

# Rendementen en risico's van beleggingen in premiehuurwoningen

C. P. A. BAKKER\*

In *ESB* van 24 juni 1981 hebben L. H. P. L. H. Habets, A. A. J. Kluytmans, J. L. A. Kruizinga, G. H. P. Kurvers en F. J. A. Las — hierna kortheidshalve aangeduid als de studenten — betoogd, dat beleggers ten onrechte van mening zijn dat het rendement van huurwoningen te laag is. Risico-overwegingen zouden de belangrijkste oorzaak zijn van de terughoudendheid van de beleggers.

In de eerste plaats wil ik opmerken, dat ik mij weliswaar kan vinden in een methode waarbij achtereenvolgens rendements- en risico-aspecten worden behandeld, doch voor de praktijk is slechts het totaal maatgevend. Zo wordt b.v. aan het begin van het betoog voor de berekeningen aangenomen, dat er geen verschil is tussen de door de overheid bepaalde vraaghuur en de op de markt realiseerbare huur. Op dit moment kan dat verschil inderdaad worden verwaarloosd, doch zal dat ook op lange termijn zo blijven? Het antwoord hangt vooral af van de vraag of het volkshuisvestingsbeleid in de toekomst zo zal zijn dat de woningnood een permanente zaak blijft, dan wel dat er ooit een toestand ontstaat, waarbij de kandidaathuurders keuzemogelijkheden hebben. De premiehuurwoning ondervindt in beginsel concurrentie van de woningwetwoning waarvan de huur in het verleden met kunstgrepen werd gedrukt door verschrijvingen in de grondkosten, koppelverkoop van de bouw van woningen uit verschillende sectoren en nog wat minder belangrijke punten. Als gevolg hiervan ligt het huurniveau van de woningwetwoning in de praktijk een stuk lager dan bij de premiehuurwoning. Zodra een kandidaathuurder de vrije keuze heeft tussen een woningwetwoning en een premiehuurwoning zal hij niet meer bereid zijn het agio van de premiehuurwoning (of het disagio van de woningwetwoning) te betalen.

Terecht merken de studenten op dat de variabele-kostennorm van 1,2% van de stichtingskosten te laag is. Hun grootste bezwaren gelden echter het feit dat op de stichtingskosten met inbegrip van de grond wordt afgeschreven en dat geen rekening wordt gehouden met restwaarden van huis en grond. Afschrijven op grond is volgens hen bedrijfseconomisch onaanvaardbaar. In zijn algemeenheid

gaat deze uitspraak te ver. Ook de bedrijfseconomie kent een aantal omstandigheden die afschrijving op de grond rechtvaardigen. Daarbij doel ik niet zozeer op het voor de hand liggende geval dat de betekenis van de grond vermindert. Zo komt het in de woningbouw voor dat een weg langs woningen wordt verbreed ten behoeve van intensief verkeer, waarna zodanige overlast voor de woningen optreedt dat vervanging te zijner tijd uitgesloten is en de grond alleen nog betekenis heeft als groenstrook met een beduidend lagere waarde dan als bouwgrond. Van nog meer belang is dat de post „grond” in de praktijk een bedrag aangeeft, waarbij de verkrijgingsprijs van de grond maar een ondergeschikte rol speelt. Men krijgt grond aangeboden voor een bedrag waarin de kostprijs van allerlei voorzieningen is opgenomen (zoals riolering en groenvoorzieningen) waarbij de grond slechts als sleutel dient om de gedane uitgaven door te berekenen. In vele gemeenten zit in de grondprijs het resultaat van een verkeerd aankoopbeleid met grote renteverliezen, die de waarde van de grond in vergelijking tot alternatieve mogelijkheden (gemeenten waarin men die fouten niet heeft gemaakt) niet verhogen. Ten slotte moet men nog bedenken, dat men in theorie de grond weer vrij krijgt als de opstallen versleten zijn, doch in de praktijk belangrijke kosten moet maken om de grond opnieuw bouwrijp te maken. De bouwvallen hebben dan in feite een negatieve waarde die in mindering komt van de opbrengst van de grond. Afschrijving op de grond waarop woningen worden gebouwd, is daarom niet in strijd met de bedrijfseconomie. Vroeger gold voor woningwetwoningen dat de opstallen in 50 jaar werden afgeschreven en de grond in 75 jaar. Daaraan kan worden toegevoegd dat het zeker bij een lage rentevoet niet zo veel verschil maakt of men deze methode volgt dan wel alles in 50 jaar afschrijft.

