfpachtconstructies.

Type eigenaar	Totaal aantal woningen	[%]	Waarvan nieuwbouw[25]	[%]
Institutionele belegger	169.441	2,1%	26.937	8,1%
Overige belegger	671.971	8,5%	48.175	14,4%
Woningcorporatie	2.204.293	27,8%	60.501	18,1%
Eigenaar bewoner	4.677.347	59,0%	174.541	52,2%
Onbekend	206.128	2,6%	23.963	7,2%
Totaal:	**7.929.180**	**100,0%**	**334.117**	**100%**

Tabel 6: het woningbezit per type belegger op peildatum 1 juli 2020 bepaald, inclusief het aantal nieuwbouwwoningen in bezit.

05.03 Eigendom van specifiek nieuwbouw

Uit bovenstaande tabel volgt dat 52% van de woningen wordt gebouwd voor de particuliere koopsector, 41% voor de huursector (allen) en 7% is onbekend (zelfde redenen als net, maar naar verwachting relatief veel corporatiewoningen).
Verhoudingsgewijs bezitten institutionele beleggers echter de meeste nieuwbouwwoningen: circa 16% van hun bezit bestaat namelijk uit nieuwbouw. In figuur 6 is per type eigenaar het aandeel van nieuwbouwwoningen in hun totale bezit weergegeven[26].



Figuur 6: verdeling van nieuwbouwwoningen[27], per type eigenaar

05.04 Aantal transacties

Deze sectie richt zich op subvraag B:

- Hoeveel transacties vinden er tussen welke eigenaar typen plaats, en hoe is de ontwikkeling daarvan in de afgelopen jaren geweest?

Het Kadaster heeft alle woningtransacties van 01-01-2009 t/m 30-06-2020 onderzocht en de eigenaren (verkrijgers en verkopers) getypeerd. Figuur 7 toont het aantal transacties per jaar, onderverdeeld in twee typen kopers: beleggers en eigenaar-bewoners. Het jaarlijks aantal transacties stijgt vanaf 2013 hard. In 2017 is het jaarlijks aantal transacties meer dan verdubbeld ten opzichte van 2013. Procentueel gezien blijft het aandeel waarbij eigenaar-bewoners als koper optreden in deze periode nagenoeg gelijk.

[25] Woningen die gebouwd zijn vanaf 01-01-2015 worden getypeerd als 'nieuwbouw'
[26] Het aandeel nieuwbouw is per type eigenaar als volgt berekend: aantal nieuwbouwwoningen in bezit / totaal aantal woningen in bezit
[27] Woningen die gebouwd zijn vanaf 01-01-2015 worden getypeerd als 'nieuwbouw'

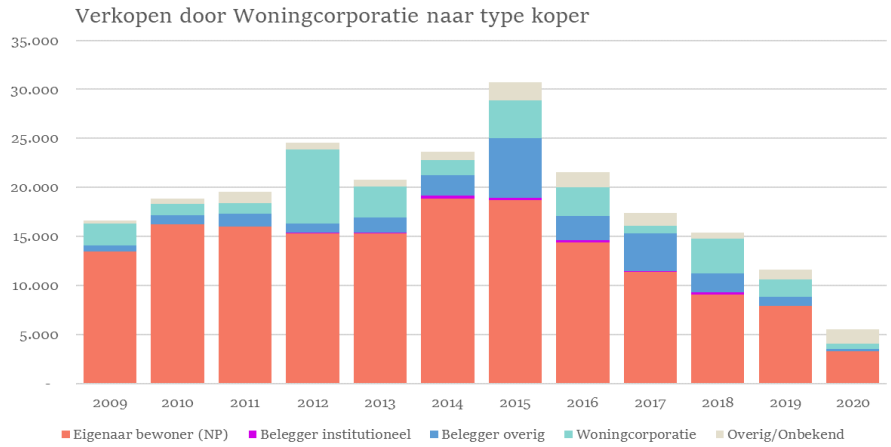
Bij circa 70% van alle transacties treedt een eigenaar-bewoner als koper op. Bij de overige 30% van de transacties treedt een belegger (ook woningcorporaties vallen hieronder) op als koper.

Om meer inzicht te bieden in de ontwikkeling van de woningaankopen door beleggers, is figuur 8 samengesteld. Daarin wordt het jaarlijkse aantal aankopen per type belegger uitgesplitst. Na 2013 zijn met name de particuliere en commerciële beleggers een stuk actiever geworden. Het jaarlijkse aantal woningaankopen door woningcorporaties blijft nagenoeg gelijk.

