

Hoe woningcorporaties hun waarde verliezen

Bij de woningexploitatie van woningcorporaties gaat 197 miljard euro aan waarde verloren. Er is een jaarlijks rendementsverlies van 2,5 procent. Inzicht in de oorzaken hiervan kan een bijdrage leveren aan de vermindering van dit waarde- en rendementsverlies. Hiermee kunnen de investeringsmogelijkheden van woningcorporaties fors stijgen.

Het is een bekend feit dat bij woningcorporaties de marktwaarde van het woningbezit een veelvoud is van de waarde die via een voortgezette verhuur zal worden gerealiseerd (Marlet *et al.*, 2009). Er is vooralsnog betrekkelijk weinig aandacht geschonken aan de oorzaken van deze waardeklouf, terwijl het een opmerkelijk verschijnsel is. Want de waardeklouf, die ook gepaard gaat met rendementsverlies bij de woningcorporaties, brengt in feite de onevenwichtigheden op de Nederlandse woningmarkt tot uitdrukking. Daarnaast worden de investeringsmogelijkheden van woningcorporaties door de relatief lage exploitatiewaarde van corporatiewoningen sterk beperkt. Vanuit beide gezichtspunten is een beschouwing over de waardeklouf van belang. Hier is een modelmatige aanpak gevolgd met een marktevenwicht als referentiekader.

De waardeklouf en de omvang daarvan
Bij de waardeklouf gaat het om het verschil tussen de waarde van een woning als koopwoning en de waarde van dezelfde woning als huurwoning (Hamnett en Randolph, 1988). De hypothese is dat in een evenwichtige woningmarkt zonder verstorende overheidsbeïnvloeding beide waarden aan elkaar gelijk zijn. Het maakt voor een verhuurder dan immers in principe niet uit of hij een lege woning verhuurt of op de koopwoningmarkt verkoopt, want het rendement op beide opties is als gevolg van perfecte arbitrage gelijk. In Nederland is hier, vooral als gevolg van de omvangrijke subsidiëring van de woonconsumptie, geen sprake van. De fiscale subsidiëring in de koopsector heeft een waardeverhogend effect op de koopwoning; in de huursector heeft de impliciete subsidiëring via de huurprijsregulering een waardeverlagend effect op de huurwoning. De waardeklouf is de resultante hiervan. Vervolgens is deze klouf het grootst bij de corporatiewoningen omdat bij woningcorporaties niet alleen het huurniveau over het algemeen lager is dan op basis van de huurprijsregulering is toegestaan, maar ook de onderhouds- en beheerkosten hoger zijn dan voor de woningexploitatie noodzakelijk is. Beide factoren

**JOHAN CONIJN EN
FRANS SCHILDER**
Hoogleraar en aio aan
de Universiteit van
Amsterdam

drukken de exploitatiewaarde van de huurwoning. Bij woningcorporaties kan de waardeklouf geoperationaliseerd worden via het verschil tussen de waarde volgens de Wet waardering onroerende zaken, de WOZ-waarde, en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde van de huurwoningen. De WOZ-waarde is een bruikbare benadering voor de marktwaarde leeg, dat is de waarde van de woning als koopwoning. De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is de netto contante waarde van de toekomstige kasstromen die de woningcorporatie op basis van de eigen beleidskeuzes bij voortgezette verhuur naar verwachting zal realiseren. Het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) hanteert dit waardebegrip in zijn toezicht op woningcorporaties (CFV, 2008). In beide gevallen heeft de waarde als peildatum 1 januari 2007. Er waren toentertijd 455 woningcorporaties actief, die 2,2 miljoen huurwoningen in eigendom hadden. Gemiddeld is de marktwaarde leeg op basis van de WOZ-waardering 151.591 euro per huurwoning; de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is slechts 33.512 euro per huurwoning. De waardeklouf per corporatiewoning bedraagt derhalve gemiddeld 118.079 euro. Dit betekent dat bijna tachtig procent van de marktwaarde tijdens de verhuur door corporaties niet wordt gerealiseerd en verloren gaat. Uiteraard kan de marktwaarde door de corporatie via de verkoop van de huurwoningen worden gerealiseerd. Woningcorporaties verkopen per jaar gemiddeld echter niet meer dan circa 0,7 procent van het woningbezit (CFV, 2008). Een belangrijke oorzaak hiervoor is dat bij woningcorporaties het winststreven ontbreekt. Er is geen verband tussen de hoogte van de marktwaarde leeg en de hoogte van het feitelijke huurniveau. Dit is opmerkelijk. Het laat zien dat de huurstelling door woningcorporaties, mede als gevolg van de huurprijsregulering, niet alleen qua huurniveau niet marktconform is, maar het patroon in de huurprijzen evenmin. In regio's waar de marktwaarde leeg relatief hoog is, is het huurniveau niet hoger dan elders. Mede als gevolg hiervan stagneert in deze regio's de doorstroming vanuit de huursector naar de koopsector. Er is wel een zeer sterk verband tussen de marktwaarde leeg en de waardeklouf (figuur 1). Bij woningcorporaties waar de marktwaarde leeg relatief hoog is, is ook de waardeklouf relatief hoog en vice versa.

