



# finance ideas

## Institutioneel investeringsklimaat Nederlandse huurwoningen

Een beschouwing vanuit binnenlandse en buitenlandse institutionele beleggers

7 februari 2024

# Inhoudsopgave

<b>1.</b>	<b>Inleiding</b>	<b>3</b>
1.1	Situatie en vraagstelling	3
1.2	Aanpak	3
<b>2.</b>	<b>Ontwikkelingen institutionele huurwoningmarkt</b>	<b>4</b>
2.1	Ontwikkelingen vanaf 2012	4
2.2	Veranderingen sinds 2022	8
2.3.	Gevolgen voor investeringsklimaat	10
<b>3.</b>	<b>Positie en verwachtingen institutionele beleggers</b>	<b>13</b>
3.1.	Overzicht institutionele beleggers	13
3.2.	Binnenlandse institutionele beleggers	14
3.3.	Buitenlandse institutionele beleggers	17
<b>4.</b>	<b>Case studies</b>	<b>22</b>
4.1	Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund	22
4.2	Vesteda	25
4.3	Heimstaden	29
4.4	European Residential REIT	33
<b>5.</b>	<b>Samenvatting</b>	<b>36</b>
	<b>Bijlage A – IVBN-leden geclassificeerd</b>	<b>37</b>

# 1. Inleiding

## 1.1 Situatie en vraagstelling

Sinds 2022 is er aanmerkelijk minder activiteit, gemeten in beleggings- en nieuwbouwwolume, op de Nederlandse huurwoningmarkt. Dit komt onder andere door de gestegen kapitaalmarktrente, de gestegen bouwkosten door inflatie, de afname van beschikbaar kapitaal en de verhoging van de overdrachtsbelasting. Ook kan het voornemen om de middenhuur te reguleren, de Wet betaalbare huur, een rol spelen. De reacties van investeerders in Nederlandse huurwoningen op deze voorgenomen regulering van de middenhuur zijn verschillend. Op hoofdlijnen zijn investeerders in Nederlandse huurwoningen onder te verdelen in drie groepen; particuliere beleggers, woningcorporaties en institutionele beleggers (voornamelijk pensioenfondsen en verzekeraars).

Vanuit het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (afgekort BzK), de opdrachtgever voor deze beschouwing, is er behoefte om een scherper beeld te krijgen van de huidige situatie van institutionele beleggers. Deze partijen zijn ook sinds 2022 minder actief op de Nederlandse huurwoningmarkt. Wat zijn hiervan de oorzaken? Is de aangekondigde Wet betaalbare huur de oorzaak van minder activiteit of zijn er andere oorzaken? In Nederland zijn zowel binnenlandse als buitenlandse institutionele beleggers actief. Zijn er verschillen en/of overeenkomsten tussen deze twee en wat kan van binnenlandse en buitenlandse institutionele beleggers verwacht worden de komende jaren?

Om een gedetailleerder beeld te krijgen van institutionele beleggers zijn op verzoek van BzK vier case studies opgenomen. Twee case studies van binnenlandse institutionele beleggers en twee case studies van buitenlandse institutionele beleggers. In de case studies worden vragen beantwoord over de achtergrond van de institutionele belegger, de wijze waarop de woningportefeuille is opgebouwd, de samenstelling van de portefeuille, hun financiële positie en reacties op de aangekondigde Wet betaalbare huur.

## 1.2 Aanpak

Op basis van desk research en openbare bronnen worden de bovenstaande vragen over binnenlandse en buitenlandse institutionele beleggers beantwoord. Alle gebruikte informatie is terug te vinden in publiek beschikbare documentatie. Sommige cijfers en percentages die zijn opgenomen, zijn benaderd aan de hand van een eigen onderbouwde inschatting op basis van publiek beschikbare documentatie. Deze rapportage richt zich specifiek op institutionele beleggers die investeren in Nederlandse huurwoningen. Woningcorporaties en particuliere beleggers blijven buiten beschouwing.

In het tweede hoofdstuk worden de ontwikkelingen van de institutionele huurwoningmarkt vanaf 2012 beschreven. Daarnaast wordt aandacht besteed aan de veranderingen sinds 2022 en de gevolgen hiervan voor het investeringsklimaat voor institutionele beleggers. In het derde hoofdstuk wordt de positie van de institutionele beleggers beschreven en wordt een onderscheid gemaakt tussen de binnenlandse en buitenlandse investeerders. In het vierde hoofdstuk zijn de vier case studies opgenomen. De samenvatting van deze beschouwing is opgenomen in hoofdstuk vijf.

## 2. Ontwikkelingen institutionele huurwoningmarkt

De afgelopen jaren heeft de institutionele huurwoningmarkt in Nederland een forse groei en verandering doorgemaakt. In dit hoofdstuk wordt in de eerste paragraaf de ontwikkeling van de private huurwoningmarkt vanaf 2012 beschreven. Bij de private huurwoningmarkt gaat het om institutionele beleggers en particuliere beleggers tezamen. De tweede paragraaf gaat in op de veranderingen sinds 2022 en de derde paragraaf beschrijft de gevolgen voor het investeringsklimaat voor institutionele beleggers.

### 2.1 Ontwikkelingen vanaf 2012

Een belangrijk beleidsdoel van het kabinet Rutte/Asscher, dat actief was van november 2012 tot en met oktober 2017, met minister Blok voor Wonen en Rijksdienst, was liberalisering van de woningmarkt en dan met name de huurwoningmarkt. Deze beleidsrichting kwam niet uit de lucht vallen. Al vanaf 2006 waren er vanuit het Centraal Planbureau en van de kant van veel economen verschillende publicaties waarin meer marktwerking en minder sturing van de overheid werd bepleit<sup>1</sup>. Marktconforme huren dienden (op termijn) te worden gerealiseerd. Zelfs de Woonbond ondersteunde dit beleidsdoel in Wonen 4.0, het manifest van Vereniging Eigen Huis, Woonbond, Aedes en Nederlandse Vereniging voor Makelaars.

In het regeerakkoord van Rutte/Asscher, getiteld 'Bruggen bouwen' stonden verschillende voornemens die de private huursector aantrekkelijker dienden te maken. Om dit te bewerkstelligen, dienden de huren extra verhoogd te worden met 1,5% per jaar en een naar inkomen gedifferentieerde huurstijging oplopend naar 6,5% plus inflatie voor huurders met een inkomen boven € 43.000 per jaar. Voorts zou het woningwaarderingsstelsel worden aangepast opdat de maximale huur niet meer door het aantal punten, maar op basis van 4,5% van de WOZ-waarde bepaald zou worden. Toentertijd werd 4,5% van de WOZ-waarde als markthuurg gezien. Ook werd de verhuurderheffing ingevoerd voor huurwoningen met een huur onder de liberalisatiegrens. Als gevolg hiervan hadden private verhuurders een extra prikkel om de huur te verhogen boven de liberalisatiegrens, via extra hoge huurstijgingen of bij bewonerswisseling. In het later gesloten Woonakkoord met de oppositie werden de maatregelen wat verzacht, maar de koers richting marktconforme huren bleef intact.

Bijna een jaar later kwam minister Blok met een verdere uitwerking van de hervormingsagenda<sup>2</sup>. Geconstateerd werd dat er belemmeringen zijn voor private investeringen in het vrije huursegment als gevolg van de fiscale subsidiering in de koopsector en de dominante positie van woningcorporaties op de huurwoningmarkt. "Voor midden- en hogere inkomens moet de keuze worden vergroot door een verruiming van het aanbod in het vrije huursegment"<sup>3</sup>. Het ging daarbij vooral om ruimte voor het middensegment. Later werden de voornemens nog verder uitgewerkt<sup>4</sup>. De groei van het middensegment van de huursector diende via investeringen in nieuwbouw gerealiseerd te worden. Met verschillende maatregelen werd dit gestimuleerd. Het woningwaarderingsstelsel werd gemoderniseerd, waarbij de hoogte van de WOZ-waarde mede het maximale huurniveau in de gereguleerde huursector ging bepalen. De mogelijkheid van tijdelijke wooncontracten werd verruimd. De liberalisatiegrens werd tijdelijk bevroren, waardoor de ruimte voor de vrije huursector werd vergroot. Wat betreft de vrije huursector lag de focus van het hervormingsbeleid op de groei van de vrije huursector via nieuwbouw en met name in het middensegment van de vrije huursector.

---

<sup>1</sup> Een overzicht hiervan in: Johan Conijn: Kennis is als een fata morgana. Hervorming van de woningmarkt: resultaten en lessen voor de toekomst, Amsterdam School of Real Estate, januari 2019, pp. 6 – 12

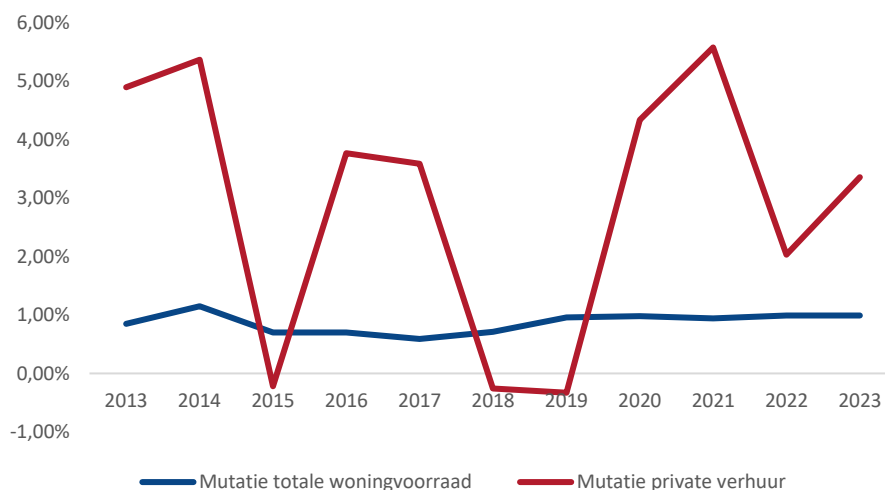
<sup>2</sup> Tweede Kamer: Integrale visie op de woningmarkt, Kamerstuk 32.847, nr. 87

<sup>3</sup> Idem, p. 3

<sup>4</sup> Tweede Kamer: Integrale visie op de woningmarkt, Kamerstuk 32.847, nr. 119

## Ontwikkelingen private huursector

De beoogde uitbreiding van de private huursector was een trendbreuk. Sinds de Tweede Wereldoorlog is decennia lang de omvang van de private huursector gekrompen, van 60% direct na de oorlog naar 11,7% in 2012. Deze krimp was het gevolg van beperkte nieuwbouw en uitpolding, waardoor de koopsector groeide. Bovendien vond er ook regelmatig verkoop plaats aan woningcorporaties in het kader van stadsvernieuwing en sloop. In de periode 2012 – 2023 is het aandeel van de private huur toegenomen tot 14,4%<sup>5</sup>. In absolute aantallen gaat het om een stijging van 852.000 naar 1.167.000 private huurwoningen. De volgende figuur geeft de jaarlijkse procentuele mutatie weer van de private huursector ten opzichte van de jaarlijkse procentuele mutatie van de totale woningvoorraad.



Figuur 1 - De jaarlijkse procentuele mutatie van de totale woningvoorraad en die van de private huurwoningen, 2012 – 2023 (Bron: CBS)

De totale woningvoorraad is de afgelopen jaren min of meer gelijkmatig gegroeid met gemiddeld 0,9% per jaar. De groeivoet van de private huursector was 2,9% per jaar. Voorts laat figuur 1 zien dat in de private huursector de jaarlijkse schommelingen groot zijn. Jaren met een zeer grote groei zijn soms afgewisseld met een krimp. Over de gehele periode is de groei van de private huursector 36,9% geweest.

Voor de periode 2012 – 2019 is een decompositie gemaakt hoe deze stijging van de private huursector tot stand is gekomen<sup>6</sup>. Figuur 2 laat de verschillende ‘stromen’ zien. De toename van de private huursector is vooral via ‘buy-to-let’ en ‘keep-to-let’<sup>7</sup> gerealiseerd<sup>8</sup>. In totaal gaat het om 566.000 woningen die onttrokken zijn aan de koopsector en omgezet zijn in private huurwoningen<sup>9</sup>. Daar staat tegenover dat er ook woningen uitgepold zijn en van de private huursector weer terug naar de koopsector zijn gegaan. Het gaat hierbij om 446.000 private huurwoningen. Het saldo van deze omzettingen is 119.000 woningen die aan de koopsector zijn onttrokken.

Daarnaast is de private huursector in de periode 2012 – 2019 gegroeid door nieuwbouw. Het gaat daarbij om 97.000 nieuwe huurwoningen. Grofweg kan daarmee gesteld worden dat de helft van de toename van de private huursector het gevolg is van de netto-omzettingen van koop naar huur en de andere helft door nieuwbouw is gerealiseerd. Daarbij

<sup>5</sup> CBS: Woningvoorraad naar eigendom, december 2023. Bij het berekenen van het aandeel van de private huursector in het totaal is de categorie Eigendom onbekend niet meegenomen.

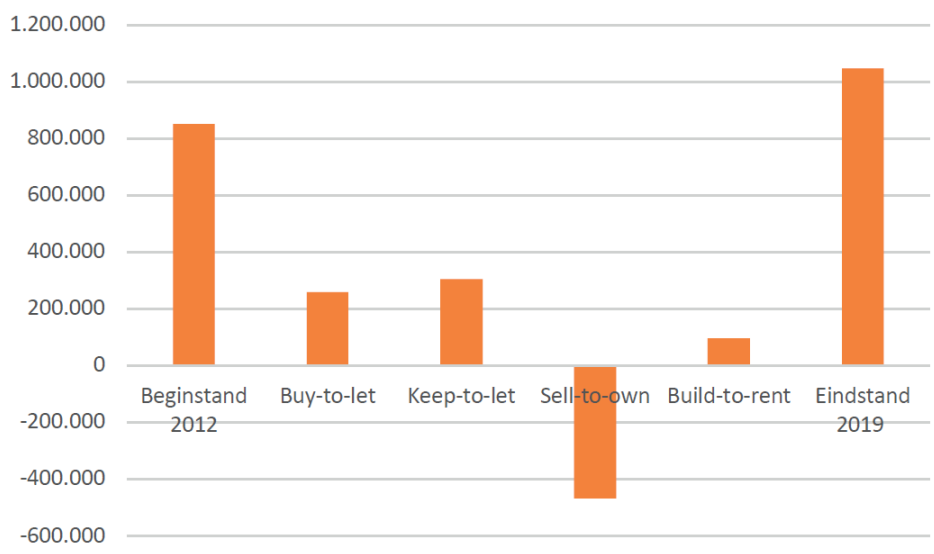
<sup>6</sup> Johan Conijn: Naar een toekomstgerichte private huursector, Real Estate Research Quarterly, december 2021

<sup>7</sup> Keep-to-let is als een eigenaar-bewoner een nieuw huis koopt en het oude huis aanhoudt voor verhuur

<sup>8</sup> Omzettingen van corporatiewoningen naar private huurwoningen is relatief beperkt geweest en daarom buiten beschouwing gebleven.