Figuur 7: aantal aankopen en verkopen van beleggers en eigenaar bewoners

Aan wie verkopen de beleggers?
De volgende figuren geven meer inzicht in het de verkoopdoelgroep van eigenaartypen:

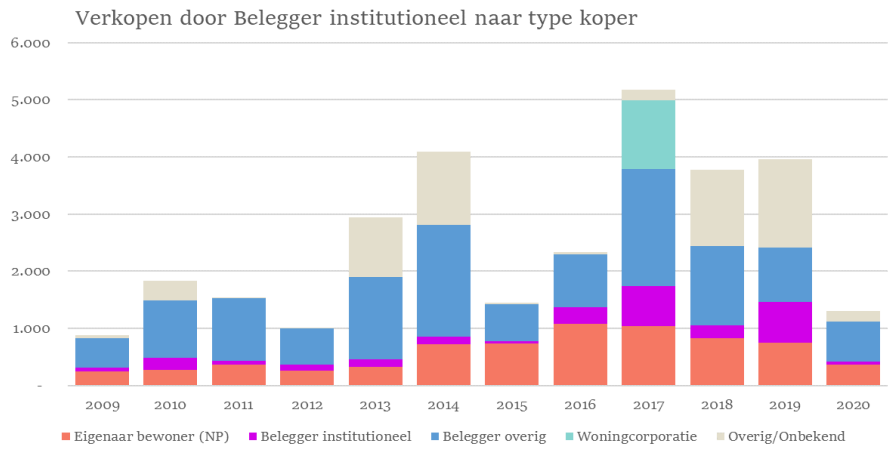
Woningcorporaties



Figuur 8: verkopen door woningcorporaties

Uit figuur 8 blijkt dat woningcorporaties voornamelijk bezit verkopen aan particulieren (71%) en dat dit de laatste jaren afneemt.

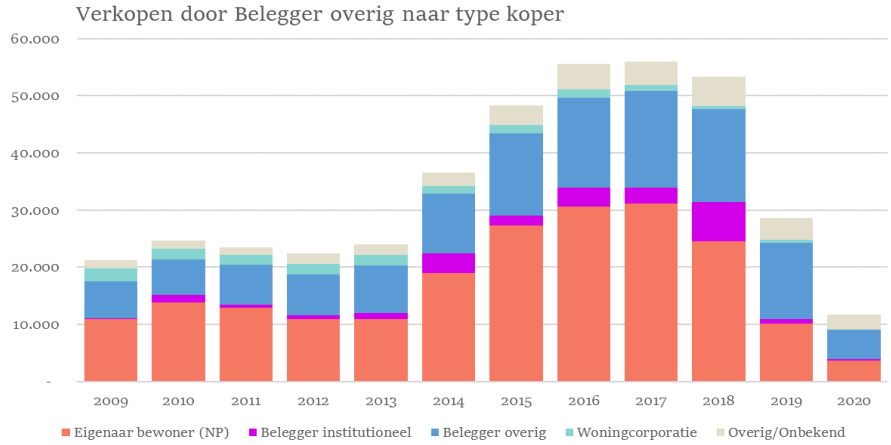
Beleggers institutioneel



Figuur 9: verkopen door beleggers institutioneel

Uit figuur 9 blijkt dat beleggers vooral aan beleggers (inclusief onbekend) verkopen (73%). Zij verkopen 23% aan particulieren. Er is in 2017 een transactie aan een woningcorporatie geweest.

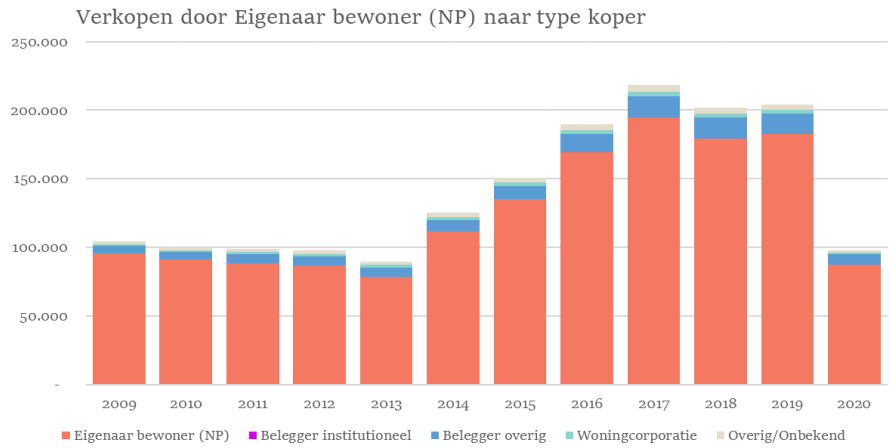
Beleggers overig



Figuur 10: verkopen door beleggers overig

Uit figuur 10 blijkt dat beleggers overig voor de helft aan particulieren verkopen (51%) en 31% aan andere Beleggers overig. Aan beleggers institutioneel wordt 6% verkocht.