Het waardedecompositiemodel

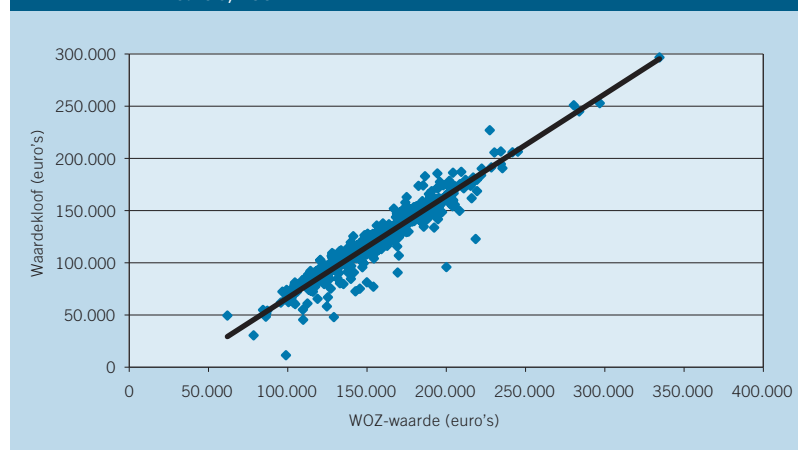
Voor de decompositie van het verschil tussen de marktwaarde leeg en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde van corporatiewoningen is gebruikgemaakt van een evenwichtsmodel (Conijn en Schilder, 2009). In dit evenwicht is er geen versturende invloed door subsidiëring, in de koopsector noch in de huursector. Het huurniveau is marktconform en geeft de verhuurder ook een marktconform rendement. Via een verschillenanalyse tussen deze marktconforme evenwichtsituatie, die als referentiekader fungeert, en de feitelijke situatie bij woningcorporaties is de waardeklouf in afzonderlijke

componenten ontleed. Met betrekking tot het marktevenwicht is een aantal veronderstellingen gemaakt. Aangenomen is dat de volledige beëindiging van de fiscale bevoordeling leidt tot een waardedaling van koopwoningen van twintig procent (Koning *et al.*, 2006). Bij de andere veronderstellingen gaat het om het exploitatiebeleid van woningcorporaties (tabel 1). De huidige gemiddelde resterende exploitatieduur bij corporatiewoningen is 23 jaar en mede gebaseerd op een exploitatieduur bij aanvang van de exploitatie van vijftig jaar. In de literatuur wordt veelal een economische levensduur van honderd jaar verondersteld waarbij geen onderscheid wordt gemaakt naar koop- en huurwoningen (Romijn en Besseling, 2008). Aangezien koopwoningen gemiddeld een hogere aanvangskwaliteit hebben dan huurwoningen, is het echter gerechtvaardigd de levensduur te differentiëren. Verondersteld wordt een gemiddelde levensduur bij koopwoningen van 125 jaar en bij huurwoningen van 75 jaar. Op grond hiervan is bij de door woningcorporaties gehanteerde resterende exploitatieduur met 25 jaar verhoogd tot gemiddeld 48 jaar.

