



# WONINGBELEGGINGSMARKT

Eigenaren en financiers  
aan het woord

CB RICHARD ELLIS  
JUNI 2011

**CBRE**  
CB RICHARD ELLIS

Disclaimer 2011 CB Richard Ellis

Information herein has been obtained from sources believed to be reliable. While we do not doubt its accuracy, we have not verified it and make no guarantee, warranty or representation about it. It is your responsibility to independently confirm its accuracy and completeness. Any projections, opinions, assumptions or estimates used are for example only and do not represent the current or future performance of the market. This information is designed exclusively for use by CB Richard Ellis clients, and cannot be reproduced without prior written permission of CB Richard Ellis.

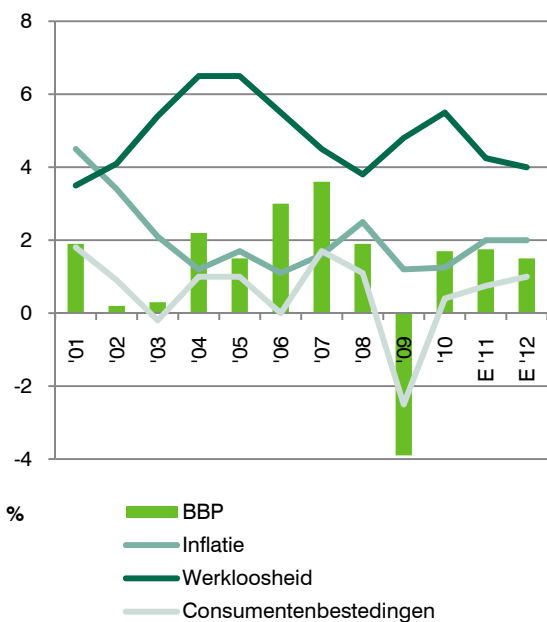
### Introductie

De woningmarkt blijft de gemoederen in Nederland bezig houden. De koopsector worstelt sinds de crisis met hypotheekrestricties, lage bouwvolumes en een gestokte doorstroming. De markt voor huurwoningen is gekoppeld aan de kopersmarkt en wist vóór de crisis te profiteren van een ruime financieringsmarkt en langdurig oplopende woningwaarden. Het opkopen en uitponden van woningportefeuilles was in die periode een lucratieve bezigheid, maar vanaf 2008 viel deze mogelijkheid grotendeels weg. Tegelijkertijd gingen men woningen in de basis meer als een stabiele lange termijn belegging zien. Dit leidde tot hernieuwde interesse bij institutionele partijen en particuliere beleggers.

Beleggers en financiers hebben zich na de grote omslag van de afgelopen jaren moeten herbezinnen op de te voeren strategie. De beoordeling van de beleggingsrisico's van woningportefeuilles is daarbij centraal komen te staan. In deze onzekere markt is het belangrijk om richting te kunnen geven. CB Richard Ellis heeft daarom het initiatief genomen om samen met marktpartijen een regelmatige inventarisatie van de markt te houden in de vorm van een themarapport.

Voor de eerste editie zijn uitgebreide interviews gehouden met twee beleggers: Bouwfonds REIM en Vastgoed Syndicering Nederland (VSN), alsmede met drie financiers: ABN AMRO, AXA en Bank voor de Bouwnijverheid. In het themarapport wordt vooral ingegaan op de huidige status van uitponden als beleggingsstrategie en financiering daarvan. Zowel beleggers als financiers zijn gelijksoortige vragen voorgelegd: Is uitponden nog een reële strategie; Welk type projecten worden er gekocht/ gefinancierd; Voor welke beleggers worden er nog financieringen verstrekt; Wat is de impact van een aantal recente ontwikkelingen: financierbaarheid particuliere afnemers, sociale sector en corporatiewoningen.