Beleggers overig



Figuur 10: verkopen door beleggers overig

Particulieren (de eigenaar bewoners) verkopen 89% aan andere particulieren.

05.05 Beleggingshorizon

Deze sectie richt zich op subvraag C:

- Wat is de beleggingshorizon van woningbeleggers in Nederland?

Met behulp van gegevens van het Kadaster is geprobeerd de gemiddelde belegginshorizon van ieder type belegger te achterhalen. Door van recente woningverkopen de originele aankoopdatum te zoeken is zicht op daadwerkelijk afgesloten woningexploitaties. Het blijkt niet mogelijk te zijn om een betrouwbare analyse uit te voeren in de database van Kadaster
Dit heeft ertoe geleid dat de beleggingshorizon voor ieder type eigenaar op een alternatieve wijze is benaderd aan de hand van de volgende formule:

$$Beleggingshorizon\ (benadering) = \frac{totaal\ woningbezit}{jaarlijks\ gemiddeld\ aantal\ woning\ verkopen}$$

Middels deze formule wordt berekend welke hoeveel jaar het duurt voordat een belegger zijn huidige bezit verkocht heeft, op basis van het huidige verkooptempo. Het huidige verkooptempo is bepaald als het jaarlijks gemiddeld aantal woningverkopen van 2015 t/m 2020. Tabel 7 toont de uitkomsten van de berekende beleggingshorizonnen.
Overige beleggers en de categorie onbekend heeft een beleggingshorizon van circa 25 jaar. Institutionele beleggers hebben een beleggingshorizon van circa 50 jaar en woningcorporaties een beleggingshorizon van 100+ jaar. Dit getal wordt vertekend omdat woningcorporaties in werkelijkheid ook circa 10.000 woningen per jaar slopen ten behoeve van nieuwbouw. Dit verkort de werkelijke gemiddelde exploitatieduur. In de tabel wordt alleen uitgegaan van verkopen.

	Onbekend/overig	Institutionele belegger	Woningcorporatie
Aantal woningen in bezit	878.000	169.000	2.204.000
Gemiddeld aantal transacties per jaar (vanaf 2015)	32.000	3.000	17.000
Mutatiepercentage	3,86%	1,90%	0,81%
Beleggingshorizon (benadering)	25 jaar	50 jaar	100+ jaar

Tabel 7: beleggingshorizon per type belegger (berekend volgens bovengenoemde formule)

05.06 Conclusies

Particulieren hebben 59% van de woningen in eigen bezit, 41% wordt verhuurd.
In de benadering van de beleggingshorizon hebben overige beleggers een horizon van circa 25 jaar, institutionele beleggers circa 50 jaar en woningcorporaties circa 100+ jaar.

Het aantal transacties is bijna verdubbeld tussen de periode 2009-2014 en 2015-2019. Het aandeel transacties tussen eigenaar bewoners en beleggers is relatief constant gebleven. Hieruit blijkt dat beleggers niet significant meer woningen aan- of verkopen dan eigenaar bewoners of vice versa.

In onderstaande tabel is weergegeven wie aan wie verkoopt. Woningcorporaties ponden vooral woningen uit aan eigenaar bewoners. Institutionele beleggers en de groep onbekend verkopen relatief weinig aan eigenaar bewoners.

Die groepen die vooral aan eigenaar bewoners verkopen ondervinden in de praktijk geen last van de verhoogde OVB. Wellicht zou dit onderdeel van beleid kunnen worden.

Kopende partij Verkopende partij	Aan Eigenaar-bewoner	Aan andere	Transactie aandeel
Woningcorporaties	71%	29%	5%
Institutionele beleggers	23%	77%	1%
Beleggers overig	51%	49%	18%
Eigenaar bewoner	89%	11%	62%
Onbekend overig	21%	79%	14%
TOTAAL			100%

Tabel 8: transacties naar type eigenaar in procenten.

06 BIJLAGE

06.01 Rekenvoorbeeld DCF

In onderstaande tabel wordt weergegeven hoe de daling in de beleggingswaarde bij een beleggingshorizon van één jaar is berekend, volgens de DCF-methode.