Verder is het huurniveau van woningcorporaties als gevolg van de huurprijsregulering, maar ook als uitvloeisel van de eigen maatschappelijke taakopvatting om voor betaalbare huisvesting te zorgen relatief laag. Gemiddeld bedraagt het huurniveau 4.383 euro per jaar. Het niveau van de evenwichtige markthuurlaag wordt met het model bepaald en zal verderop bij de uitkomsten van het model worden gepresenteerd. Daarnaast hebben woningcorporaties gemiddeld hogere onderhouds- en beheerlasten dan volgens de marktconforme exploitatienormen, de VEX-standaard, noodzakelijk is (FGH, 2008). Het is aannemelijk dat dit hogere niveau van de onderhouds- en beheerlasten deels voortvloeit uit de maatschappelijke taakopvatting van de woningcorporaties en deels uit inefficiënties. Ten slotte is de restwaarde van een corporatiewoning relatief laag als verondersteld wordt dat de vrijkomende grond aan het einde van de exploitatietermijn weer bestemd wordt voor de bouw van een nieuwe corporatiewoning. Op basis van deze veronderstelling hanteert het CFV als restwaarde bij corporatiewoningen

Figuur 1

De WOZ-waarde en de waardeklouf bij woningcorporaties, in euro's, 2007.



Tabel 1

De gemiddelde waarde bij woningcorporaties en de marktconforme evenwichtswaarde van factoren bij de woningexploitatie, 2007.

	Gemiddelde waarden corporatiewoningen	Marktconforme evenwichtswaarden
Resterende exploitatieduur	23 jaar	23 + 25 jaar
Huurniveau	4.383 euro	Endogeen binnen het model bepaald
Onderhoudslasten	1.125 euro	875 euro
Beheerlasten	1.089 euro	730 euro
Restwaarde	5.000 euro	15% van de marktconforme exploitatiewaarde

vijfduizend euro. In het model is aangenomen dat een marktconforme restwaarde gemiddeld vijftien procent van de huidige marktconforme exploitatiewaarde is. Bij de berekeningen met het model zijn verder de volgende langetermijnveronderstellingen gemaakt. De algemene inflatie is op twee procent gesteld. Omdat er bij de prijsstijging van woningen, onderhoud en beheer in de praktijk sprake is van een bovengemiddelde prijsstijging, is bij deze drie posten een prijsstijging van drie procent gehanteerd (CFV, 2008). De jaarlijkse inflatoire huurstijging is op 2,25 procent gesteld door ten opzichte van de drie procent rekening te houden met een jaarlijkse veroudering van de huurwoning van 0,75 procentpunt. Ten slotte is het rendementspercentage opgebouwd uit vier procent risicovrij rendement plus een risico-opslag van twee procent.

De uitkomsten van het model

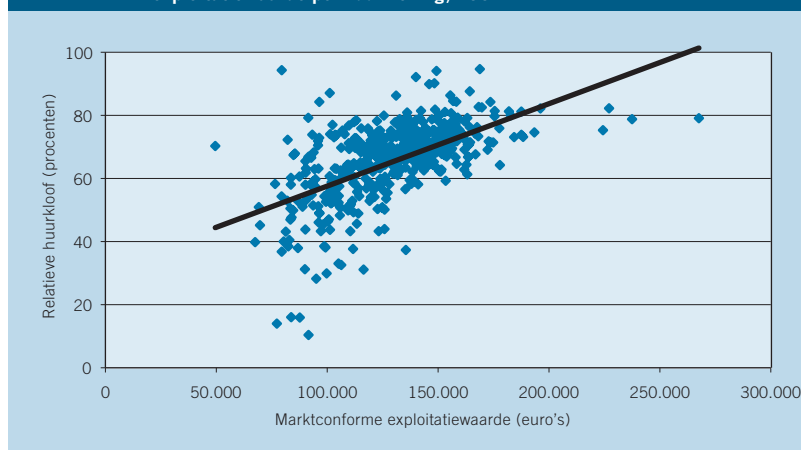
De uitkomsten van het model bestaan uit twee onderdelen: de kwantitatieve decompositie van de waardeklouf en de hoogte van het marktconforme huurniveau. Tabel 2 laat zien hoe met het model de waardeklouf van in totaal 264,8 miljard euro verklaard is uit zes afzonderlijke factoren. Na aftrek van het effect van de fiscale bevoordeling van de eigenaar-bewoner, resulteert de marktconforme exploitatiewaarde. Het verschil tussen de marktconforme exploitatiewaarde en de volkshuisvestelijke waarde is de gecorrigeerde waardeklouf, die 196,8 miljard euro bedraagt. Het huurbeleid van de woningcorporaties veroorzaakt het grootste waardeverlies. Gemiddeld 65 procent van de gecorrigeerde waardeklouf wordt door de huurklouf veroorzaakt. De onderhouds- en beheerlasten veroorzaken samen achttien procent van de gecorrigeerde waardeklouf.