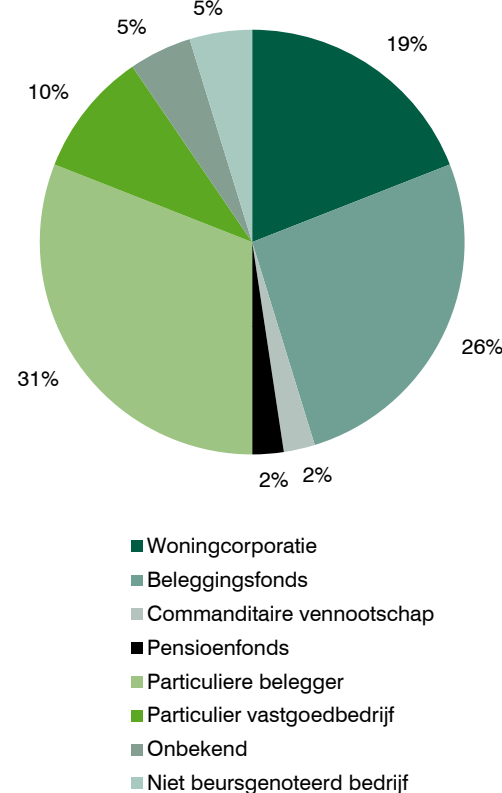
Economische kengetallen



De economische ontwikkelingen weerspiegelen zich in het type belegger, het beleggingsvolume en de gerealiseerde rendementen.

Bron: CPB

Beleggers in woningvastgoed 2010



Bron: CB Richard Ellis

## Uitponden

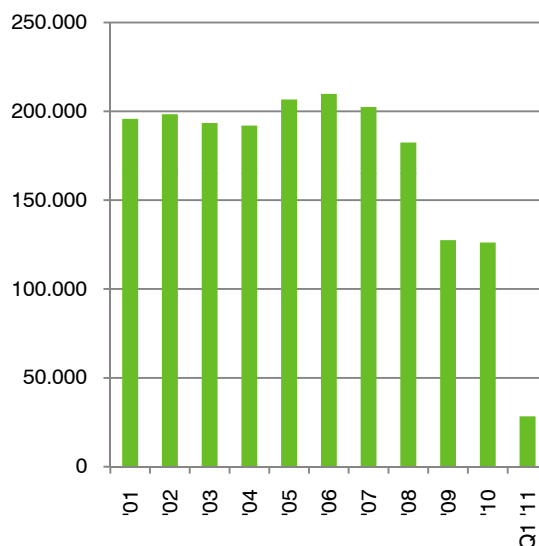
Het beleggingsvolume voor huurwoningen is na de crisis fors ingezakt. In 2009 werd er slechts een beperkt aantal woningcomplexen verkocht. Herstel lijkt echter ingezet: de transactievolumes lagen in 2010 weer aanmerkelijk hoger. Vooral institutionele partijen zijn zich in het afgelopen jaar weer gaan roeren op de markt. Hierbij valt te zien dat de betere complexen wederom voor scherpe rendementen verkocht worden. Daarentegen worden kwalitatief minder goede complexen duidelijk lager gewaardeerd.

Vóór de crisis was uitponden een veel gebruikte en succesvolle beleggingsstrategie, maar deze markt is vanaf de tweede helft van 2008 sterk opgedroogd. Financiers geven aan dat een uitpoundproject door hen tegenwoordig vooral wordt gezien als een reguliere belegging met een incidentele verkooptransactie. Voor ABN AMRO mogen de verkopen in de meeste gevallen nog wel de aflossingen dragen. De huurstroom hoeft dan alleen maar gebruikt te worden voor de rentebetaling. Indien er te weinig woningen verkocht worden, zal er extra afgelost moeten worden, hetgeen in theorie tot betalingsproblemen kan leiden. Volgens ABN AMRO leert de ervaring echter dat er relatief weinig verkopen nodig zijn om de aflossing te kunnen dekken. Dit op basis van de huidige aanvangsrendementen en leegwaarderatio's die in de markt worden betaald. Niche-speler Bank voor de Bouwnijverheid is voor financieringen nooit uitgegaan van een uitpoundconcept. Zij gaat uit van een standaard belegging; **losse woningverkoop is een bonus voor de eigenaar.**