Op het eerste gezicht lijkt het verwaarlozen van de restwaarden van huis en grond een flinke fout. Bij een rentevoet van 4% is de contante waarde van f. 1 over 50 jaar slechts 14 cent. Het gaat

\* De auteur is registeraccountant te Zeist.

echter om een deel van die contante waarde. Als dat deel 1/4 deel is, dan praat men over 3,5 cent t.o.v. f. 1. Vergeleken bij de nadere onzekerheden die in de berekeningen schuilen, is het verantwoord dit punt te vewaarlozen.

Wanneer de studenten stellen, dat het rekening houden met een restwaarde van een project bij een te beschouwen looptijd van 50 jaar zonder meer verantwoord is gezien de veel langere levensduur, dan valt mij die uitspraak een beetje tegen. Met levensduur kan hier niets anders bedoeld zijn dan de technische levensduur waarvoor zij elders in hun beschouwing 78 jaar noemen. Als men calculeert is alleen de economische levensduur relevant. De praktijk wijst uit dat de variabele kosten van een woning niet slechts stijgen indien de bouwkosten stijgen (al dan niet méér dan het algemeen prijspeil), doch ook naarmate de levensduur verstrijkt. Vooral wanneer een huis enkele tientallen jaren oud is, komen grote kwalen aan het licht. Er komen klachten over de riolering, de elektrische bedrading, het dak, de goten en op allerlei plaatsen ontstaat rot in houten delen. Zou men daartegen niets doen, dan vervalt het huis tot een bouwval al vóór het 50 jaar oud is. Het is echter niet verstandig om aldus te handelen. In de praktijk krijgt het huis dan ook onder deze omstandigheden een grote beurt of verscheidene grote beurten waarbij men van de gelegenheid gebruik maakt om ook wat te vernieuwen: iets wat thans „renovatie” pleegt te worden genoemd. Niet zelden ziet men nu dat daarvoor bedragen per woning worden besteed die in de orde van grootte van de helft van de vervangingskosten van de gehele woning liggen. Men doet dat uiteraard, omdat zulks de economische levensduur van de woning verlengt. Het is helaas niet te voorzien hoe veel een dergelijke ingreep in het algemeen kost, en hoe groot de levensduurverlenging is die daarvan uitgaat. Om die reden moet deze factor noodgedwongen buiten de berekening blijven. Voor de praktijk is dit feit echter van veel groter belang dan de theoretische restwaarde van de woning na 50 jaar.

De studenten geven huns inziens conservatieve schattingen van de restwaarde door aan te nemen dat de waarde van de opstallen (exclusief afschrijvingen) gelijk stijgt met de bouwkosten, de waarde van de grond gelijk stijgt met de inflatie en de waarde van de opstallen 60% van de waarde bij vrije oplevering (uit de toegepaste formules blijkt dat men die 60% ook op de grond toepast) bedraagt. Na de hierboven gemaakte opmerkingen over de restwaarde van de grond zal het duidelijk zijn dat ik het oordeel van de studenten niet kan onderschrijven. Dat komt mede omdat vanwege de veronderstelling dat de verhuurperiode wordt gelimiteerd tot 50 jaar t.a.v. het „groot onderhoud” slechts het onvermijdelijke deel zal worden uitgevoerd. Zelfs als men van voortgezette verhuur uitgaat, zal door het verschijnen van het toenemend onderhoud naar-

mate de levensduur verstrijkt bij het bereiken van de leeftijd van 50 jaar van een woning, een toestand ontstaan waarin de contante waarde van de toekomstige huren, verminderd met de contante waarde van de toekomstige lasten (waaronder onderhoud) een positief saldo oplevert dat zo klein is, dat men de restwaarde wel aanmerkelijk lager moet stellen dan de studenten hebben gedaan. Het is niet voor niets dat vele pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen in het midden van de jaren zeventig nog al wat onroerend goed dat gebouwd is in het begin van de jaren vijftig, hebben afgestoten. Zij begonnen het grote onderhoud te voelen zonder het vooruitzicht van een stijgend huurniveau dat deze uitgaven mogelijk zou maken.

Uit de berekeningen van de studenten blijkt, dat een kortere verhuurperiode dan 50 jaar het resultaat verbetert. Zij voegen daaraan toe: „Daarbij moet er natuurlijk van worden uitgegaan, dat de woning kan worden afgestoten en dat dit sociaal aanvaardbaar is”. Hierbij zou ik willen opmerken, dat de verbetering van het rendement door het toepassen van de optimale huurperiode in de meeste gevallen niet opgaat indien men veronderstelt dat ook de tegenpartij kan rekenen. Indien namelijk vaststaat dat de te verwachten periode een minder goed resultaat zal geven, is het normaal te veronderstellen dat de koper daarmee bij zijn bod rekening zal houden. Bovendien zal de koper de overdrachtskosten op de verkoper afwentelen. Dit is nog een reden waarom de restwaarde in de praktijk lager zal uitvallen dan de studenten hebben aangenomen.