De omvang van de huurklouf in procenten van de gecorrigeerde waardeklouf wordt vooral bepaald door de hoogte van de marktconforme exploitatiewaarde. Hoe hoger deze waarde des te groter is de huurklouf. Daarnaast is het feitelijke huurniveau ook van belang voor de huurklouf. Hoe lager het feitelijke huurniveau, des te hoger is de huurklouf. Samen verklaren deze twee variabelen in grote mate de omvang van de huurklouf. Figuur 2 laat voor elke woningcorporatie afzonderlijk het verband tussen de relatieve huurklouf en de marktconforme exploitatiewaarde per huurwoning zien.

De gecorrigeerde waardeklouf is hetgeen tijdens de huurexploitatie verloren gaat als de voorgenomen beleidsuitgangspunten daadwerkelijk worden uitgevoerd en representeert het gekapitaliseerde verlies ten opzichte van de marktconforme exploitatiewaarde. Dit totale verlies is opgebouwd uit jaarlijkse verliezen ten opzichte van het marktconforme ijkpunt. Dit jaarlijkse verlies kan worden gekwantificeerd aan de hand van het marktconforme huurniveau en de componenten waaruit het is opgebouwd. In het model is voor de bepaling van het marktconforme huurniveau de gebruikskostenformule toegepast, waarmee op basis van het gewenste rendement en de exploitatiekosten dat huurniveau kan worden bepaald. Het marktconforme huurniveau is gemiddeld 6.836 euro op jaarbasis (tabel 3). Dit komt overeen met 5,6 procent van de marktconforme

Figuur 2

De omvang van de relatieve huurklouf ten opzichte van de marktconforme exploitatiewaarde per huurwoning, 2007.



Tabel 2

De opsplitsing van de waardeklouf van alle corporatiewoningen naar zes verschillende factoren, miljarden euro's, 2007.

Marktwaarde leeg	340,0
Effect fiscaal beleid	-68,0
Marktconforme exploitatiewaarde	272,0
Effect kortere levensduur	-25,2
Effect lager huurniveau¹	-127,8
Effect hogere onderhoudslasten¹	-14,9
Effect hogere beheerlasten¹	-21,3
Effect lagere restwaarde¹	-7,6
Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde	75,2

¹ Dit effect is berekend onder de veronderstelling van een marktconforme resterende levensduur.

Tabel 3

Het marktconforme huurniveau en de opbouw op basis van de gebruikskostenformule, 2007.

Rendement over marktconforme exploitatiewaarde	6% ×
	121.273 euro
Plus: marktconforme onderhoudslasten	875 euro
Plus: marktconforme beheerlasten	730 euro
Plus: afschrijvingspercentage over marktconforme exploitatiewaarde	1,32% ×
	121.273 euro
Minus: inflatoire waardestijging marktconforme exploitatiewaarde	3% ×
	121.273 euro
Marktconform huurniveau	6.836 euro