<sup>9</sup> Zie ook: Hans Wisman: Keep to let. Iets meer woningen vastgehouden als belegging, Kadaster, juli 2021. Deze publicatie komt tot een andere omvang van ‘keep-to-let’.

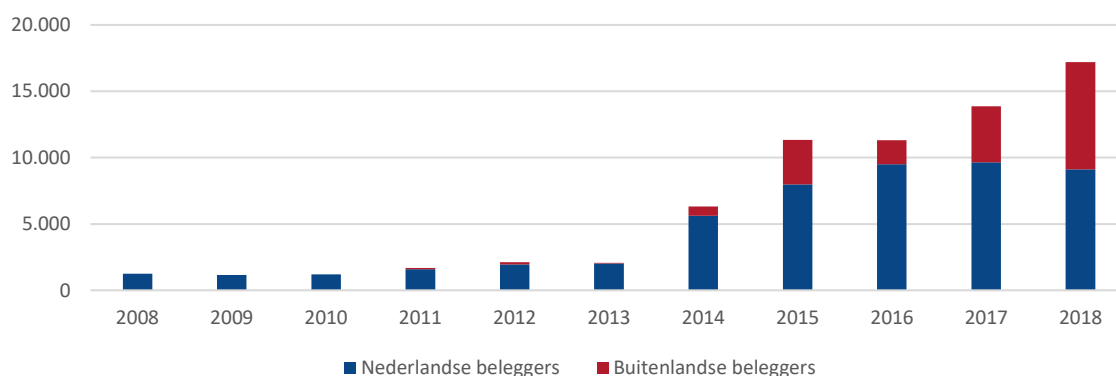
is van belang dat 'buy-to-let' en 'keep-to-let' vooral door particuliere verhuurders zijn gedaan en de nieuwbouw door institutionele beleggers.



Bron: Syswov, ABF Research. Eigen bewerking

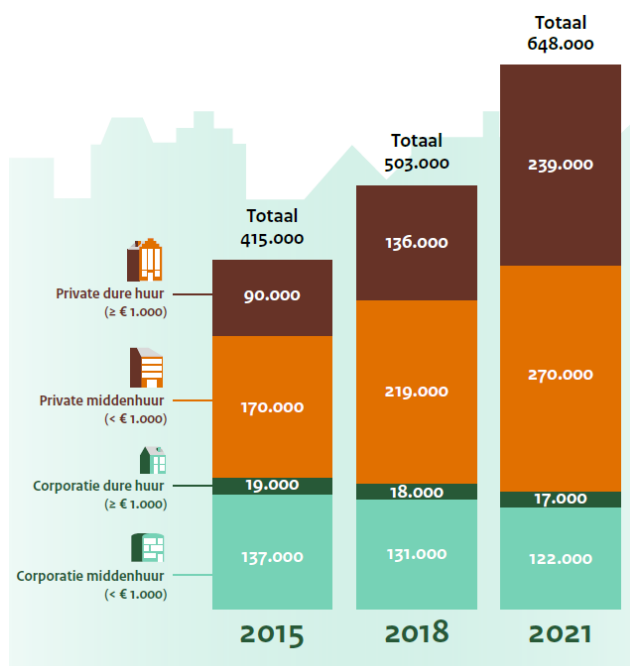
Figuur 2 - De mutatie van de voorraad private huurwoningen, 2012 – 2019

Dat de private huursector de afgelopen jaren ook nieuwbouw heeft gerealiseerd is ook een trendbreuk ten opzichte van eerdere jaren. Met name institutionele beleggers zijn actief geworden in de nieuwbouw. Onderstaande figuur illustreert de trendbreuk duidelijk. Vóór 2014 was nieuwbouw door institutionele beleggers een uitzondering. Vanaf 2014 is dat veranderd. De institutionele beleggers hebben een substantieel deel van de totale nieuwbouw voor hun rekening genomen.



Figuur 3 - Het aantal door beleggers gerealiseerde nieuwe huurwoningen, 2008-2018 (Bron: Johan Conijn: Kennis is als een fata morgana. Hervorming van de woningmarkt: resultaten en lessen voor de toekomst, Amsterdam School of Real Estate, januari 2019, p. 39)

Uit de gegevens van het periodieke WoON-onderzoek blijkt dat de groei van de private huursector vooral in het dure huursegment heeft plaatsgevonden en in mindere mate in het middeldure huursegment. In de periode 2015 – 2021 is in de private huursector het aantal private dure huurwoningen met 166% gestegen: van 90.000 naar 239.00. Het aantal private middeldure huurwoningen is ook nog met 59% toegenomen. De dure en middeldure huurwoningen behoren samen tot de geliberaliseerde huursector. Deze forse groei van de private huursector in het geliberaliseerde segment overtreft ruimschoots de groei van de totale private huursector. Dit impliceert dat er ook op grote schaal private huurwoningen in de gereguleerde sector bij bewonerswisseling zijn geliberaliseerd en in huur zijn verhoogd.



Figuur 4 - De toename van het aantal middeldure en dure huurwoningen, 2015, 2018 en 2021 (Bron: ministerie van BZK: Wonen langs de meetlat. Resultaten van het WoonOnderzoek Nederland 2021, juni 2022)

Precieze gegevens ontbreken over de mate waarin in de private huursector gereguleerde huurwoningen zijn omgezet in geliberaliseerde huurwoningen. Een globale schatting kan worden ontleend aan de voorafgaande figuren 2 en 4. Als de aantallen geliberaliseerde huurwoningen volgens het WoON-onderzoek in mindering worden gebracht op de totale omvang van de private huursector volgens het CBS, dan resulteert het aantal gereguleerde huurwoningen in de private huursector. Dan blijkt dat in de periode 2015 – 2021 het aantal gereguleerde huurwoningen in de private huursector is afgenomen met 12%, van circa 680.000 naar 597.000. Dit illustreert dat er binnen de private huursector ook een grote verschuiving heeft plaatsgevonden van gereguleerde huurwoningen naar middeldure en dure huurwoningen.

### Nadere beschouwing

In het voorafgaande zijn met betrekking tot de private huursector op hoofdlijnen belangrijke veranderingen geschetst, die zich in de periode 2012 – 2023 hebben voltrokken. Samengevat kan het volgende worden geconstateerd:

- De omvang van de private huursector is sterk toegenomen, zowel in absolute aantallen, als ook relatief als aandeel in de totale woningvoorraad;
- Voor circa de helft is deze toename de resultante van de netto-omzetting van koopwoningen naar huurwoningen, voor de andere helft is de toename toe te schrijven aan nieuwbouw van vooral institutionele beleggers;
- Binnen de private huursector heeft zich bovendien een forse verschuiving voorgedaan van gereguleerde huurwoningen naar geliberaliseerde huurwoningen. In de periode 2015 – 2021 is het aantal gereguleerde huurwoningen in de private huursector met 12% afgenomen. Vooral het aantal dure huurwoningen in de private huursector is sterk toegenomen.

De verklaring voor deze ontwikkelingen ligt voor de hand:

- De relatief lage prijs van koopwoningen in 2013 en later ook de relatief lage kapitaalmarktrente creëerde gunstige omstandigheden voor de nieuwbouw en de verhuur van woningen. De omzetting van koop- naar huurwoningen

was mogelijk omdat een particuliere belegger meer kon bieden dan een koopstarter die met hypothecaire restricties geconfronteerd werd<sup>10</sup>;

- Het rijksbeleid dat vanaf 2012 in gang is gezet, heeft deze ontwikkelingen versterkt. Het doel was liberalisering van de huurwoningmarkt. Huurprijsvorming, minder regulering en meer bepaald door vraag en aanbod. Het gaat dan om hogere huurstijgingen, tijdelijke huurcontracten en aanpassing van het woningwaarderingstelsel.

Dat er vanaf 2014 in de private huursector nieuwbouw is gerealiseerd, is mede te danken aan het gevoerde beleid. Het beleid was erop gericht investeringen in nieuwbouw aantrekkelijk te maken. Dat is succesvol geweest. Het zijn met name institutionele, deels buitenlandse beleggers geweest die weer actief zijn geworden in de nieuwbouw. Daarentegen is de omvangrijke omzetting van koop naar huur niet vooraf voorzien. Dat was ook voor de Nederlandse woningmarkt een nieuw verschijnsel. Voor de Nederlandse woningmarkt was decennia lang kenmerkend dat de verkoopwaarde over het algemeen hoger was dan de waarde in verhuurde staat. Dat verschil vormde de belangrijke factor voor het uitpanden van huurwoningen en dit heeft bijgedragen aan de groei van de koopsector. Na 2012 waren de verhoudingen omgedraaid. De toename van de private huursector kwam deels tot stand door vermindering van het aanbod van koopwoningen, hetgeen ten koste ging van de koopstarter. Het zijn particuliere verhuurders die koopwoningen voor de verhuur hebben gekocht. De consequentie was dat de woningzoekende starter tegenover de woningzoekende huurder kwam te staan. Goed te verklaren vanuit de werking van de woningmarkt, maar een beleidsmatige beoordeling bleef lang achterwege. Er zijn in de loop der jaren wel verschillende kanttekeningen geplaatst bij deze onvoorziene ontwikkeling.

## 2.2 Veranderingen sinds 2022

Achteraf gezien bleek 2021 het jaar van de onstuimige heropening na de eerste harde lockdown. Gedurende 2021 is de Nederlandse economie buitengewoon hard gegroeid, waardoor op het eerste oog 2021 de boeken in ging als een economisch topjaar. Tegelijkertijd zorgde dezelfde rappe economische groei in het najaar voor zorgen. Peter Hein van Mulligen, hoofdeconoom van het Centraal Bureau voor de Statistiek, sprak eind 2021 over "Onze economie lijkt oververhit, en het voelt alsof het karretje op de achtbaan zo meteen toch naar beneden kan storten". De internationale vraag naar energie zorgde in het najaar van 2021 namelijk al voor snel stijgende gasprijzen, waardoor de Nederlandse inflatie in november 2021 steeg tot 5%. Mede hierdoor daalde het Nederlandse consumentenvertrouwen tot een dieptepunt, vergelijkbaar met de financiële crisis uit 2008 en het begin van de coronaperiode. Kortom, 2021 leek heel goed te beginnen, maar eindigde met onbehagen. Hieronder worden de voornaamste veranderingen beschreven in de economie, het beleid en de woning-investeringsmarkt die zich sindsdien hebben voorgedaan.

### Een veranderende economie

Nadat 2021 was afgesloten met gemengde emoties over een oververhitte economie en oplopende inflatie, werd in 2022 al snel duidelijk dat de economische vooruitzichten een grimmige wending tegemoet gingen zien. Al snel na de Russische inval in Oekraïne op 24 februari 2022 bleek de geopolitieke spanning de economische vooruitzichten in Nederland hard te raken. De al opgelopen energieprijzen kregen een extra impuls omhoog, waardoor de algehele inflatie rap tot ongekende hoogte steeg. Een inflatie die tussen 2010 en 2020 stabiel gelijk was aan gemiddeld 1,62%, sprong in 2022 tot maar liefst 10,0%. Een ongezien beeld in de afgelopen vijf decennia.

---

<sup>10</sup> Johan Conijn, Victor Meertens en Frans Schilder: Buy-to-let verdringt starter van de koopwoningmarkt, ASRE-Research paper, juli 2019



	Inflatie	Bouwkostenstijging	Kapitaalmarktrente	Huisprijsstijging
<b>Gem. 2010-2020</b>	1,62%	1,85%	1,00%	2,45%
<b>2021</b>	2,70%	4,50%	-0,33%	15,20%
<b>2022</b>	10,0%	9,10%	1,38%	13,60%
<b>2023</b>	3,80%	5,20%	2,51%	-2,80%

Tabel 1- Veranderende indicatoren (2010 – 2023, Bron: CBS)

Inflatie die ook in de woningmarkt snel voelbaar was in de vorm van bijvoorbeeld een opleving van de bouwkosten. Bouwmaterialen werden schaars en daardoor kostbaar, waardoor zowel onderhouds- als nieuwbouwplannen in een ander daglicht kwamen te staan. Ook binnen de bestaande woningvoorraad liet de inflatie zich voelen in de vorm van oplopende rentes. Op 1 januari 2022 stond de 10-jaars kapitaalmarktrente nog op 0,013%, een rentetarieff dat dertig jaar lang gestaag was gedaald van 8,55% in 1992. Dit lage rentepeil zorgde voor eenvoudige toegang tot goedkope financiering voor woningmarktplannen en de langdurige rentedaling zorgde voor veel vertrouwen in de toekomst. De oplopende inflatie zorgde ervoor dat deze rente in de zomer van 2022 steeg tot 2,03% en voorlopig piekte op 3,19% in oktober 2023.

De stagnerende economie en vooral de gestegen rente zorgde voor een omslag op de woningmarkt. Waar de krapte in combinatie met de nog relatief lage rente zorgde voor dubbel-digit kooprijstijgingen in 2021 en 2022, veranderde dit toen ook de hypotheekrente in de loop van 2022 verdubbelde. Een vraaguitval onder kopers (en vooral onder koopstarters) resulteerde in een daling van transactieprizen met 2,80% in 2023. Een prijsdaling die ook voor de huurwoningmarkt van belang bleek, aangezien prijsontwikkeling van de leegwaarde een vast onderdeel vormt van het afwegingskader van investeerders en beleggers in huurwoningen. In paragraaf 2.3 worden de veranderende economische indicatoren meer specifiek vertaald tot effecten op het investeringsklimaat.

### Veranderend beleid

Het jaar 2022 blijkt ook een kantelpunt in het woningmarktbeleid van de Nederlandse overheid. Na een relatief beleidsluwe periode sinds 2014, zijn er vanaf 1 januari 2022 een achttal maatregelen getroffen door de overheid, specifiek gericht op de woningmarkt. Maatregelen die getroffen werden door zowel de rijksoverheid (door verschillende ministeries) als door lokale overheden. Een voorbeeld van deze laatste categorie is de *zelfbewoningsplicht*, die gemeenten sinds 1 januari 2022 kunnen opleggen voor een periode van vier jaar na aankoop. Een maatregel die gericht is op het bedwingen van de opkoop door particuliere beleggers. Deze particuliere woningbeleggers zijn daarnaast ook geraakt door de Overbruggingswet box 3 die in januari 2023 van kracht werd, door de gelijktijdige stijging van het *VpB tarief* en door de Wet excessief lenen die het particulier financieren van vastgoedinvesteringen vanuit *box 2* aan banden legt.