	2% OVB	8% OVB
Woningwaarde (inclusief OVB)	€ 100.000	€ 100.000
Na 1 jaar indexatie (2%)	€ 102.000	€ 102.000
OVB	€ 2.040	€ 8.160
Overige overdrachtslasten (1%)	€ 1.020	€ 1.020
Woningwaarde na 1 jaar (exclusief OVB)	€ 98.940	€ 92.820
Verdisconteren (4%)	€ 95.134	€ 89.250
Verschil in waarde		-6,18%

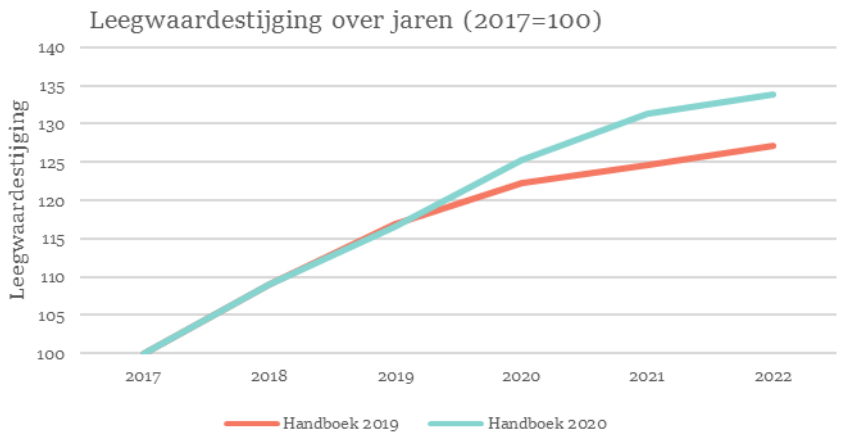
Tabel 9: berekening van de beleggingswaarde, bij een beleggingshorizon van één jaar

06.02 Berekening marktwaarde stijging woningcorporaties

De onderstaande tabel en figuur toont de leegwaardestijging van regio 'Nederland' voor woningcorporaties van Het Handboek 2019 t.o.v. Het Handboek 2020. De leegwaarde stijgt met gemiddeld 5,3%.

	Index 2017	2018	2019	2020	2021	2022	Index 2022
Handboek 2019	100	9,00%	7,20%	4,60%	2,00%	2,00%	127,16
Handboek 2020	100	9,00%	6,90%	7,50%	4,80%	2,00%	133,89

Tabel 10: leegwaarde stijging woningcorporaties 2017 t/m 2020 (2017=100)



Figuur 11: leegwaarde stijging woningcorporaties 2017 t/m 2020 (2017=100)

06.03 Data-onderzoek

Brink heeft ten behoeve van dit rapport in opdracht van het ministerie van BZK gegevens uitgevraagd bij het Kadaster over het eigendomsbezit, woningtransacties en de beleggingshorizon van woningbeleggers in Nederland. In deze paragraaf is beschreven hoe de gebruikte datasets tot stand zijn gekomen.

Koppeling tussen BAG en Kadaster

Informatie over de opstallen, zoals bij nieuwbouwwoningen en bouwjaren wordt vastgelegd in de Basisregistratie Adressen en Gebouwen (BAG). Het Kadaster beheert de BAG, maar het bijhouden van deze informatie is de verantwoordelijkheid van gemeenten. Het Kadaster is verantwoordelijk voor het bijhouden van eigendomsinformatie over percelen zoals de transactiedatum en welke rechtspersoon eigenaar is.

Het woningbezit per type eigenaar is berekend door woningen uit de BAG te koppelen aan rechtsvormen van het Kadaster. Objecten uit de BAG met een “Woonfunctie” en de status: “Pand in gebruik”, “Pand in gebruik (niet ingemeten)” en “Verbouwing pand” zijn meegenomen in de analyse, alle overige objecten zijn uitgesloten. Het nieuwbouwbezit bestaat uit woningen in bezit met een bouwjaar tussen 2015 t/m juni 2020, volgens de BAG. Er zijn beleggers die al langer nieuwbouw in bezit hebben, maar deze woningen zijn bewust niet meegenomen omdat de kans op (door)verkoop groter is.