exploitatiewaarde. Het feitelijke huurniveau bedraagt gemiddeld 4.383 euro per jaar. Het verschil van 2.453 euro kan beschouwd worden als een impliciete subsidie. De totale omvang van de impliciete subsidies over de 2,2 miljoen huurwoningen bedraagt daarmee 5,5 miljard euro op jaarbasis. De hier weergegeven aanpak wijkt af van een recent onderzoek van het Centraal Planbureau (CPB), waar ook het marktconforme huurniveau is afgeleid (Romijn en Besseling, 2008). Bij het CPB is dit voor de corporatiewoningen gemiddeld 8.620 euro per jaar. Het verschil in beide uitkomsten wordt voor een groot deel verklaard doordat het CPB het marktconforme huurniveau berekent op basis van de marktwaarde leeg zonder te corrigeren voor de waardeverhogende invloed van de fiscale bevoordeling van de eigenaar-bewoners. In een marktevenwicht waarin zowel in de koop- als in de huursector de prijs zonder beïnvloeding van overheidsbeleid tot stand komt, is dit effect er niet. Dit is de reden dat een correctie van de marktwaarde leeg noodzakelijk is, waardoor het marktconforme huurniveau lager uitkomt.

Daarnaast zijn er nog twee verschillen met de analyse van het CPB, die elkaar overigens grotendeels compenseren. Een uitkomst van het model is dat het afschrijvingspercentage op jaarbasis gemiddeld 1,32 procent bedraagt, terwijl het CPB een afschrijvingspercentage van 0,4 procent veronderstelt. Laatstgenoemde percentage is bijzonder laag omdat het niet in overeenstemming is met een te verwachten resterende levensduur van de corporatie-

woningen. Verder hanteert het CPB een relatief hoge risico-opslag van drie procent, terwijl deze analyse uitgaat van een risico-opslag voor beleggen in huurwoningen van twee procent.

Door het lagere huurniveau en de hogere exploitatiekosten derven de woningcorporaties direct rendement, de netto kasstroom ten opzichte van de marktconforme exploitatiewaarde. De omvang van het rendementsverlies kan worden bepaald door de evenwichtswaarden bij een marktconform huurniveau te vergelijken met de feitelijke waarden die in tabel 1 zijn weergegeven. Aan huurinkomsten derven de woningcorporaties in 2007 gemiddeld per woning 2.453 euro; de exploitatielasten zijn in 2007 gemiddeld 609 euro hoger. Hierdoor is er een fors rendementsverlies. Het marktconforme directe rendement bedraagt gemiddeld 4,3 procent, met hierbij een beperkte spreiding. Het feitelijke directe rendement is slechts 1,8 procent en er is tussen woningcorporaties onderling sprake van een grotere spreiding. Het verlies aan direct rendement bedraagt derhalve gemiddeld 2,5 procent.

Beleidsmatige slotbeschouwing

De omvang en de oorzaken van de waardeklouf en het daarmee samenhangende rendementsverlies roepen vragen op over de werking van de Nederlandse woningmarkt en het functioneren van de woningcorporaties daarbinnen. Het disfunctioneren van de Nederlandse woningmarkt komt kernachtig tot uitdrukking in de omvang van de waardeklouf. De bij woningcorporaties grote waardeklouf laat zien dat met name in dat marktsegment de woningmarkt geheel uit balans is. Zoals in het voorafgaande is aangegeven is de waardeklouf de resultante van het fiscale beleid in de koopsector, de huurprijsregulering in de huursector en het exploitatiebeleid van woningcorporaties. De waardeklouf nodigt uit tot verkoop van huurwoningen, waarmee de kloof kleiner zou kunnen worden. Omdat woningcorporaties geen winstdoelstelling hebben, vervullen zij deze arbitrerende rol nauwelijks, waardoor de kloof in stand blijft. Om dezelfde reden is er weinig tegendruk tegen relatief lage huren en relatief hoge kosten. Ondertussen is het waardeverlies ten opzichte van de marktconforme exploitatiewaarde 197 miljard euro en is er een jaarlijks rendementsverlies van 2,5 procent hetgeen overeenkomt met 6,7 miljard euro op jaarbasis. Dit zijn omvangrijke bedragen. Dat woningcorporaties niet marktconform handelen en als gevolg daarvan niet een marktconform rendement realiseren, ligt besloten in hun taakstelling. Aan de orde is of dit in deze omvang op een effectieve en efficiënte wijze gebeurt. In dit licht biedt nadere beschouwing van de twee onderscheiden componenten die het meest bijdragen aan de waardeklouf inzicht. Bij het grote waardeverlies van 128 miljard als gevolg van het relatief lage huurniveau is de vraag of er een maatschappelijk belang mee is gediend om zoveel waarde verloren te laten gaan door deze omvangrijke,