Omdat in deze beschouwing de scope gericht is op institutionele beleggers, is het zaak om vooral beleidsveranderingen voor deze groep beleggers in kaart te brengen. Ook voor deze groep woningbeleggers is het beleid sinds 2022 stapsgewijs versoberd. Zo werd per 1 mei 2022 de *WOZ-cap* ingevoerd in het woningwaarderingssysteem (WWS) voor zelfstandige woningen met een puntentotaal van 142 of meer. Door de weging van de WOZ-waarde binnen dit systeem te maximeren tot 33%, werd de huuropbrengst in voorkomende gevallen beperkt. Deze maatregel raakt uiteraard alle woningbeleggers, particulier en institutioneel. Dit geldt ook voor de verhoging van de *overdrachtsbelasting* die per 1 januari 2023 is doorgevoerd. Voor woningen anders dan het hoofdverblijf werd dit tarief in 2021 al verhoogd van 6% naar 8% en op 1 januari 2023 verder verhoogd tot 10,4%, met als doel om de positie van de koopstarter en doorstromer te verbeteren ten opzichte van vastgoedbeleggers. Echter zal de hogere overdrachtsbelasting met name institutionele

beleggers raken doordat dit type belegger woningen aankoopt voor verhuur en het nieuwe percentage wordt meegenomen in de waardering van woningen. Dit resulteert in een afwaardering omdat de hogere *overdrachtsbelasting* de verwachte waarde drukt.

Vervolgens heeft de ministerraad op 14 juli 2023 besloten om het wetsvoorstel *Versterking Regie op de Volkshuisvesting* voor advies naar de Raad van State te sturen. In dit wetsvoorstel is bijvoorbeeld het doel geformuleerd om twee derde van de nieuwbouw als betaalbare woningen te realiseren. Meer concreet krijgen gemeenten via deze wet de taak om 30% sociale huur in hun nieuwbouwopgave te integreren. Maar wellicht de meest significante beleidsmaatregel voor institutionele beleggers is de *Wet betaalbare huur* die BzK op 6 februari 2024 ter behandeling heeft aangeboden aan de Tweede Kamer. Deze wet voorziet in het reguleren van een gedeelte van de geliberaliseerde huursector. Verder wordt voorgesteld om de maximale huren uit het WWS dwingend op te leggen, zowel voor de gereguleerde als vrije huursector, met als doel om een groter deel van de bestaande middenhuur-voorraad betaalbaar te maken en te houden voor huurders.

### Huurindexatie ter discussie

Naast de veranderingen in de economische omgeving en aanpalend beleid speelt sinds 2023 ook een nieuwe discussie inzake de contractuele huurindexatie (het huurbeding) van huurwoningen onder institutionele beleggers. Op 3 augustus 2023 deed de Rechtbank Amsterdam uitspraak in een zaak die was aangespannen door een Nederlandse institutionele woningbelegger tegen twee van haar huurders in verband met een huurachterstand. Aangezien huurders consumenten zijn, meende de rechtbank echter dat de huurovereenkomst ambtshalve moet worden getoetst aan het Europese en Nederlandse consumentenrecht en in het bijzonder de Richtlijn 93/13 EG (Richtlijn oneerlijke bedingen). De rechtbank oordeelde dat het gangbare huurprijswijzigingsbeding oneerlijk was. Daarbij heeft meegespeeld dat het op grond van dit beding mogelijk is om boven op een verhoging met de inflatiecorrectie ook nog ieder jaar 5% verhoging aan te zeggen. Daardoor is het evenwicht ten nadele van de huurders aanzienlijk verstoord, aldus de rechtbank.

Het gevolg van deze uitspraak is dat het huurprijswijzigingsbeding door de rechtbank buiten beschouwing wordt gelaten. Dat brengt met zich mee dat alle huurverhogingen die vanaf de start zijn berekend aan deze huurder als onrechtmatig zijn aangemerkt. De te veel betaalde huur (onrechtmatige huurverhogingen) dienen volgens de rechtbank te worden verrekend met de toekomstige huurbetalingen. In dit geval is dus een huurachterstand veranderd in een vordering voor de huurder, die afhankelijk van de looptijd van de huurtermijn kan oplopen tot grote bedragen. Deze rechtszaak introduceert een meer generieke discussie over de wetmatigheid van het huurbeding, waardoor er een kans bestaat dat op grotere schaal oude huurverhogingen ter discussie worden gesteld. Een grootschalige terugbetaling van historische huurverhogingen zou zorgen voor een significante financiële tegenvaller onder institutionele beleggers, waardoor hun bereidheid tot investeren in de woningmarkt wordt beperkt.

## 2.3. Gevolgen voor investeringsklimaat

Om de veranderingen uit paragraaf 2.2 te vertalen naar het investeringsklimaat onder institutionele beleggers in de woningmarkt is het belangrijk om het rationeel perspectief te hanteren. Uiteraard is het heel gebruikelijk dat beleggers ook gevoelsmatige aanpassingen doorvoeren in hun beleggingsbeleid wanneer de omstandigheden veranderen. Maar onder institutionele beleggers is het aannemelijk dat de geschetste veranderingen in economie, beleid en woningmarkt in eerste instantie via de herijking van hun beleggingsstrategie worden geabsorbeerd. Woningbeleggingen (en vastgoed in het algemeen) speelt in de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers doorgaans een defensieve rol. Uit

verschillende studies<sup>11&12</sup> blijkt dat institutionele beleggers kiezen voor woningbeleggingen omwille van bijvoorbeeld de veronderstelde diversificatievoordelen, stabiliteit van de huurstromen en de gedeeltelijke afdekking van het inflatierisico. Met andere woorden, institutionele beleggers selecteren woningen niet omwille van het hoogste rendement.

Net als andere beleggingscategorieën zal ook voor woningmarktinvesteringen een vergelijk gemaakt worden tussen het geraamde (verwachte) rendement van een investering versus het risico gebaseerde vereiste rendement. Mits het verwachte rendement deze rendementseis voldoende overtreft, zal een institutionele belegger interesse tonen en houden. De rendementseis wordt doorgaans door middel van gevalideerde financiële basistheorieën uitgewerkt in de praktijk, bijvoorbeeld aan de hand van het nobelprijs winnende Capital Asset Pricing Model (CAPM). Hierin wordt de rendementseis weergegeven als een functie van drie elementen; (1) de risicovrije rentevoet, (2) het systematische risicoprofiel van de investeringscategorie en (3) het rendement op marktrisico. Deze laatste component geldt als de gangbare beloning onder beleggers voor het risico dat gepaard gaat met de investeringsmarkt. De tweede factor bepaalt hoe sterk de blootstelling is van de betreffende investeringscategorie aan dit marktrisico. Met dit concept in het achterhoofd, worden de geschetste veranderingen in de economie, beleid en markt vertaald vanuit het perspectief van een institutionele woningmarktbelegger.

Economische veranderingen beïnvloeden de rendementseis van institutionele beleggers vooral door middel van de rentevoet, factor (1). Wanneer deze stijgt, zoals in de afgelopen twee jaar, zal de rendementseis meestijgen. Het risicoprofiel, factor (2) van woningbeleggingen wordt doorgaans bepaald op langere termijn. Een verandering in de koopprijsontwikkeling en beperkend huurbeleid zal uiteraard hierdoor gaan klinken, maar doorgaans na verloop van tijd. De geopolitieke onzekerheden die zich sinds 2022 voordoen, hebben bovendien ook een mild verhogend effect op het rendement op marktrisico, factor (3). Beleggers verwachten in meer onzekere tijden een hogere beloning voor hun blootstelling aan marktrisico. Kortom, het geëiste rendement zal onder woningbeleggers in de afgelopen jaren zijn gestegen.

Het geraamde (verwachte) rendement op woningbeleggingen is sinds 2022 daarentegen gedaald. Dit verwachte rendement is een functie van de verhouding tussen aankooprijzen (of nieuwbouwsommen) versus de stroom aan toekomstige opbrengsten en kosten. Door de veranderende wetgeving is het perspectief voor toekomstige huuropbrengsten versoerd, terwijl een aantal kostenposten zoals de overdrachtsbelasting juist is gestegen. Daarnaast zorgt de stijging in bouwkosten voor een oploop in onderhoudskosten en zal de rentestijging leiden tot een hogere kostenpost bij het deels financieren van toekomstige woningbeleggingen. Daarnaast vrezen sommige woningbeleggers nog voor een opschaling van de juridische discussie inzake het huurbeding, waardoor er een kans bestaat op een additionele financiële tegenvaller inzake hun bestaande huurwoningportefeuille.

In recente jaren is het verwachte rendement op woningbeleggingen (bestaande en nieuwe woningen) dus gedaald, terwijl het vereiste rendement juist is gestegen. Hierdoor is het investeringsklimaat verslechterd. Alleen wanneer woningen of bouwgrond gunstig kunnen worden ingekocht, kan het verwachte rendement nog omhoog worden bijgesteld om zo het kantelpunt met de rendementseis te passeren. Uiteraard werkt dit alles verschillend uit voor bestaand woningbezit, versus nieuwe aankopen en nieuwbouwinvesteringen. Op hun bestaande woningbezit hebben institutionele woningbeleggers sinds 2022 al moeten afboeken. Deze afboekingen komen tot stand op basis van zowel tussentijdse taxaties als ook door transacties.

---

<sup>11</sup> <https://www.ftadviser.com/investments/2023/09/18/why-institutional-investors-are-eyeing-uk-s-private-rental-sector/>

<sup>12</sup> <https://www.inrev.org/system/files/2020-04/INREV-Long-term-investment-for-Europes-future-2020-Report.pdf>

De verkooptransacties die beleggers sinds 2022 hebben uitgevoerd hebben laten zien met welke marktwaarden moet worden gerekend. Verkopen vinden jaarlijks plaats, maar zijn sinds 2022 soms ook ingegeven door de tanende ambities onder institutionele beleggers die geconfronteerd worden met de beperkingen van hun vastgoedallocaties. De stijging van het algehele rentepeil heeft de waarde van aandelen en obligaties wereldwijd doen dalen, waardoor de vastgoedallocaties van institutionele beleggers op een passieve wijze en ongewild zijn gestegen tot boven de beoogde streefcijfers, het zogenoemd noemer-effect. Voor een verdere uitleg van het noemer-effect wordt verwezen naar paragraaf 3.2.

### 3. Positie en verwachtingen institutionele beleggers

In dit hoofdstuk wordt de positie, de ontwikkeling en de verwachting van institutionele beleggers beschreven die investeren in Nederlandse huurwoningen. In de eerste paragraaf wordt een eerste overzicht gegeven van institutionele beleggers, opgedeeld naar binnenlandse en buitenlandse partijen. De tweede paragraaf gaat verder in op de binnenlandse institutionele beleggers en de derde paragraaf beschrijft de buitenlandse institutionele beleggers.

#### 3.1. Overzicht institutionele beleggers

In Nederland beleggen zowel binnenlandse als buitenlandse institutionele beleggers in huurwoningen. Voor deze beschouwing is aangesloten bij de ledenlijst van de Vereniging van institutionele beleggers in vastgoed, Nederland (afgekort IVBN). De IVBN bevordert een evenwichtig investeringsklimaat voor vastgoed, een goede marktwerking en behartigt de belangen van institutionele beleggers in Nederland. In bijlage A is het overzicht opgenomen van de organisaties die aangesloten zijn bij de IVBN. Daarbij is een onderscheid gemaakt naar:

- 1) leden die beleggen in Nederlandse huurwoningen waarvan voldoende openbare gegevens beschikbaar zijn;
- 2) leden die beleggen in Nederlandse huurwoningen waarvan onvoldoende openbare gegevens beschikbaar zijn;
- 3) leden die niet (direct) beleggen in Nederlandse huurwoningen.

De hieronder gepresenteerde tabel en cijfers hebben betrekking op institutionele beleggers die vallen onder de eerste categorie. Informatie over institutionele beleggers die vallen onder de tweede of derde categorie zijn niet opgenomen in de gepresenteerde cijfers in dit hoofdstuk.

Organisatie	Nationaliteit	Aantal woningen
Achmea Real Estate	Nederland	25.545
Altera Vastgoed	Nederland	5.762
Amvest	Nederland	22.000
a.s.r. real estate	Nederland	5.520
Bouwinvest Real Estate Investors	Nederland	18.820
BPD Woningfonds	Nederland	1.027
European Residential Management	Canada	6.900
Greystar	Verenigde Staten	8.828
Heimstaden	Zweden	13.351
MN	Nederland	4.729
Vesteda	Nederland	27.661
Totaal		140.143

Tabel 2 - Verdeling woningbezit institutionele beleggers

De in de bovenstaande tabel opgenomen leden van de IVBN zijn hoofdzakelijk vastgoedvermogensbeheerders. Dat wil zeggen dat zij het vermogen beleggen en de huurwoningen beheren namens pensioenfondsen en verzekeraars. Dat kan door middel van woningbeleggingsfondsen, waarvan Vesteda een voorbeeld is, of door middel van eigen

woningportefeuilles, zoals bijvoorbeeld het geval bij de pensioenfondsen Metaal & Techniek en Rail & OV. In totaal beheren de in de tabel opgenomen institutionele beleggers ongeveer 140.000 Nederlandse huurwoningen. De binnenlandse institutionele beleggers beheren 79% van het totaal aantal woningen en de buitenlandse institutionele beleggers beheren 21%.

Op basis van informatie van de IVBN komt het totaal door haar leden beheerde aantal huurwoningen per 1 januari 2023 uit op ongeveer 165.000. Daarmee beheren de leden die onder de tweede categorie vallen, zoals opgenomen in bijlage A ongeveer 25.000 huurwoningen. In totaal beheren de IVBN-leden ongeveer 5% van het totaal aantal huurwoningen in Nederland. Volgens de IVBN hebben haar leden de afgelopen vijf jaar 45.000 nieuwe huurwoningen toegevoegd aan de woningmarkt. Daarmee hebben ze substantieel bijgedragen aan de totale landelijke woningbouwproductie.