Type eigenaar

Woningen die in bezit zijn van “Eigenaar-bewoner” zijn woningen die door particulieren worden gebruikt voor eigen bewoning. De eigenaar van een woning is aan de hand van de volgende regels bepaald:

- De eerste woning van elke particulier is bestemd voor eigen bewoning. De particulier is hier dan ook de eigenaar-bewoner. De categorie “Eigenaar-bewoner” wordt dan toegewezen.
- Bij een verhuizing kunnen particulieren tijdelijk twee woningen in bezit hebben.
  - De aanname is dat deze tweede woning gemiddeld drie maanden in bezit is, oftewel 0,25 jaar.
  - Aangenomen is dat 25% van de **jaarlijkse transacties** uit 2019 van particulieren met twee woningen een woning voor eigen bezit betreft. Gekeken is naar het aantal jaarlijkse transacties omdat het aantal in bezit zijnde woningen ook beleggingswoningen bevat. 25% van het aantal transacties per jaar geeft een betere inschatting van de woningen voor eigen bewoning.
  - Het aantal particulieren met twee woningen in bezit is verminderd met het gedeelte van de transacties waarbij is aangenomen dat de woning voor eigen bewoning bestemd is. Op deze manier is het aantal particuliere beleggerswoningen bepaald, op peildatum 1 juni 2020.
  - Het aantal transacties van particulieren met drie of meer woningen is ongeveer 10% van het aantal transacties van particulieren met twee woningen. De aanname is gemaakt dat de aankoop van een derde woning altijd een belegging betreft. Hetzelfde geldt voor de aankoop van een vierde woning, vijfde woning, enzovoorts.

Eigenaren die niet in bovengenoemde categorieën vallen (Eigenaar-bewoner, Particuliere belegger) zijn onderverdeeld naar woningcorporaties, institutionele beleggers en overige beleggers. De eerste filtering die overeenkomt, is leidend voor de typering van de eigenaar.

- Woningen van woningcorporaties zijn gevonden door de eigendomsnaam te vergelijken met de leden van Aedes (2020) en de data gebruikt voor Corporatie in Perspectief. Wanneer de naam van de woningcorporatie onderdeel is van de eigendomsnaam wordt de eigenaar geclassificeerd als woningcorporatie.
  - In een aantal complexe rechtssituaties en perceelconstructies kan de economisch eigenaar niet goed worden gevonden. Hierdoor zijn gemeenten juridisch eigenaar en doet een corporatie alleen de exploitatie.

Gemeenten bezitten circa 30.000 woningen (Republiq, 2019[28]), de aanvullende woningen waarbij de eigendomsnaam 'Gemeente' bevat zijn toegewezen aan de corporatiewoningen.
- Woningen van institutionele beleggers zijn gevonden door de eigendomsnaam te vergelijken met de ledenlijst van de Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland (IVBN) met aanvullend alle woningen waarvan de eigendomsnaam 'pensioen' en 'verzekeringsmaatschappij' bevat.
- De 2000 eigenaren met grootste woningbezit zijn door Brink gecontroleerd. De typering van deze eigenaren is waar nodig aangescherpt door Brink in samenspraak met het Kadaster.

Voor eigendommen waarvan de rechtensituatie complex is of bij onduidelijke BAG-koppelingen is het niet altijd mogelijk de eigenaar te typeren. Deze eigenaren zijn als 'overige/onbekend' getypeerd. Deze categorie is goed voor gemiddeld 9% van de jaarlijkse transacties en circa 2,6% van het woningbezit.

Gebruikte datasets
De volgende datasets – aangeleverd door Kadaster – zijn door Brink gebruikt ten behoeve van de analyses in dit rapport (peildatum 1 juni 2020):
- Het totale woningbezit per categorie 'type eigenaar'
- Het totale nieuwbouwbezit per categorie 'type eigenaar'
- Het aantal eigenaren met het volgende aantal woningen in bezit:
  - Geen woning in bezit/onbekend
  - 1 woning
  - 2 woningen
  - 3 tot en met 5 woningen
  - 6 tot en met 9 woningen
  - 10 tot en met 24 woningen
  - 24 tot en met 49 woningen
  - 50 tot en met 99 woningen
  - 100 tot en met 249 woningen
  - 250 tot en met 499 woningen
  - 500 tot en met 999 woningen
  - 1000 tot en met 2499 woningen
  - 2500 tot en met 4999 woningen
  - 5000 of meer woningen
- De tabel uit de vorige bullet is apart voor woningcorporaties en niet-woningcorporaties gemaakt
- Alle woningtransacties in de periode 01-01-2009 tot en met 30-06-2020. Per transactie is het 'type eigenaar' van zowel de verkoper als de verkrijger van de woning bepaald

[28] Republiq, september 2019, "*Cijfers gemeentelijk vastgoed 2019*"