De beleggers beschouwen overigens uitponden nog steeds als een goede strategie. De huidige portefeuilles die ten behoeve van een dergelijk scenario zijn aangekocht renderen, op een uitzondering na, goed. Waar echter vóór de crisis met mutatiegraden van 10-15% rekening werd gehouden, worden ze nu lager ingeschat, rond een niveau van 8%. Daar komt bij dat de verkoopbaarheid van woningen sterk is verslechterd, mede door beëindiging van de koopsubsidie en de strengere hypotheekvoorwaarden. Beleggers en financiers zijn het er bovendien over eens dat er nauwelijks sprake is van leegwaardegroei in de huidige markt. Zo neemt VSN bijvoorbeeld geen leegwaardestijgingen meer mee. De waardestijging wordt hoogstens nog als inflatiedekkend ingeschat.

Het gevolg is dat tegenwoordig een deel van de woningen binnen de portefeuille opnieuw wordt verhuurd, daar waar vóór de crisis elke woning na vertrek van de huurder standaard werd uitgepound. Een mooie bijkomstigheid van deze wederverhuur is dat er een behoorlijke huurstijging gerealiseerd kan worden. In één van de interviews werd de huidige situatie dan ook als volgt omschreven: **“Uitponden is de kers op de taart, niet meer de taart zelf”.**

Woningverkoop



*De individuele verkopen staan sterk onder druk. Beëindiging van de startersubsidie en de strengere voorwaarden voor hypotheekverstrekking zullen deze druk in 2011 naar verwachting verder opvoeren.*

Bron: CBS





### Samenstelling portefeuilles

De geïnterviewde beleggers benadrukken dat de belangrijkste bepalende factor voor de acquisitie van een project de verhouding van vraag en aanbod in de lokale markt is, ongeacht het type woning. Zo wordt er in de aankoopanalyse kritisch gekeken naar vergelijkbaar aanbod in de omgeving. Met name woningen die door corporaties verkocht worden zijn vaak zeer scherp geprijsd en vormen een geduchte concurrent. Vanuit het oogpunt van locatie bestaat er een **duidelijke voorkeur voor de Randstad en de – centraal gelegen – groeigebieden in Nederland**. Acquisities en financieringen in de Nederlandse krimpregio's komen zelden voor, tenzij er sprake is van onderdelen uit grotere, landelijke portefeuilles.

Hoewel het type woning van ondergeschikt belang is aan de marktsituatie, vormen de hogere service- en onderhoudskosten van appartementen op zichzelf een ongunstige factor.

Appartementencomplexen worden door deze hogere exploitatiekosten vaak tegen een lagere loan-to-value (LTV) gefinancierd. De betaalbaarheid van de financiering is zo gewaarborgd. Beleggers zijn bovendien voorzichtig als het gaat om de aankoop van gebroken pakketten, oftewel complexen waar reeds uitgepond is. De aankoop van een gebroken complex hoeft op zich geen bezwaar te zijn indien het rendement voldoende is. Aan de andere kant geven beleggers aan dat bijvoorbeeld de plaatsingskracht van een CV met gebroken complexen lager is. **Ook grootschalige appartementencomplexen zijn minder in trek**, omdat hier vaak meerdere woningen tegelijk leegkomen en de eenheden bij een uitpondstrategie onderling met elkaar concurreren. Als men de locatie buiten beschouwing laat, hebben beleggers en financiers een voorkeur voor eengezinswoningen.

Onderhoud en beheer worden in de huidige markt meer dan ooit als essentieel beschouwd. Alle partijen zijn het erover eens dat een belegger zich als een 'goede huisvader' dient te gedragen. Bij appartementencomplexen heb je als belegger een verantwoordelijkheid tegenover de andere leden binnen een vereniging van eigenaren (VvE); ook hierdoor is **goed beheer van groot belang**. In het verleden zijn de beheer- en onderhoudskosten met het oog op een snelle verkoop vaak te gunstig begroot, terwijl gedegen onderhoud juist een van de factoren is die de waarde op de langere termijn waarborgt. Woningcomplexen van grote pensioenfondsen zijn per definitie goed onderhouden; dit geldt bij aankoop als een extra voordeel. Het beheer is er overigens vooral op gericht de waarde van de complexen in stand te houden en niet zozeer om de kwaliteit van de woningen sterk te verbeteren. Met het oog op toenemende onderhoudskosten heeft men **meestal een voorkeur voor jongere complexen**. Mocht de overheid aanvullende eisen gaan stellen ten aanzien van energiezuinigheid, dan hebben jonge woningen bovendien een extra voordeel.