Institutionele beleggers hebben een lange traditie van investeren in de Nederlandse woningmarkt. Sinds decennia beleggen pensioenfondsen en verzekeraars hun vermogen in Nederlandse huurwoningen. Op basis van informatie van De Nederlandsche Bank beleggen Nederlandse pensioenfondsen relatief veel in woningen: "Het directe vastgoed en indirect via gerelateerde Nederlandse beleggingsfondsen aangehouden vastgoed van pensioenfondsen betreft relatief vaak woningen. Minder dan een derde betreft kantoren, winkelpanden en overig vastgoed". Tot 2022 hebben de beleggingen in Nederlandse huurwoningen van institutionele beleggers goede rendementen gerealiseerd. Een veel gebruikte benchmark voor het rendement op Nederlandse woningen is de MSCI Nederlandse woningindex (zie onderstaande tabel). Op basis van de MSCI Nederlandse woningindex bedraagt het rendement over de periode 2013 tot en met 2022 10,4% op jaarbasis. Vanaf 2022 zijn de behaalde rendementen aanzienlijk lager en op onderdelen zelfs negatief.

	Direct rendement	Waardeontwikkeling	Totaal rendement
<b>2022</b>	2,6%	-1,0%	1,6%
<b>2021</b>	2,9%	12,2%	15,4%
<b>2020</b>	2,9%	5,3%	8,3%
<b>2019</b>	3,2%	10,1%	13,6%
<b>2018</b>	3,4%	14,7%	16,9%
<b>3-jaar (2019 - 2022)</b>	2,8%	5,4%	8,3%
<b>5-jaar (2017 - 2022)</b>	3,0%	8,1%	11,3%
<b>10-jaar (2013 - 2022)</b>	3,6%	6,5%	10,4%

Tabel 3 - MSCI Nederlandse woningindex<sup>13</sup>

### 3.2. Binnenlandse institutionele beleggers

Binnenlandse institutionele beleggers in huurwoningen zijn ofwel woningbeleggingsfondsen ofwel pensioenfondsen en verzekeraars zelf. Bij woningbeleggingsfondsen investeren voornamelijk Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars in een fonds om gezamenlijk te beleggen in Nederlandse huurwoningen. Door tussenkomst van een vastgoedfonds wordt deze manier van beleggen indirect genoemd. Voorbeelden van woningbeleggingsfondsen zijn het woningfonds van Altera Vastgoed, het Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund en Vesteda. Voor een gedetailleerd beeld van

<sup>13</sup> Annual report Altera 2022

binnenlandse institutionele beleggers zijn in hoofdstuk 4 case studies opgenomen van het Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund en Vesteda.

Er zijn ook Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars die rechtstreeks, zonder tussenkomst van een fonds, beleggen in huurwoningen. Deze vorm van beleggen wordt direct genoemd. Voorbeelden zijn de pensioenfondsen Landbouw, Metaal & Techniek, Rabobank, Rail & OV en verzekeraar Achmea. Cijfers van De Nederlandsche Bank (afgekort DNB) geven aan dat eind 2022 € 7,6 miljard direct geïnvesteerd is in woningen door Nederlandse pensioenfondsen. Indirect, dus via beleggingsfondsen, is eind 2022 € 28,2 miljard geïnvesteerd in Nederlandse huurwoningen. Daarmee beleggen Nederlandse pensioenfondsen ongeveer 80% via woningbeleggingsfondsen en 20% direct. Voor Nederlandse verzekeraars zijn geen concrete cijfers beschikbaar maar het beeld is dat deze verzekeraars ook voornamelijk indirect in woningen beleggen. Het beheer van een woningbeleggingsfonds of een directe woningportefeuille is uitbesteed aan een vastgoedvermogensbeheerder, zoals Achmea Real Estate, Amvest, a.s.r. real estate en CBRE Investment Management.

### Noemer-effect

Institutionele beleggers hanteren bandbreedtes waarbinnen de verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties en vastgoed, zich dienen te bevinden. Als een beleggingscategorie buiten een bandbreedte valt, wordt er door middel van aan- en/of verkopen bijgestuurd. In 2022 behaalden pensioenfondsen en verzekeraars op alle beleggingscategorieën negatieve rendementen. Een combinatie van negatieve rendementen kan ertoe leiden dat er een zogenoemde overweging naar vastgoedbeleggingen ontstaat. Dit is het geval als andere beleggingscategorieën, vooral aandelen en obligaties, sterker in waarde dalen dan de vastgoedbeleggingen. Dit staat bekend als het noemer-effect. Zoals uit onderstaande tabel blijkt is de weging naar de categorie vastgoed binnen de totale beleggingsportefeuille van pensioenfondsen de afgelopen jaren toegenomen. Enerzijds door de stijging van de omvang van de vastgoedbeleggingen en anderzijds door de daling van de omvang van de totale beleggingsportefeuille.

	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/09/2023
Vastgoedbeleggingen (x € miljard)	140	170	158	150
Totaal beleggingen (x € miljard)	1.560	1.749	1.496	1.538
Weging Vastgoed van Totaal (%)	9,0%	9,7%	10,5%	9,8%

Tabel 4 - Weging vastgoedbeleggingen pensioenfondsen

Aan het eind van 2020 beleggen Nederlandse pensioenfondsen in totaal ongeveer € 140 miljard in vastgoed. Dat is 9% van de totale beleggingsportefeuille van pensioenfondsen. Eind 2021 beleggen pensioenfondsen € 170 miljard in vastgoed, met een weging van 9,7%. De groei van de weging komt door een forsere toename van de vastgoedbeleggingen ten opzichte van de totale beleggingen. Eind 2022 beleggen pensioenfondsen € 158 miljard in vastgoed, met een weging van 10,5%. Terwijl de omvang van de vastgoedbeleggingen is afgenomen, is de weging toegenomen door de daling van de omvang van de totale beleggingsportefeuille, het eerder besproken noemer-effect. Aan het eind van het derde kwartaal van 2023 is de weging gedaald door met name een stijging van de totale beleggingen.

Door het noemer-effect kunnen pensioenfondsen en verzekeraars de omvang van hun vastgoedbeleggingen neerwaarts bijstellen. Doordat deze partijen relatief veel in Nederlandse woningen beleggen, kan dit ook effect hebben op de beschikbaarheid van kapitaal voor Nederlandse huurwoningen. Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars kunnen hierdoor hun bestaande beleggingen in Nederlandse huurwoningen afbouwen en/of niet verder uitbreiden. Het lijkt erop dat deze situatie zich voordoet bij enkele binnenlandse institutionele beleggers.

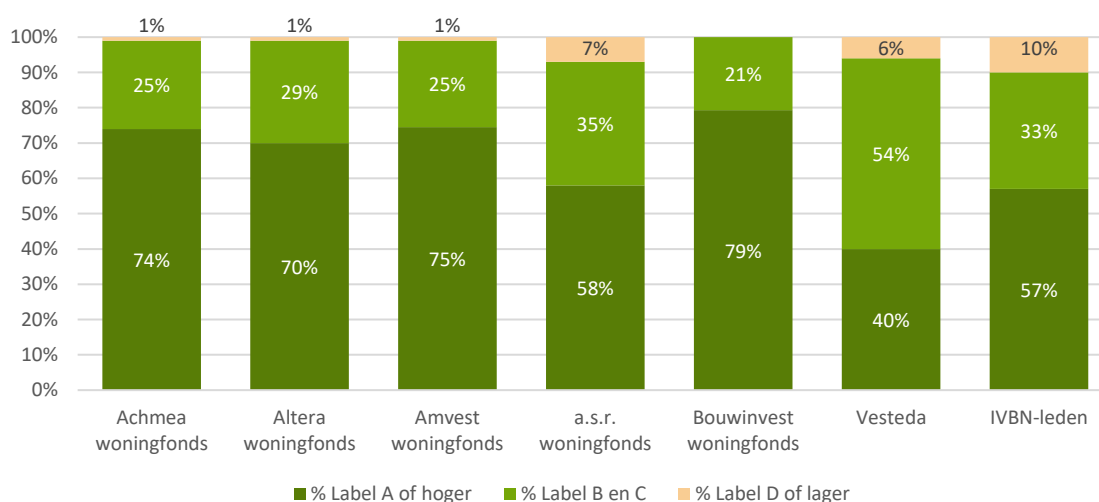
## Woningportefeuille

De binnenlandse institutionele beleggers hebben de afgelopen jaren veel nieuwe huurwoningen gebouwd, zoals ook al eerder vermeld in de eerste paragraaf. Dat is onder andere zichtbaar door de relatieve jonge portefeuille van institutionele woningbeleggingsfondsen. In onderstaande tabel is te zien dat, voor vier Nederlandse woningfondsen met beschikbare data, het aandeel woningen jonger dan vijftien jaar gemiddeld 64% is (ongewogen).

Organisatie	Jonger dan 15 jaar	Ouder dan 15 jaar
Altera woningfonds	70%	30%
Amvest woningfonds	78%	22%
a.s.r. woningfonds	46%	54%
Bouwinvest woningfonds	60%	40%

Tabel 5 - Aandeel woningen jonger dan 15 jaar en ouder dan 15 jaar

Daarnaast wordt er veel aandacht besteed aan de duurzaamheid van de woningen. Het aantal nieuw gebouwde huurwoningen in de afgelopen jaren en de aandacht voor duurzaamheid komt onder andere tot uitdrukking in het hoge aantal woningen met energielabel A van de institutionele woningfondsen. Zie onderstaande figuur voor de verdeling van de energielabels van de institutionele woningbeleggingsfondsen.



Figuur 5 - Verdeling energielabels woningbeleggingsfondsen

## Middenhuurregulering

De reacties van binnenlandse beleggers op de aangekondigde regulering van de middenhuur zijn wisselend. In de basis zijn de binnenlandse institutionele beleggers geen voorstander van de aanstaande regulering maar zijn zij wel geïnteresseerd aan betaalbaar wonen voor de middeninkomens. De financiële impact op de bestaande woningportefeuilles lijkt beperkt te zijn. Dit komt met name door de jonge leeftijd van de woningportefeuilles en de energiezuinigheid.

Onderstaand enkele reacties uit Het Financieel Dagblad van maart 2023 namens pensioenfonds Metaal & Electro en verzekeraar a.s.r. Beide beleggen direct of indirect in Nederlandse huurwoningen. "Ook voor PME, dat over de bestaande woningen een rendement van 3,5% tot 4% behaalt, wordt het steeds moeilijker om nieuwe investeringen rond te rekenen,



*erkent Andringa. Maar dat ligt volgens hem niet zo zeer aan de huurregels van De Jonge. De impact daarvan is voor het fonds verwaarloosbaar (min 0,05%), omdat de huren bij PME grotendeels al in lijn zijn met de regels van het puntenstelsel.”*

*“Toch ziet ook PME wel een knelpunt: de financiering van de verduurzaming van huurwoningen, bijvoorbeeld door isolatie. De Jonge stimuleert dat door hogere huren voor woningen met hogere energielabels toe te staan, wat tot € 300 per maand per woning kan schelen. “Een mooie beloning voor verduurzaming”, vindt Andringa. Maar het pensioenfonds pleit ervoor vastgoedeigenaren daarnaast ook extra financiële ruimte te geven als zij van plan zijn om de energiezuinigheid van een woning met een laag label te verbeteren. Bijvoorbeeld door tijdelijk een hogere maximale huurstijging toe staan: de gemiddelde cao-stijging plus 2%, in plaats van plus 0,5%.”*

*“Verzekeraar a.s.r. met ongeveer €1 mrd aan huurwoningen in het middensegment, waarschuwde dat het wetsvoorstel een bedreiging vormt voor de woningbouw. “Zodra dit voorstel daadwerkelijk ingevoerd zou gaan worden, moeten wij ons beraden of we nog wel op dezelfde schaal blijven investeren in middenhuur”, zei a.s.r.-bestuursvoorzitter Jos Baeten.”*

In de case studies in hoofdstuk 4 is meer informatie opgenomen over de mogelijke effecten van de voorgenomen regulering van de middenhuur. Middenhuur maakt steeds vaker onderdeel uit van het maatschappelijk verantwoord beleggen (afgekort MVB) beleid van binnenlandse institutionele beleggers en de bijdrage aan de duurzame ontwikkelingsdoelstellingen van de Verenigde Naties (afgekort SDG's). Als voorbeeld: in het jaarverslag 2022 van pensioenfonds Metaal & Techniek worden de beleggingen in middenhuurwoningen toegerekend aan het impactthema betaalbare huisvesting. Een ander voorbeeld is het recente initiatief van ABP en BpfBOUW die gaan samenwerken om een portefeuille betaalbare (zorg)woningen op te bouwen in het sociale en het lage middenhuursegment.

### Verwachtingen

Op basis van de lange beleggingshistorie, de goede rendementen die Nederlandse huurwoningen hebben genereerd en de naar verwachting beperkte negatieve financiële invloed van de aanstaande regulering van de middenhuur op de woningportefeuilles, is de verwachting dat binnenlandse institutionele beleggers actief blijven. Het beleggen in middenhuur woningen vormt steeds vaker een vast onderdeel van de beleggingsstrategie en het MVB beleid van deze partijen. Zij zullen naar verwachting een blijvende rol spelen bij het ontwikkelen en verhuren van met name nieuwe middenhuur en geliberaliseerde woningen.

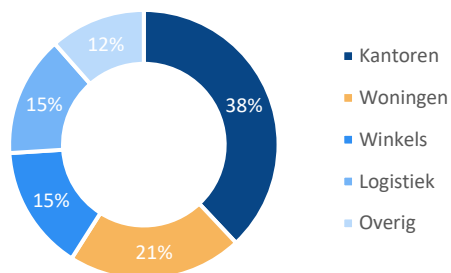
Op de kortere termijn kan het noemer-effect een rem zetten op de beschikbaarheid van kapitaal dat door binnenlandse institutionele beleggers wordt bestemd voor Nederlandse huurwoningen. Dit kan gevolgen hebben voor het kapitaal dat beschikbaar is voor nieuwbouw en de behoefte om bestaande huurwoningen te verkopen om middelen vrij te maken. Het vrijmaken van middelen kan door middel van het zogenoemde uitponding, het verkopen van leeggekomen huurwoningen aan eigenaar-bewoners of door complexgewijze verkoop. Het succes van complexgewijze verkopen hangt onder andere af van de interesse van particuliere en buitenlandse institutionele beleggers. Door de hogere rente, de fiscale maatregelen voor particuliere beleggers en de aanstaande regulering van de middenhuur, kan de interesse bij deze potentiële kopers beperkt zijn. Een nog onbekende factor is het verloop van de discussie omtrent het huurbeding, zoals beschreven in hoofdstuk 2.