generieke subsidiëring. In plaats van een aan de woning gebonden subsidiëring, zoals nu het geval is, zou een bijdrage aan de betaalbaarheid van het wonen op basis van de hoogte van het inkomen een efficiëntere inzet van middelen opleveren (Conijn, 2008). Met het experiment Huur op Maat, waarbij enerzijds markthuren worden gevraagd en anderzijds huurkorting wordt verleend op basis van het inkomen, hebben een aantal corporaties deze weg al ingeslagen (Vos, 2008). Dit leidt tot een meer gerichte inzet van middelen en kan de waardeklouf verkleinen zonder de publieke functie van de woningcorporaties in de vorm van betaalbare woonlasten aan te tasten. Daarnaast gaat er bij woningcorporaties ruim 35 miljard euro aan waarde verloren door het relatief hoge kostenniveau. Dat niet duidelijk is welk deel van de hogere kosten voortvloeit uit maatschappelijk gewenste, extra activiteiten is een problematisch feit, want dit kan nu als dekmantel voor inefficiënties fungeren. Een oplossing zou kunnen zijn dat het beheer van corporatiewoningen in concurrentie op de markt wordt uitgevoerd. Eventuele maatschappelijk gewenste extra activiteiten kunnen dan afzonderlijk worden gecontracteerd, waarmee het waardeverlies beperkt kan worden. Ten slotte heeft de grote waardeklouf bij corporatiewoningen een sterk negatieve invloed op de investeringsmogelijkheden van woningcorporaties. De lage volkshuisvestelijke exploitatiewaarde en de daarmee samenhangende relatief geringe netto kasstroom vormen een belemmerende factor voor de investeringsmogelijkheden van woningcorporaties. Een vuistregel is dat, vanwege de hogere leencapaciteit en het feit dat investeringen ook weer renderen, een verhoging van de exploitatiewaarde met vijftig miljard, extra investeringsruimte van honderdvijftig à tweehonderd miljard euro oplevert. Er is dus, afgezien van de gederfde investeringsmogelijkheden elders in de economie, een groot maatschappelijk belang mee gediend om de waardeklouf te verkleinen en daarmee de investeringsmogelijkheden te vergroten. Als de woningcorporaties mede als gevolg van de non-profitstatus niet in staat zijn om de waardeklouf te verkleinen, is de vraag aan de orde of de huidige non-profitstatus wel gecontinueerd zou moeten worden. Mede gelet op de weergegeven oorzaken van de waardeklouf, is de omvang van het waardeverlies te groot om zaken op hun beloop te laten.

LITERATUUR

- Centraal Fonds Volkshuisvesting (2008) *De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde*. Naarden: CFV.
- Conijn, J. (2008) *Subsidiëring van woonconsumptie: een zinloos schip van bijleg*. In: Don, H. (red.) *Agenda voor de woningmarkt. Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde*. Amsterdam: KVS, 145-177.
- Conijn, J. en F. Schilder (2009) *How housing associations lose their value: the value gap in the Netherlands*. ERES Conference Paper, Stockholm: ERES.
- FGH (2008) *Vastgoed exploitatiewijzer*. Den Haag: Sdu.
- Hamnett, C. en B. Randolph (1988) *Cities, housing and profits: flat break-up and the decline of private renting*. Londen: Hutchinson.
- Koning, M., R. Saitua en J. Ebrecht (2006) *Woningmarkteffecten van aanpassing fiscale behandeling eigen woning*. CPB-document nr 128. Den Haag: CPB.
- Marlet, G., J. Poort en C. van Woerkens (2009) *Verzilper het stenen dividend*. *ESB* 94 (4560), 294-297.
- Romijn, G. en P. Besseling (2008) *Economische effecten van regulering en subsidiëring van de huurwoningmarkt*. CPB-document nr 168. Den Haag: CPB.
- Vos, M. (2008) *Huur op maat: opmaat naar een nieuwe woontoeslag*. *Tijdschrift voor de volkshuisvesting*, 2008(4), 17-21.