Opvallend hierbij is dat beleggers die nog wel een duidelijk uitpondstrategie hebben minder lijken aan te sluiten bij de beheerdoelstellingen die een financier wil zien. Investerings voor een beleggingsportefeuille zijn hoger dan bij een verkoopportefeuille.

### Financiers en structurering

In de huidige markt worden huurwoningen globaal gefinancierd tegen een LTV van 60 tot 75%, waarbij de aflossing bij verkoop 110 tot 120% van het oorspronkelijke leningbedrag per object dient te bedragen. Er ligt bij de geldverstrekking een sterke focus op de **betaalbaarheid van de rentelasten**. Daarnaast bedraagt de minimale aflossing zo'n 2-3% van de leensom op jaarbasis. De ervaring leert overigens dat dit percentage voor veel beleggers relatief eenvoudig te bekostigen valt. Wel wordt verwacht dat de implementatie van Basel III in de toekomst tot hogere aflossingseisen zal leiden. Dit weegt mee in de leningvoorwaarden.

In de markt voor vastgoedfinancieringen opereert slechts een zeer beperkt aantal financiers. Dit zijn vooral partijen die traditioneel bekend zijn met de markt en met haar beleggers. Buitenlandse financiers zoals bijvoorbeeld Axa zijn vaak onvoldoende bekend met de nationale dynamiek van de uitpondmarkt en zij beoordelen een uitpondproject vaak als te arbeidintensief. Maar ook de gevestigde financiers zijn voorzichtig in de huidige markt. Aangezien vastgoed minder solide is gebleken dan ooit gedacht kan een grote vastgoedexposure de rating van een bank negatief beïnvloeden. Financiers hebben daarom een voorkeur voor vaste relaties en gerenommeerde partijen met een bewezen track record. Er wordt weinig commerciële druk ervaren om nieuwe toetreders tot de markt te financieren.

In de afgelopen jaren zijn financierings- en participatieconstructies als CV's en obligatieleningen nogal eens in een negatief daglicht komen te staan. Met het doel om een zo hoog mogelijk rendement aan de deelnemers te kunnen uitkeren waren deze vehikels vaak maximaal gefinancierd. Gebleken is dat deze beleggingsstrategie goed werkt in een stijgende markt, maar in een dalende markt juist extra hard terugslaat op het eigen vermogen. De vehikels blijken vaak inflexibel en niet te kunnen omgaan met onverwachte ontwikkelingen in de markt. Dit leidt tot problemen als noodgedwongen verlenging na expiratie, bijstortingen van participanten en het niet uitkeren van dividend. De vraag is derhalve of een CV of een obligatiefonds in de huidige markt nog een levensvatbaar concept is.

Financiers zijn in elk geval zeer voorzichtig met dergelijke constructies. Naar hun mening ligt de focus bij CV's vooral op cashrendement en te weinig op continuïteit. Een CV-constructie hoeft op zichzelf geen probleem te vormen, mits er voldoende eigen vermogen is geïnvesteerd. Het is bovendien noodzakelijk om voorzichtige prognoses voor de performance aan te houden, waarbij sterk gelet wordt op de kosten en een realistische opbrengst wordt ingecalculeerd. Een dergelijke strategie zorgt in elk geval voor **goede rendementen op de lopende CV's** van de geïnterviewde beleggers.