### 3.3. Buitenlandse institutionele beleggers

Buitenlandse institutionele beleggers in huurwoningen zijn ofwel woningbeleggingsfondsen ofwel pensioenfondsen en verzekeraars zelf. Dit is vergelijkbaar met binnenlandse institutionele beleggers. De verhouding tussen deze twee

vormen van beleggen, direct of indirect, zijn door gebrek aan openbare informatie niet voorhanden. Voor een gedetailleerd beeld van buitenlandse institutionele beleggers zijn in hoofdstuk 4 case studies opgenomen van Heimstaden en European Residential REIT, twee grote buitenlandse beleggers in Nederlandse huurwoningen.

In het algemeen hebben buitenlandse institutionele beleggers een minder lange traditie van het beleggen in huurwoningen. Onderstaande figuur geeft inzicht in de sector allocatie van Europees vastgoed. Het aandeel woningen in Europa ligt met 21% beduidend lager dan in Nederland waar ruim 60% van het institutionele kapitaal belegd is in woningen. De laatste jaren is dit aandeel aanzienlijk toegenomen.



Figuur 6 - Sector allocatie Europees vastgoed (Bron: CBRE Investment Management)

De buitenlandse institutionele beleggers die lid zijn van de IVBN en beleggen in woningen zijn nog niet zo lang actief in Nederland. In onderstaande tabel een overzicht van deze partijen en het jaar waarin ze actief zijn geworden in Nederland.

Organisatie	Actief in Nederlands sinds
Catella IM Benelux	2017
European Residential REIT	2016
Greystar	2015
Heimstaden Bostad	2019
Patrizia Netherlands	2009

Tabel 6 – Eerste jaar van activiteit buitenlandse institutionele beleggers

### Leverage-effect

Een duidelijk onderscheid tussen de binnenlandse en buitenlandse institutionele beleggers is het gebruik van vreemd vermogen financiering (afgekort leverage). Zoals uit onderstaande tabel blijkt, maken binnenlandse institutionele woningfondsen eind 2022 geen tot beperkt gebruik van leverage, gemiddeld 7%. Buitenlandse institutionele beleggers gebruiken meer leverage, gemiddeld 53%, om hun woningportefeuilles te financieren (zie tabel op de volgende pagina).

Binnenlandse woningfondsen	Leverage	Buitenlandse beleggers	Leverage
Achmea Real Estate woningfonds	0%	European Residential REIT	56%
Altera woningfonds	0%	Heimstaden Bostad	50%
Amvest woningfonds	20%		
a.s.r. real estate woningfonds	0%		
Bouwinvest woningfonds	0%		
Vesteda	23%		
<b>Gemiddeld</b>	<b>7%</b>		<b>53%</b>

Tabel 7 - Leverage institutionele beleggers

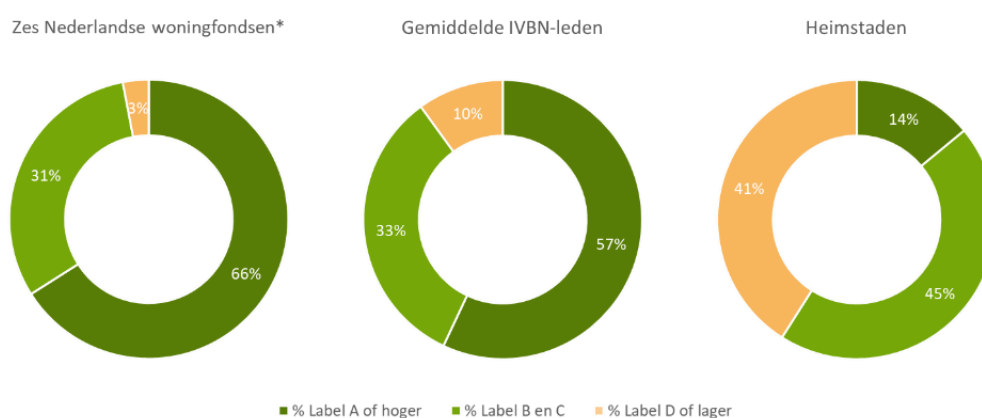
Het voordeel van leverage is dat minder eigen middelen nodig zijn om te investeren in vastgoed. Daarnaast kan leverage het rendement op de eigen geïnvesteerde middelen versterken als de rente laag is en de waardeontwikkeling van vastgoed positief. Het nadeel is dat ten tijde van een stijgende rente en een negatieve waardeontwikkeling van vastgoed, leverage het negatieve rendement op de eigen middelen versterkt. Onderstaand een eenvoudig rekenvoorbeeld waarbij het effect wordt weergegeven van een stijgende rente op het rendement op de eigen middelen van een investeerder in één woning in enig jaar.

Bij een rentepercentage van 2% is het rendement dat een investeerder met leverage realiseert 3,5%. Dat ligt 0,7% hoger dan het rendement van een investeerder die geen leverage gebruikt. Als de rente stijgt naar 3%, daalt het rendement met leverage naar 2,5%, terwijl het rendement op de eigen middelen zonder leverage 2,7% blijft. Het rendement met leverage is dan 0,2% lager. Bij een rente van 4% neemt het verschil toe tot 1,3% in het voordeel van de investeerder zonder leverage. Het gebruik van leverage maakt de rendementen beweeglijker, zowel in positieve als in negatieve zin.

Leverage rekenvoorbeeld			
<u>Uitgangspunten</u>			
Huur per jaar (€ 1.000 per maand):	12.000		
Operationele kosten als % van de huur:	20%		
Waarde van de woning (in verhuurde staat):	350.000		
Financiering als % van de waarde van de woning:	50%		
Rentepercentage financiering	2%	3%	4%
Huurinkomsten per jaar	12.000	12.000	12.000
Operationele kosten	-2.400	-2.400	-2.400
Netto huurinkomsten	9.600	9.600	9.600
Rentekosten	-3.500	-5.250	-7.000
Resultaat	6.100	4.350	2.600
Rendement op eigen middelen <u>met</u> leverage	3,5%	2,5%	1,5%
Rendement op eigen middelen <u>zonder</u> leverage	2,7%	2,7%	2,7%
Vershil	0,7%	-0,2%	-1,3%

## Woningportefeuille

De woningportefeuilles van buitenlandse institutionele beleggers zijn opgebouwd uit de aankoop van bestaande woningportefeuilles en nieuwbouw- en herontwikkelingsprojecten. Twee van de grootste buitenlandse institutionele beleggers, Heimstaden en European Residential REIT hebben voornamelijk bestaande woningportefeuilles gekocht de afgelopen jaren. Zie voor meer informatie over hun woningportefeuilles de case studies in hoofdstuk 4. In vergelijking met de Nederlandse institutionele woningfondsen bezitten de buitenlandse institutionele beleggers relatief meer oud en minder duurzaam bezit. Onderstaande figuur laat de verdeling van energielabels zien voor de zes Nederlandse woningfondsen (ongewogen gemiddelde van de Nederlandse woningfondsen uit figuur 5), het gemiddelde van de IVBN-leden en Heimstaden. Voor de andere buitenlandse beleggers is geen openbare data beschikbaar over de verdeling van energielabels. Uit onderstaande figuur is op te maken dat de Nederlandse woningbeleggingsfondsen duurzamer bezit in portefeuille hebben in vergelijking met Heimstaden. Zowel de energielabel categorieën van de zes Nederlandse woningfondsen als het gemiddelde van de IVBN-leden ligt significant hoger dan die van Heimstaden.



Figuur 7 - Vergelijking energielabels (\*Ongewogen gemiddelde van zes Nederlandse woningfondsen uit figuur 5)

Andere buitenlandse institutionele beleggers, zoals Catella, Greystar en Patrizia hebben ofwel bestaande woningen gekocht ofwel nieuwbouw- en herontwikkelingsprojecten. Als voorbeeld is Catella actief met de ontwikkeling van energiepositieve gebouwen. Dat zijn woningcomplexen met circa 70 tot 100 woningen die niet alleen energieneutraal zijn, maar energie opwekken en de overtollige stroom terug leveren aan het stroomnet. Catella heeft ook kantoorgebouwen gekocht om te transformeren naar woningen, zoals in Dordrecht, Nieuwegein en Rijswijk in 2020.

Greystar is sinds 2015 actief in Nederland en één van de initiatiefnemers van de ontwikkeling en realisatie van het concept Our Domain in Amsterdam Zuidoost. Op basis van informatie op de website van Greystar heeft deze buitenlandse institutionele belegger per 1 januari 2021 circa 7.800 woningen in portefeuille, waarvan 4.800 in exploitatie, 600 in aanbouw en 3.000 in ontwikkeling. Een goed voorbeeld is de aankoop in september 2022 van 592 nieuw te bouwen appartementen, waarvan 415 woningen in het middeldure huursegment, in Amsterdam Zuidoost.

## Middenhuurregulering

De reacties van Heimstaden en European Residential REIT zijn opgenomen bij de case studies in hoofdstuk 4. Beide buitenlandse institutionele beleggers uiten zich negatief over de voorgenomen regulering. Op basis van een reactie van Patrizia uit juli 2023 kan geconcludeerd worden dat ook zij geen voorstander zijn van de regulering van de middenhuur. Dit heeft met name te maken met de te lage rendementen op investeringen in huurwoningen door de combinatie van hoge grondprijzen, forse bouwkosten en de neerwaartse druk op de huren door de voorgenomen regulering. Ook de veranderingen van de regulering in Nederland en de fiscale behandeling vergroot de onzekerheid om te beleggen in de Nederlandse huurwoningmarkt ten opzichte van andere Europese woningmarkten.

Greystar geeft aan dat de voorgenomen regulering van de middenhuur een negatieve financiële impact zal hebben van ongeveer 2% van de huurinkomsten. Dat komt mede doordat de woningportefeuille van Greystar in Nederland al voor ruim 70% gereguleerd is. Maar ondanks dat de portefeuille van Greystar er minder financieel nadeel van heeft, is het oordeel niet positief. De bereidheid om te investeren in verbetering van de kwaliteit en duurzaamheid bij oudere portefeuilles zal erdoor afnemen. Ook kan het de productie van nieuwe huurwoningen afremmen.

### Verwachtingen

De negatieve financiële invloed van de aanstaande regulering van de middenhuur op de woningportefeuilles van buitenlandse institutionele beleggers zal wisselen per belegger. De woningportefeuilles van deze partijen zijn een combinatie van oudere minder energiezuinige woningen en nieuwbouw en/of transformaties. Daarnaast zal de aantrekkelijkheid van woningmarkten buiten Nederland worden afgezet tegen de Nederlandse woningmarkt. Ondanks dat de aanstaande regulering van de middenhuur naar verwachting beperkt financieel effect zal hebben op Nederlandse institutionele woningbeleggers (zie case studies) is het mogelijk dat de regulering van de middenhuur tot terughoudendheid leidt bij buitenlandse beleggers om nog langer te investeren in Nederland. De focus van buitenlandse institutionele beleggers kan ook verlegd worden naar het segment boven de middenhuur, waardoor de nieuwbouw afneemt voor dit segment.

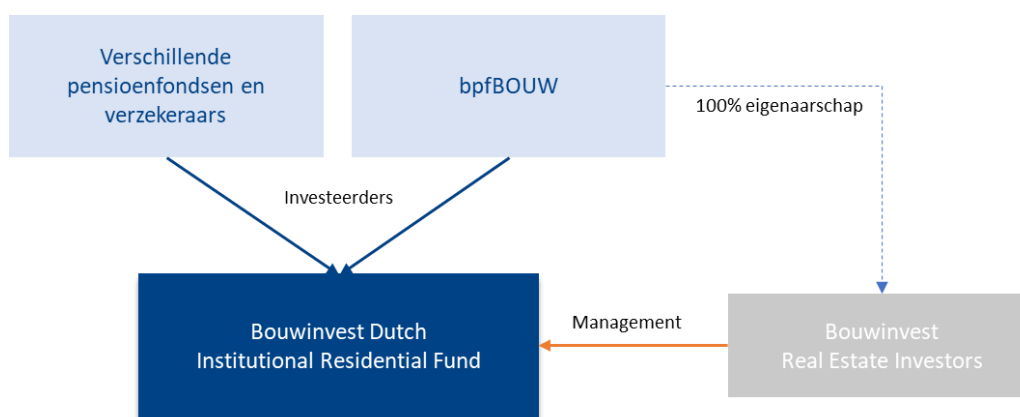
Op de korte termijn kan het leverage-effect een rem zetten op de beschikbaarheid van kapitaal dat door buitenlandse institutionele beleggers wordt bestemd voor Nederlandse huurwoningen. Dit kan gevolgen hebben voor het kapitaal dat beschikbaar is voor nieuwbouw en de behoefte om bestaande huurwoningen te verkopen om middelen vrij te maken. Het vrijmaken van middelen kan door middel van het zogenaemde uitponding, het verkopen van leeggekomen huurwoningen aan eigenaar-bewoners of door complexgewijze verkoop. Het succes van complexgewijze verkopen hangt onder andere af van de interesse van particuliere beleggers. Door de hogere rente, de fiscale maatregelen voor particuliere beleggers en de aanstaande regulering van de middenhuur, kan de interesse bij deze potentiële kopers beperkt zijn. Een nog onbekende factor is het verloop van de discussie omtrent het huurbeding, zoals beschreven in hoofdstuk 2.

## 4. Case studies

In dit hoofdstuk zijn vier case studies uitgewerkt van vier grote institutionele woningbeleggers. Twee Nederlandse beleggers, het Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund en Vesteda en twee buitenlandse beleggers, Heimstaden en European Residential REIT. Alle informatie in de case studies is gebaseerd op openbare bronnen.

### 4.1 Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund

Het Bouwinvest Dutch Institutional Residential Fund (afgekort Bouwinvest woningfonds) is een woningfonds onder beheer van Bouwinvest Real Estate Investors (afgekort Bouwinvest). Bouwinvest is een dochteronderneming van pensioenfondsen voor de Bouwnijverheid (afgekort bpfBOUW). In het Bouwinvest woningfonds investeert bpfBOUW en verschillende andere voornamelijk Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars.