De belegger in premiehuurwoningen loopt een risico dat aanzienlijk groter is dan het risico van belegging in staatsleningen. In de bestaande regeling van de dynamische-kostprijsuur wordt dat grotere risico onvoldoende gehonoreerd. Het is dan ook alleszins begrijpelijk dat de beleggers afzijdig zullen blijven zolang die toestand voortduurt.

**C. P. A. Bakker**

### Naschrift

De reactie van de heer Bakker zullen wij puntsgewijs bespreken.

1. De haalbaarheid van de vraaghuur. De haalbaarheid van de vraaghuur is niet alleen, zoals de heer Bakker suggereert, afhankelijk van de woningnood. Een zeker zo belangrijk aspect is de overheidspolitiek met betrekking tot de huren. De wensen bij veel politieke partijen om tot huurharmonisatie en een aanpassing van de woonlasten te komen sterken ons in de opvatting dat de vraaghuur haalbaar zal blijven.

2. Afschrijven op grond. De heer Bakker stelt voor af te schrijven op de grond omdat de waarde ervan onder meer bepaald wordt door de infrastructuur. Aangezien er echter in zijn algemeenheid geen reden is een verslechtering

van de infrastructuur te verwachten hoeft om deze reden niet op grond te worden afgeschreven. In zoverre rioleringen e.d. op het perceel uitgevoerd zijn vormen deze onderdeel van de bouwkosten, en niet van de grondkosten.

3. De geringe invloed van het opnemen van een restwaarde. Uit onze berekeningen blijkt het tegendeel. Zo is in case K2 (ESB, 24 juni 1981) de netto contante waarde van de restwaarde na 50 jaar f. 17.100 bij een investering van f. 100.000 (17,1 cent per gulden). Deze invloed wordt ook duidelijk in de gemiddelde verhoging van het rendement van 1,39 procentpunt die optreedt bij het opnemen van een restwaarde.

4. Economische en technische levensduur en de daarmee samenhangende verkoopopbrengst. De heer Bakker meent dat de door ons gecalculerde restwaarde bij verkoop niet haalbaar zal zijn, omdat de koper zijn bod zal baseren op basis van de te verwachten opbrengsten en kosten. Indien de belegger zou besluiten het huis te verkopen aan een andere exploitant van huurhuizen mag inderdaad niet op een hoge opbrengst gerekend worden. De belegger heeft echter ook andere mogelijkheden, b.v. verkoop aan de bewoner of, na het leegkomen, verkopen aan de nieuwe eigenaarbewoner. Bovendien is de grond op verscheidene manieren aanwendbaar. Indien de economische levensduur b.v. slechts 50 jaar zou zijn, zouden de huizen niet ouder worden dan 50 jaar en dan worden afgebroken. Aangezien de technische levensduur bepaald wordt aan de hand van de feitelijke levensduur (78 jaar) geeft deze het minimum van technische en economische levensduur aan, wat de voor economische berekeningen gebruikelijke levensduur is.

5. Groot onderhoud is niet ingecalculerd. In onze calculaties hebben wij de variabele kosten, waartoe ook de onderhoudskosten behoren, verhoogd van 1,2 procentpunt naar 1,7 procentpunt: een stijging van ruim 40%. Dit cijfer is gebaseerd op gegevens van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds, de grootste particuliere woningexploitant, waarbij het verschil met name verklaard wordt uit de hogere onderhoudskosten. Het is ons inziens dan ook niet correct om naast deze verhoging nogmaals extra onderhoud in de calculaties op te nemen.

6. De houding van de beleggers. De heer Bakker meent zijn risico/opbrengstafweging bevestigd te zien in het gedrag van de beleggers die zich afzijdig zullen blijven houden zolang deze toestand voortduurt. Hierbij willen wij opmerken dat het vertrouwen van de beleggers in het rendement toch wel wat groter is dan de heer Bakker vermoedt, gezien het hoge aantal afgegeven beschikkingen voor beleggerswoningen in 1981: 20.000.

**L. H. P. L. H. Habets**  
**A. A. J. Kluytmans**  
**J. L. A. Kruizinga**  
**G. H. P. Kurvers**  
**F. J. A. Las**