Banken zijn ook terughoudend ten aanzien van obligatiefondsen. Zij doen het liefst zaken met partijen die zelf betrokken zijn bij de belegging en er (voldoende) eigen vermogen in hebben gestoken. Bij obligatiefondsen is dit vaak niet het geval omdat de initiator zich doorgaans richt op het structureren en plaatsen van het vehikel, maar niet zelf in de stenen belegt. Toch worden met regelmaat CV's gefinancierd. Financiers zijn dan met name geïnteresseerd in het **track record van de belegger**. Het feit dat recentelijk enkele aanbieders problemen ondervonden met de plaatsing van hun fondsen zegt iets over de plaatsingskracht en het bewustzijn van particuliere beleggers voor het vastgoed en de structuur waarin wordt belegd.

Bouwfonds kijkt naar mogelijkheden om te financieren bij buitenlandse financiers; vooralsnog gaat dit gemakkelijker voor de Europese fondsen met een exploitatiestrategie. Naast buitenlandse financiers onderzoekt VSN ook alternatieve financieringsmogelijkheden zoals private funding, al dan niet in de vorm van een soort 'Pfandbrieven'.

In financieringsland werd er in het verleden vooral gekeken naar de huurstroom, tegenwoordig wordt er veel meer gekeken naar het onroerend goed. Zaken als onderhoud, energieprestatie en locatie zijn daar onderdeel van. Er wordt een duidelijke kwaliteitsslag gemaakt bij de aanwezige financiers.

### Kansen

De markt voor uitponden zal de komende tijd naar verwachting moeilijk blijven. Beleggers en financiers zullen kritisch blijven kijken naar de leeftijd en de kwaliteit van complexen. Daarbij zijn **energiezuinig en onderhoudsvriendelijk sleutelwoorden**. Ook wordt meer gekeken naar de lokale dynamiek in de woningmarkt en de demografische ontwikkelingen. Gezien de huidige voorkeur in de markt voor jongere complexen, is het voor de traditionele beleggers in woningcomplexen, zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen, van belang om kritisch naar hun eigen portefeuille te kijken. Verversing is wellicht nodig om ook voor de langere termijn een kwalitatief goede en waardevaste portefeuille te kunnen beheren.

De geïnterviewde beleggers richten zich momenteel met name op het lagere segment huurwoningen. Redenen hiervoor zijn dat de markt hier het breedst is en dat overheidsstimulering in dit segment het langst voelbaar is. Verder geldt dat de beleggers in dit segment vaker goed renderende complexen aantreffen waarbij nog leegwaardegroei te realiseren valt. Complexen met woningen in het middensegment - met een gemiddelde maandhuur tussen € 650 en € 850 - blijken schaars te zijn, maar sluiten voor zowel uitponding als wederverhuur goed aan bij de bestaande portefeuilles. Duurdere woningen hebben het in de huidige markt daarentegen erg moeilijk. Zij blijken conjunctuurgevoelig te zijn en hebben te maken met een sterke vraaguitval.

Voorts zien beleggers mogelijkheden voor het aangaan van **samenwerkingsverbanden met woningcorporaties**, vooral op het gebied van beheer en uitponding. Binnen de corporatiesector is vanwege de verminderde financiële armslag en door veranderende regelgeving een innovatieslag vereist. Hierdoor ontstaat mogelijk ruimte voor samenwerkingsverbanden met private partijen. Dit zou bijvoorbeeld kunnen in de vorm van een **joint venture of een CV**. Aangezien commerciële partijen echter gewend zijn aan rendementsoptimalisatie en kostenminimalisatie, dient er specifieke aandacht te worden besteed aan de wijze van managen van een dergelijke structuur. De corporaties zouden zich daarnaast op een meer gestroomlijnde beheersorganisatie kunnen richten. De ontwikkelingsportefeuille en grondposities zouden dan verkocht kunnen worden.





Voor meer informatie over dit thema  
kunt u contact opnemen met:

Jacques Baars  
Senior Consultant  
Valuation Advisory

Robert-Jan Peters  
Director  
Real Estate Finance

Ratih Bach  
Senior Analyst  
Research & Consultancy

CB Richard Ellis  
+31 (0)20 626 26 91  
netherlands@cbre.com  
www.cbre.nl