Figuur 8 - Versimpelde fonds- en organisatiestructuur Bouwinvest<sup>14</sup>

#### Woningportefeuille

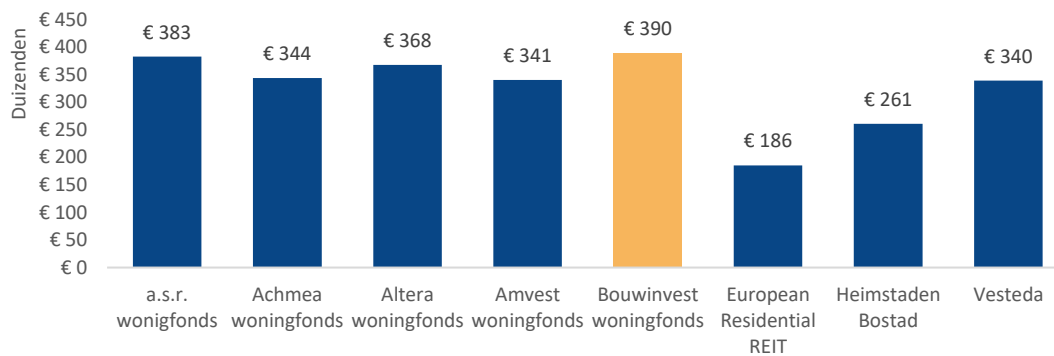
De woningportefeuille van het Bouwinvest woningfonds heeft eind 2022 een omvang van € 7,6 miljard bestaande uit bijna 19.000 woningen. Sinds 1952 speelt het Bouwinvest woningfonds een actieve rol op de Nederlandse vastgoedmarkt<sup>15</sup>. Het woningfonds investeerde in deze jaren in grotere en kleinere vastgoedprojecten in Nederland. Enkele grotere investeringen omvatten de aankoop van een ontwikkelingsproject met 300 huizen in Amsterdam Noord en de verwerving van 224 appartementen in Den Bosch in 2014. In 2018 breidde het Bouwinvest woningfonds haar portefeuille uit met de aankoop van 449 woningen op de NDSM-werf in Amsterdam, gevolgd door de aankoop van 316 woningen in Delft in 2019. Wat kenmerkend is aan de investeringen van het Bouwinvest woningfonds, is dat het vrijwel allemaal nieuwbouw- of ontwikkelprojecten betreft. Van de hierboven genoemde aankopen is alleen de aankoop in Delft in 2019 geen nieuwbouwproject.

Het bezit van het Bouwinvest woningfonds vertegenwoordigt ongeveer 11% van het totaal aantal huurwoningen in bezit van de IVBN-leden. De gemiddelde huurinkomsten per woning ligt op € 1.203 en de bezettingsgraad van het woningfonds is 98,4%<sup>16</sup>. De gemiddelde waarde per woning eind 2022 ligt met € 390.038 hoger dan de meeste andere institutionele woningbeleggers in Nederland (zie figuur 9 op de volgende pagina).

<sup>14</sup> Annual report Bouwinvest 2022

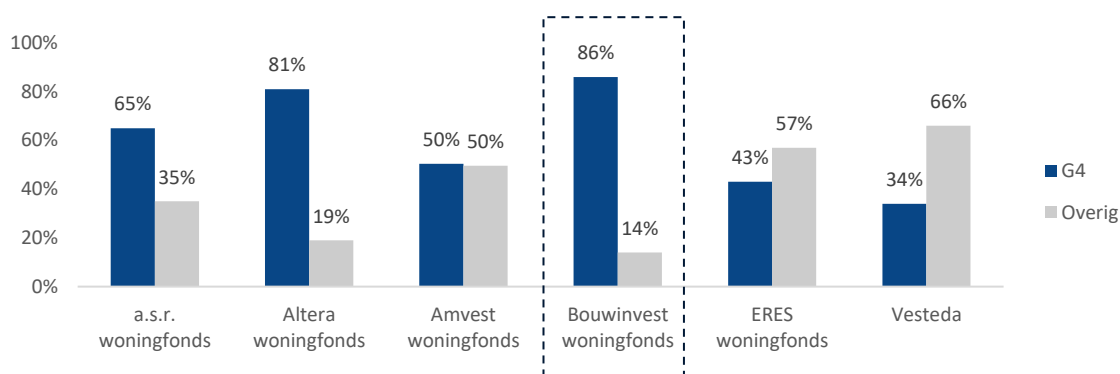
<sup>15</sup> <https://www.zorgzaamwonen.nl/artikel/partner-aan-het-woord-bouwinvest>

<sup>16</sup> Bouw Invest Dutch Institutional Residential Fund, annual report 2022.



Figuur 9 - Gemiddelde waarde van woningen in de portefeuille

De woningportefeuille van het Bouwinvest woningfonds bestaat geheel uit groene energielabels. 79% van de portefeuille heeft een label A of hoger en 21% heeft een label C of hoger. De verdeling van energielabels van de woningportefeuille van alle IVBN-leden bestaat voor 57% uit label A of hoger, 33% tussen label C en B en 10% gelijk aan of lager dan label D<sup>17</sup> (zie figuur 7 in paragraaf 3.3). De concentratie naar de vier grootste steden van Nederland (afgekort G4) van het Bouwinvest woningfonds ligt, zoals te zien is in figuur 10, hoger dan vergelijkbare Nederlandse institutionele woningfondsen.



Figuur 10 - G4 concentratie

## Financieel

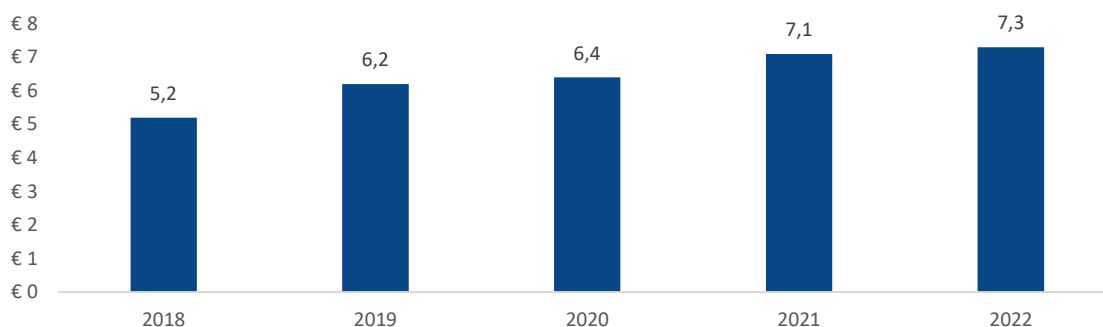
Het Bouwinvest woningfonds heeft over 2022 een totaal rendement behaald van 0,6%. Het totaal rendement over 2021 lag significant hoger op 11,1%<sup>18</sup>. Het aantal woningen in de portefeuille is gestegen met 686 (3,9%), consistent met de 3,8% - 4,0% die in de jaren ervoor gerealiseerd zijn<sup>19</sup>. Zie figuur 11 op de volgende pagina voor het verloop van de omvang van de woningportefeuille over de jaren 2018 tot en met 2022.

Het Bouwinvest woningfonds maakt geen gebruik van vreemd vermogen bij de financiering van de woningportefeuille. Zodoende heeft het woningfonds een solvabiliteit (de verhouding tussen het eigen vermogen en vreemd vermogen) van 100%. Daarnaast zijn de Loan-to-Value (de verhouding tussen de waarde van de vastgoedportefeuille en de uitstaande schuld) en de rentedekkingsgraad (Interest Coverage Ratio, afgekort ICR) ook nul. De ICR geeft aan in hoeverre de rente op de uitstaande schuld betaald kan worden uit de inkomsten. Ook de ICR van het Bouwinvest woningfonds is nul als gevolg van het ontbreken van vreemd vermogen.

<sup>17</sup> IVBN, infographic woningmarkt (2023)

<sup>18</sup> Bouwinvest Real Estate Investors B.V., Annual Report (2022)

<sup>19</sup> Bouw Invest Dutch Institutional Residential Fund, annual report 2022.



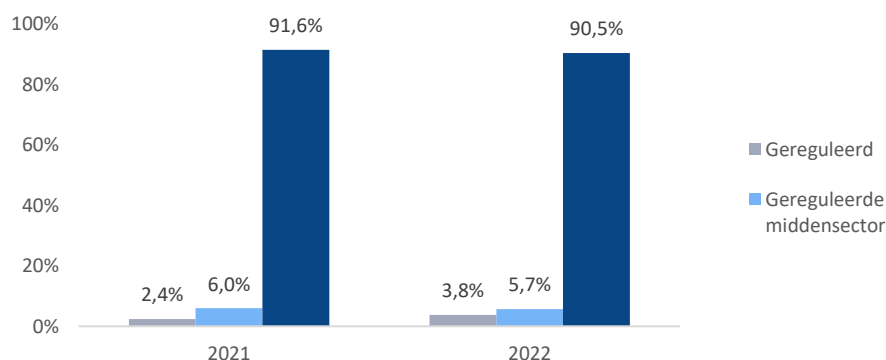
Figuur 11 - Geïnvesteerd kapitaal door Bouwinvest in miljard Euro

Het woningfonds voert een gematigd huurbeleid. Waar de maximale huurstijging in de vrije sector (2018) tussen de 3,9% en 5,4% bedroeg<sup>20</sup>, verhoogde het Bouwinvest woningfonds de huren met inflatie met een opslag percentage van 1%. In 2019 was dat een opslagpercentage van 0,5%. In 2020 besloot het Bouwinvest woningfonds vanwege de gevolgen van COVID-19 af te zien van huurverhogingen en deze onbepaalde tijd uit te stellen<sup>21</sup>.

### Gevolgen middenhuurregulering

Het wetsvoorstel Betaalbare huur zal ook impact hebben op het Bouwinvest woningfonds. In het jaarverslag noemt het woningfonds het wetsvoorstel en wordt op basis van de gemiddelde omloopsnelheid een schatting van de impact beschreven. Het Bouwinvest woningfonds verwacht een negatief effect op de bruto huuromzet van -0,23% in het eerste jaar. Het effect in het eerste jaar is nog beperkt omdat het wetsvoorstel alleen van kracht is op nieuwe huurovereenkomsten. Over de volgende jaren zal het effect van het wetsvoorstel groter zijn voor het Bouwinvest woningfonds. Het toekomstige effect is nog niet goed in te schatten<sup>22</sup>. De impact van het wetsvoorstel is sterk afhankelijk van de samenstelling van de woningportefeuille.

De onderstaande figuur 12 geeft de huurcategorisering van het Bouwinvest woningfonds weer. Een groot deel van haar portefeuille valt binnen de geliberaliseerde (vrije) sector (90,5%). Slechts een klein aandeel van de huurwoningen valt binnen de gereguleerde (sociale) sector (3,8%) en gereguleerde middenhuur (5,7%). Die laatste categorie betreft huurwoningen die weliswaar buiten de gereguleerde sector vallen qua WWS-punten, maar waar via gemeenten afspraken zijn gemaakt over huurprijzen. Dit is een ander percentage dan het deel van de woningportefeuille dat binnen het wetsvoorstel middenhuur zal vallen.



Figuur 12 - Verhouding gereguleerde verhuurwoningen en geliberaliseerde verhuurwoningen Bouwinvest woningfonds

<sup>20</sup> <https://www.wba.nl/nl/nieuws/huurverhoging-2018-35>

<sup>21</sup> <https://www.nul20.nl/bouwinvest-stelt-vanwege-coronacrisis-jaarlijkse-huurverhoging-uit>

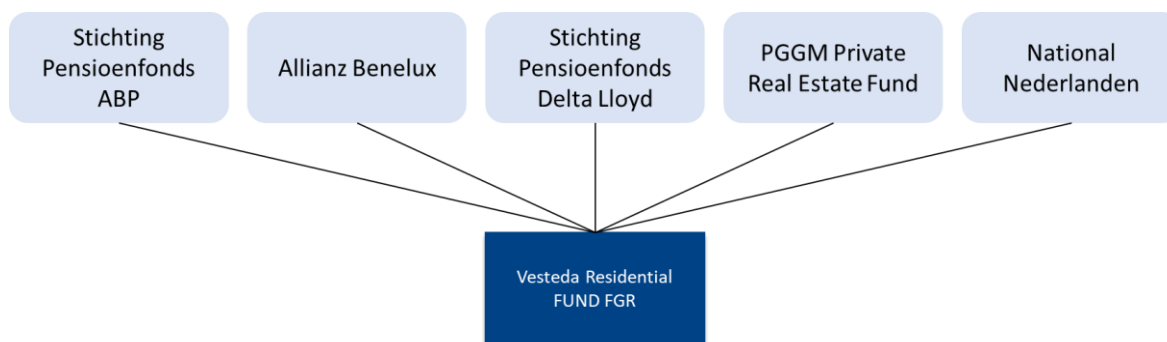
<sup>22</sup> Bouw Invest Dutch Institutional Residential Fund, annual report 2022



Op basis van portefeuille-kenmerken, zoals energielabels, percentage naar de G4, gemiddelde woningwaarde en het percentage geliberaliseerde woningen is een beeld te vormen over de impact van het wetsvoorstel betaalbare huur. Het Bouwinvest woningfonds investeert vrijwel alleen maar in nieuwbouwprojecten. Dit ligt ook in lijn met de hoge gemiddelde woningwaarde (figuur 9). Daarnaast is de woningportefeuille van het Bouwinvest woningfonds duurzaam (zichtbaar in figuur 5, paragraaf 3.2) en ligt een groot gedeelte in de G4 (figuur 10). Op basis van deze eigenschappen kan worden aangenomen dat de portefeuille van het Bouwinvest woningfonds bestaat uit woningen die relatief veel punten krijgen op basis van het nieuwe woningwaarderingstelsel (afgekort WWS). Hierdoor zou de impact van het wetsvoorstel Betaalbare huur beperkt kunnen zijn.

## 4.2 Vesteda

Vesteda is de grootste institutionele woningbelegger van Nederland. Het management van het fonds en de woningportefeuille wordt uitgevoerd door de eigen organisatie en is niet uitbesteed aan een externe vastgoedvermogensbeheerder. Zowel Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars als ook enkele buitenlandse institutionele beleggers participeren in Vesteda. Eind 2022 investeren negentien institutionele beleggers in Vesteda waarvan in onderstaande figuur enkele namen zijn opgenomen.



Figuur 13 - Overzicht enkele Nederlandse en internationale participanten<sup>23</sup>

### Woningportefeuille

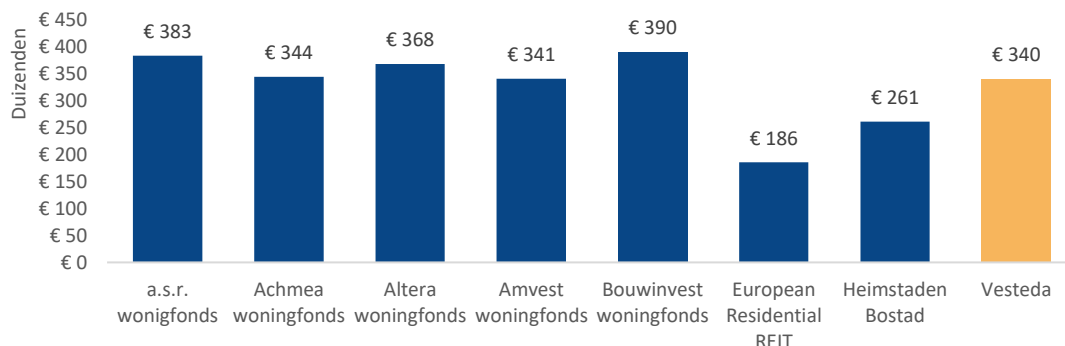
De portefeuille van Vesteda bestaat eind 2022 uit 27.661 woningen met een totale waarde van € 9,4 miljard. Deze portefeuille is sinds 1998 opgebouwd. In dat jaar begon Vesteda als een spin-off van de woningportefeuille van pensioenfonds ABP. Vesteda heeft haar woningportefeuille over de jaren vergroot door onder andere 189 huurwoningen van a.s.r. over te nemen in Leidsche Rijn en 154 appartementen van woningcorporatie Rochdale in Amsterdam, beide in 2016. In 2018 kocht Vesteda een woningportefeuille van € 1,5 miljard van verzekeraar Nationale Nederlanden. Dit betrof een bestaande portefeuille van circa 6.000 woningen en een acquisitiepijplijn van circa 1.000 woningen, beide afkomstig uit de voormalig Nederlandse woningportefeuille van Delta Lloyd<sup>24</sup>. Veel van de aangekochte woningen van Vesteda betreft nieuwbouw. Uitzondering is de transactie met woningcorporatie Rochdale. Deze transactie betrof bestaande woningen die grondig gerenoveerd worden. In het geval van de grote transactie met Nationale Nederlanden wordt de aankoop van bestaande woningen gecombineerd met de aankoop van een ontwikkelportefeuille.

Vesteda vertegenwoordigt met haar 27.661 woningen ongeveer 17% van het totaal aantal woningen van de IVBN-leden. Deze woningen zijn verdeeld over bijna 500 woningcomplexen. Vesteda focust zich vooral op het middensegment met

<sup>23</sup> Vesteda, Annual report (2022)

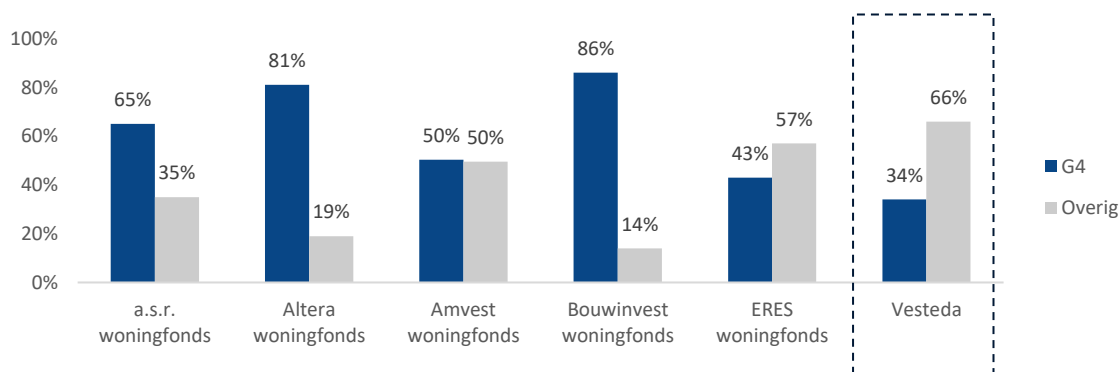
<sup>24</sup> <https://nieuws.vesteda.com/vesteda-verwerft-nederlandse-woningportefeuille-ter-waarde-van-15-miljard/>

huurprijzen tussen de € 808 en € 1.200 per maand. De woningen in de portefeuille hebben een bezettingsgraad van 98,6%. De gemiddelde woningwaarde in de portefeuille is met € 339.829 redelijk vergelijkbaar met andere Nederlandse institutionele woningfondsen, zoals te zien is in onderstaand figuur 14<sup>25</sup>.



Figuur 14 - Gemiddelde waarde van woningen in de portefeuille

De portefeuille van Vesteda bestaat voor 94% uit woningen met een groen energielabel (minimaal energielabel C) waarvan 40% minimaal het label A draagt (zie figuur 5, in paragraaf 3.2). Het aantal woningen met een groen energielabel van Vesteda is hoger dan het gemiddelde van de andere IVBN-leden, 94% versus 90%. Echter ligt het percentage van woningen met energielabel A of hoger met 40% lager dan het gemiddelde van de IVBN-leden (57%). De G4 concentratie van Vesteda ligt met 34% lager dan vergelijkbare Nederlandse institutionele woningfondsen (figuur 15).



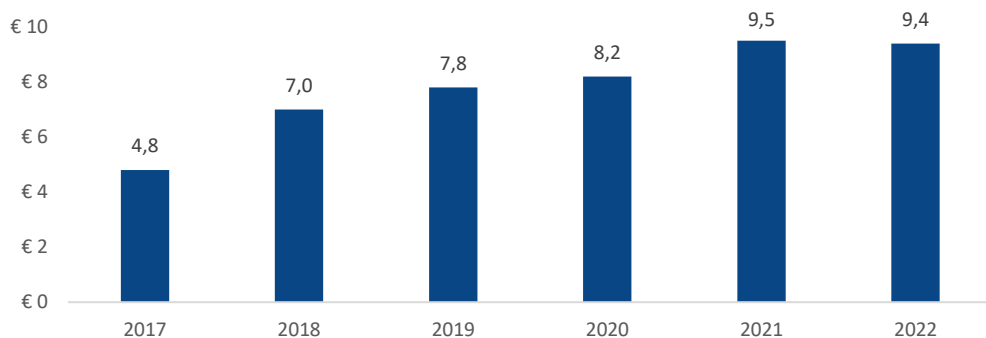
Figuur 15 - G4 concentratie

## Financieel

Vesteda heeft over 2022 een totaal rendement behaald van 0,6%. Het totale rendement van het jaar ervoor (2021) was met 17,8 procentpunten significant hoger, met name door een waardeontwikkeling van 14,9%. Het geïnvesteerd vermogen is in 2022 voor het eerst in vijf jaar niet gestegen (zie figuur 16 op de volgende pagina) en blijft gelijk op een niveau van € 9,5 miljard<sup>26</sup>.

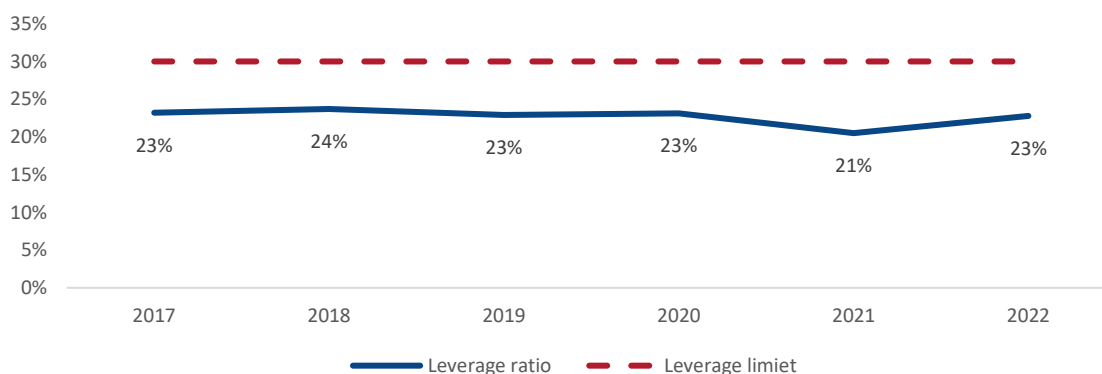
<sup>25</sup> Vesteda, Annual report (2022)

<sup>26</sup> Vesteda, Annual report (2022)



Figuur 16 - Geïvesteerd vermogen Vesteda in miljard Euro

Vesteda maakt gebruik van vreemd vermogen financiering (leverage). Een totaal van € 2,8 miljard aan obligaties en leningen staan eind 2022 op de balans. Vesteda hanteert een maximale bovengrens van 30% leverage. Gedurende de periode 2017 en 2021 is het leverage-niveau zeer stabiel gebleven, ondanks een lichte stijging naar 22,8% in 2022<sup>27</sup> (figuur 17).



Figuur 17 - Leverage ratio Vesteda t.o.v. het gestelde maximum

De rentedekkingsgraad (afgekort ICR) geeft aan in hoeverre de rente op de uitstaande schulden kan worden betaald uit de huurinkomsten. De ICR van Vesteda is van 2021 naar 2022 gestegen van 7,0 naar 7,1. Ruim boven de door Vesteda gestelde norm van 2,0. Zowel de leverage-ratio en de ICR liggen daarmee binnen de door Vesteda zelf gehanteerde normen. Daarmee heeft Vesteda een stabiele financiële positie.

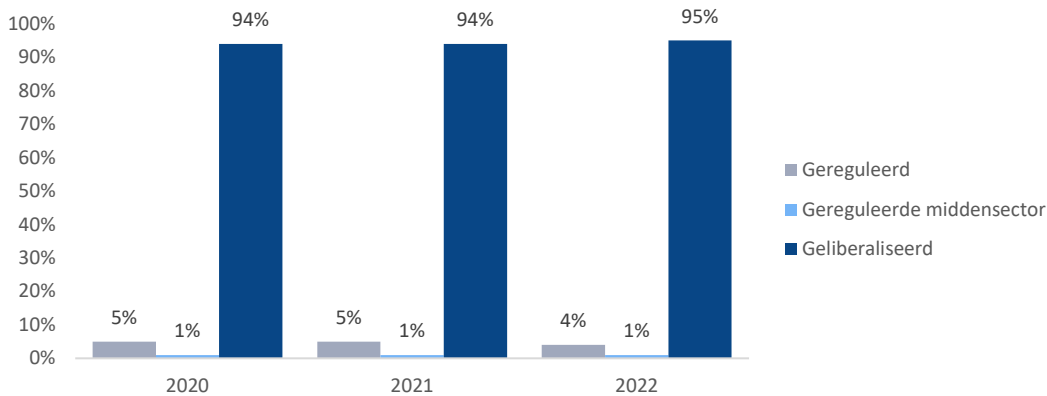
### Gevolgen middenhuurregulering

Het wetsvoorstel Betaalbare huur zal naar alle waarschijnlijkheid ook impact hebben op Vesteda. In het jaarverslag benoemt Vesteda het wetsvoorstel met de kanttekening dat de impact gelimiteerd is, aangezien het van toepassing is op nieuwe huurovereenkomsten<sup>28</sup>. Een van de directeurs van Vesteda pleitte in 2023 voor een oplossing voor het gat tussen gereguleerde woningen en geliberaliseerde woningen: “In mijn ogen zijn sociale huurwoningen té goedkoop maar ook kwalitatief té goed, daardoor missen mensen de prikkel om door te stromen naar een middenhuurwoning”<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> Vesteda, Residential report (2022)

<sup>28</sup> Vesteda, Annual report (2022)

<sup>29</sup> <https://vastgoedjournaal.nl/news/59221/astrid-schluter-coo-van-vesteda-op-vj-congres-maak-alle-huurprijzen-marktconform>



Figuur 18 - Verhouding gereguleerde verhuurwoningen en geliberaliseerde verhuurwoningen Vesteda <sup>30</sup>

Ook voor Vesteda geldt dat de samenstelling van haar woningportefeuille sterk beïnvloedt hoe groot de impact van het wetsvoorstel Betaalbare huur gaat zijn. Figuur 18 geeft de huurcategorisering van Vesteda weer. Een groot deel van haar portefeuille valt binnen de vrije sector (95%), een klein deel (4%) valt onder de sociale huurwoningen (gereguleerd) en een ander klein deel (1%) valt onder gereguleerde middensector.

De investeringen van Vesteda betreffen voornamelijk nieuwbouwprojecten, wat in de praktijk zal resulteren in een hoger aantal WWS-punten. Ook ligt de gemiddelde woningwaarde van de portefeuille van Vesteda met € 339.829 (figuur 14) dicht tegen het gemiddelde van de leden van de IVBN terwijl de allocatie naar de G4 procentueel lager ligt met 34% (figuur 15). Met 94% ligt het percentage woningen met een groen energielabel (minimaal label C, figuur 5 paragraaf 3.2) ook hoger dan het gemiddelde van 90% van de IVBN-leden. De portefeuille van Vesteda bevat, op basis van de bovengenoemde eigenschappen, naar verwachting grotendeels woningen met een hoger WWS-puntenaantal, waardoor de impact van het wetsvoorstel voor Vesteda mogelijk beperkt zal zijn.

<sup>30</sup> Vesteda, Annual report (2022)

### 4.3 Heimstaden

De Nederlandse woningportefeuille van Heimstaden is onderdeel van Heimstaden Bostad (afgekort HBostad). HBostad is een Europese woningbelegger die in 2019 actief is geworden in Nederland. Het Noorse Heimstaden en de Zweedse institutionele belegger Alecta bezitten beide 38% van het eigendom van HBostad. De andere 24% van het eigendom van HBostad is verdeeld over een aantal andere Zweedse institutionele beleggers. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de voornaamste eigenaren van HBostad.

#### Shareholder Overview

SEK billion	Year of initial investment	Total capital <sup>1</sup>	Capital share	Voting share
<b>Heimstaden</b>	2013	49.7	38%	50%
<b>alecta</b>	2013	49.7	38%	30%
<b>ERICSSON</b> 	2013	2.0	2%	1%
<b>Folksam</b>	2020	24.1	18%	15%
<b>PENSIONS MYNDIGHETEN</b>	2021	2.6	2%	2%
Other Investors		3.6	3%	2%

<sup>1</sup> Net asset value excluding non-controlling interest and hybrids bonds with accrued interest.

Tabel 8 - overzicht aandeelhouders Heimstaden Bostad (Bron: website Heimstaden Bostad)

In onderstaande figuur is de organisatiestructuur van HBostad weergegeven. Het management van HBostad is uitbesteed aan Heimstaden. Heimstaden is via de gewone aandelen voor het grootste deel in eigendom van Fredensborg AS, een private investeringsmaatschappij van de Noorse vastgoedbelegger en ondernemer Ivar Tollefsen. De preferente aandelen zijn in handen van voornamelijk Scandinavische institutionele beleggers. Ivar Tollefsen neemt zowel deel in de raad van bestuur van Fredensborg AS, Heimstaden als HBostad.



<sup>1</sup> Heimstaden Bostad/Allianz partnership owning part of the Swedish and German portfolios. Consolidated as Group companies.

Figuur 19 – Versimpelde organisatiestructuur Heimstaden Bostad

## Woningportefeuille

HBostad bezit ongeveer 161.500 woningen binnen Europa, waarvan 8,3% in Nederland. Zie tabel 2 voor een overzicht van de Europese woningportefeuille van HBostad opgedeeld per land. De Nederlandse portefeuille is voor een groot deel opgebouwd uit aangekochte woningen van Round Hill Capital. Deze portefeuille van 9.455 woningen werd in 2019 overgenomen voor ongeveer 1,4 miljard euro, wat neerkomt op € 148.000 per woning. Round Hill Capital, een Britse investeerder, heeft die woningportefeuille in de jaren daarvoor aangekocht van verschillende partijen, waaronder Nederlandse institutionele beleggers en woningcorporaties. Eén van de grotere aankopen door Round Hill Capital was de portefeuille van het Wooninvesteringsfonds (een woningcorporatie) in 2015 met 3.786 woningen.

HBostad heeft met de acquisitie van 2.023 woningen van Patrizia in april 2020 en nog een overname van 673 woningen van woningcorporatie Mooiland in november 2020 de woningportefeuille verder opgebouwd. Ook Patrizia heeft in de jaren voor de verkoop aan HBostad woningen aangekocht van woningcorporaties, waaronder een grote portefeuille van 5.500 woningen van Vestia in 2014. Met haar Nederlandse portefeuille van circa 13.500 woningen bezit HBostad ongeveer 8% tot 10% van het totaal aantal huurwoningen in bezit van de institutionele beleggers die lid zijn van de IVBN. De gemiddelde huur per woning bedraagt bij benadering € 760,- per maand.

Country	Fair Value, SEK million	Homes, units	Fair Value /sqm, SEK	Residential, %	Regulated Income <sup>1</sup> , %	Real Economic Occupancy, %
Sweden	91,148	46,236	27,388	90.5	100.0	99.0
Germany	84,595	29,708	42,329	91.0	100.0	99.2
Denmark	74,516	20,793	36,866	94.5	14.4	97.2
Netherlands	28,181	13,351	26,756	98.1	59.2	99.7
Czech Republic	25,509	42,547	9,787	95.9	25.1	96.4
Norway	18,170	4,004	86,760	86.8	0.0	99.6
United Kingdom	4,268	949	56,580	99.7	0.0	83.2
Finland	3,853	3,167	20,698	95.6	0.0	93.6
Poland	1,515	777	40,468	88.8	0.0	97.1
<b>Total</b>	<b>331,754</b>	<b>161,532</b>	<b>28,795</b>	<b>92.6</b>	<b>57.0</b>	<b>98.1</b>

<sup>1</sup> Residential income

Tabel 9 - Overzicht van de Europese woningportefeuille van Heimstaden Bostad (Bron: Derde kwartaalrapportage 2023 Heimstaden Bostad)

De Nederlandse woningportefeuille van HBostad wijkt af van die van de meeste binnenlandse institutionele beleggers. De woningen van de Nederlandse institutionele beleggers hebben naar verwachting een gemiddelde marktwaarde in verhuurde staat van € 350.000,-. De gemiddelde marktwaarde in verhuurde staat voor de Nederlandse woningen van HBostad komt uit op ongeveer € 186.000,-. Daarnaast is er een verschil zichtbaar bij de energielabels. HBostad heeft relatief veel label D woningen en relatief weinig label A woningen ten opzichte van de Nederlandse institutionele beleggers. Tot slot is ook een duidelijk verschil zichtbaar tussen het percentage gereguleerd bezit van HBostad en Nederlandse institutionele beleggers. Ongeveer 60% van het woningbezit van HBostad is gereguleerd. Bij Nederlandse partijen ligt dit percentage aanzienlijk lager.

## Financieel

Sinds 2013 heeft HBostad voor haar aandeelhouders een gemiddeld jaarlijks rendement gegenereerd van 13,5%. De omvang van de Nederlandse woningportefeuille van HBostad is in vijf kwartalen gedaald met ongeveer 8%. Van ongeveer € 2,7 miljard aan het einde van het tweede kwartaal van 2022 naar ongeveer € 2,5 miljard aan het einde van het derde kwartaal van 2023. Het aantal woningen is in deze periode licht afgenomen (115 woningen). De waardedaling per vierkante meter over deze periode bedraagt 7,8%.

HBostad maakt gebruik van vreemd vermogen financiering (leverage). Met circa € 12 miljard aan verhandelbare obligaties en leningen behoort HBostad tot één van de grootste Europese schuld uitgevende vastgoedpartijen. De LTV bedraagt aan het einde van het derde kwartaal van 2023 55%. Sinds het eerste kwartaal van 2022 is de LTV van 44,5% toegenomen met 10,5%. De toename van de LTV wordt veroorzaakt doordat de schuldpositie over deze periode meer is toegenomen dan de waarde van de woningportefeuille. De ICR van HBostad bedraagt aan het einde van het derde kwartaal van 2023 2,1. Aan het einde van het eerste kwartaal van 2022 bedroeg de ICR 3,9. De daling van de ICR is mede het gevolg van de opgelopen rentekosten. Eind 2022 bedroeg de gemiddelde rente op de uitstaande schuld 1,2%, per einde van het derde kwartaal van 2023 bedraagt de gemiddelde rente 2,8%.

Volgens de methodiek van kredietbeoordelaar Standard & Poors (afgekort S&P) ligt de ICR op 1,8 aan het einde van het derde kwartaal van 2023. Dat is gelijk aan de grenswaarde die HBostad hanteert in haar financieel beleid. Ook de LTV bevindt zich volgens de S&P methodiek met 57,2% dicht bij de grenswaarde van 60% die HBostad hanteert in haar financieel beleid.

In de rapportage over het derde kwartaal van 2023 geeft HBostad aan bezig te zijn met de uitvoering van een groot privatiseringsplan (uitpondingsstrategie) om haar BBB credit rating te behouden en daarmee verslechtering te voorkomen. Van de € 12 miljard aan schulden dient HBostad de komende drie jaar € 7,6 miljard te herfinancieren. Michiel Vrijman, hoofd van de Nederlandse vastgoeddivisie, in het FD: “.. om onze positie verder te versterken, willen we nu gaan uitponden”<sup>31</sup>. In het derde kwartaal van 2023 heeft Fitch Ratings de BBB credit rating bevestigd, met een herziening van de negatieve vooruitzichten van ‘negative outlook’ naar ‘negative watch’. Een ‘negative watch’ indiceert dat het vermogen van de organisatie om schuld terug te betalen mogelijk verslechtert. De S&P-rating blijft BBB met een ‘negatieve outlook’. Als de credit rating in de toekomst potentieel wordt verlaagd, kan dit bij het aantrekken van nieuwe financiering resulteren in een hogere geëiste rente of de toegang tot kapitaalmarkten in zijn totaliteit bemoeilijken.

## Uitpondingsbesluit en rol middenhuurregulering

In oktober 2023 besluit Heimstaden 12.000 van de circa 13.500 Nederlandse huurwoningen op de verkooplijst te zetten<sup>32</sup>. Zij gaat de portefeuille uitponden, met als doel verkoop van 1.250 woningen per jaar. Via de media geeft Heimstaden aan dat de reden voor verkoop voornamelijk de aangekondigde middenhuurregulering is<sup>33</sup>. Omdat de financiële haalbaarheid van doorverhuren in gevaar komt, wordt uitponden de meest lucratieve strategie. Ook Ortec Finance rekende dit door: “Door een combinatie van overheidsmaatregelen en gestegen rente zou bij 95 procent van de particuliere middenhuurwoningen de uitpondwaarde hoger worden dan de doorexpliatiewaarde”<sup>34</sup>.

Zoals eerder beschreven heeft het woningbezit van HBostad een lager energielabel in vergelijking met Nederlandse institutionele beleggers. HBostad kocht de woningen van andere beleggers met het doel om deze op termijn te

<sup>31</sup> <https://fd.nl/bedrijfsleven/1492158/verkoop-nederlandse-woningen-is-financiele-noodzaak-voor-heimstaden>

<sup>32</sup> <https://www.vastgoedmarkt.nl/186417/heimstaden-gaat-grootschalig-uitponden-ruim-12-000-woningen-naar-de-markt>

<sup>33</sup> <https://www.vastgoedmarkt.nl/179938/heimstaden-wij-worden-met-harde-hand-richting-uitponden-geduwd>

<sup>34</sup> <https://www.vastgoedmarkt.nl/185785/regulering-leidt-voorlopig-niet-tot-massale-verkoopgolf-onder-woningbeleggers>

verduurzamen<sup>35</sup>. Op dit moment is ongeveer 60% van het Nederlandse bezit van HBostad binnen Nederland gereguleerd. Een voordeel van het verduurzamen van de gereguleerde woningen zou zijn dat de kwaliteit dermate zou toenemen, zodat de woningen geliberaliseerd kunnen worden. Dat biedt uitzicht op een aanzienlijke stijging van de huurinkomsten. De voorgenomen regulering van de middenhuur kan dit huurpotentieel aantasten.

Het is zeer aannemelijk dat de ontwikkeling van de financiële positie van HBostad meespeelt bij het besluit om de woningportefeuille in Nederland uit te gaan ponden. Ook in vier andere Europese landen wordt gekozen om woningen de komende vijf tot acht jaar uit te gaan ponden. In totaal gaat het om ongeveer 25% van de Europese woningportefeuille van HBostad die geïdentificeerd is voor deze strategie. Dat komt neer op ruim 40.000 woningen. De uitpondingsstrategie dient om de LTV te verlagen, de ICR te verhogen en de BBB kredietrating te behouden. Of HBostad Nederland uiteindelijk zal verlaten is maar de vraag. HBostad heeft altijd uitgesproken dat zij een belegger is voor de lange termijn. Zo zei Robert-Jan Reeuwijk in 2020, investment manager bij Heimstaden Nederland: *“Ook in deze tijden van onzekerheid blijven wij in de woningmarkt geloven, zeker in Nederland ... Als we woningen kopen, doen we dat met het idee om die ook niet meer van de hand te doen”*<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> <https://www.vastgoedmarkt.nl/179938/heimstaden-wij-worden-met-harde-hand-richting-uitponden-geduwd>

<sup>36</sup> <https://heimstaden.com/nl/blog/persbericht/heimstaden-nederland-2023-woningen/>



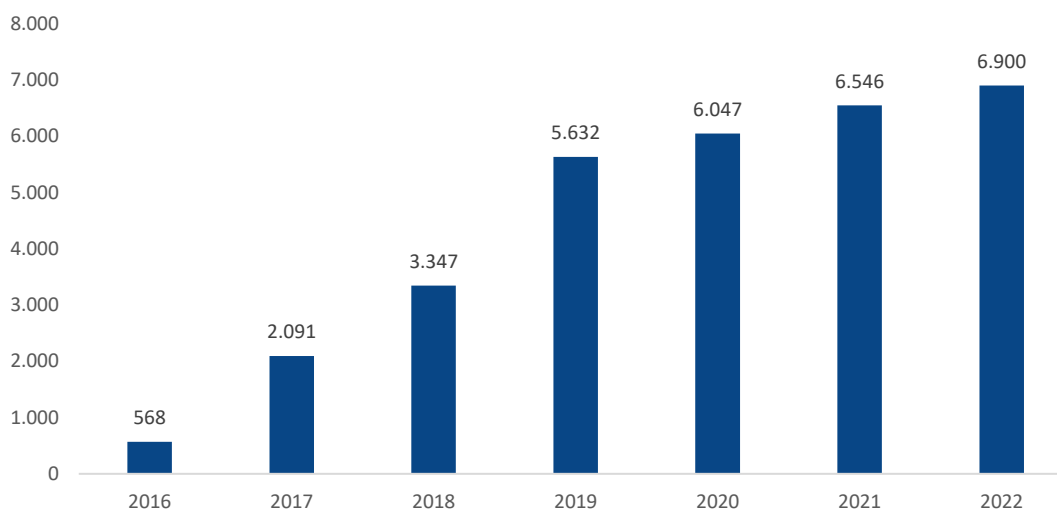
## 4.4 European Residential REIT

European Residential REIT (afgekort ERES) is een Canadees beursgenoteerd vastgoedbedrijf dat zich focust op de woningsector in Europa. Momenteel heeft ERES alleen woningen in eigendom in Nederland. ERES is voor ongeveer 65% eigendom van het eveneens in Canada beursgenoteerde vastgoedbedrijf Canadian Apartment Properties REIT (afgekort CAPREIT). CAPREIT bezit circa 67.000 woningen en is daarmee naar eigen zeggen de grootste beursgenoteerde huizenbelegger van Canada<sup>37</sup>. De andere 35% van het eigendom van ERES is, door haar beursnotering, naar verwachting verspreid over vele soorten beleggers, institutionele - en waarschijnlijk ook particuliere beleggers.

ERES is in 2019 ontstaan door de verzelfstandiging van een dochteronderneming van CAPREIT. In deze dochteronderneming was de Nederlandse woningportefeuille van CAPREIT, die vanaf 2016 is aangekocht in Nederland, ondergebracht. Het beheer van de woningportefeuille van ERES is uitbesteed aan CAPREIT. Mark Kenny is zowel de algemeen directeur van ERES als van CAPREIT.

### Woningportefeuille

CAPREIT en later ERES is sinds 2016 actief in Nederland en bezit momenteel ongeveer 6.900 woningen. ERES bezit ongeveer 4% tot 5% van het totaal aantal huurwoningen in bezit van de institutionele beleggers die lid zijn van de IVBN. Eind 2016 kocht het bedrijf 465 woningen in Utrecht<sup>38</sup>. Daarop volgde 252 voormalige sociale huurwoningen in Kanaleneiland in Utrecht, die werden overgenomen van het staatsfonds van Qatar en de Zwitserse zakenbank Credit Suisse. ERES kocht in een aantal jaar tijd veel portefeuilles op van enkele honderden woningen, verdeeld over Nederland. Enkele grote transacties waren de Eagle portefeuille van Vesteda in 2019 (942 woningen) voor € 164 miljoen<sup>39</sup> en een portefeuille van Aventicum van 849 woningen voor € 170 miljoen<sup>40</sup>. De strategie van ERES focust zich, net als bij Heimstaden, op het kopen van bestaand woningbezit. Dit in tegenstelling tot Nederlandse institutionele beleggers, die veelal nieuwbouw kopen of ontwikkelen om hun portefeuilles uit te breiden en/of te verversen. Onderstaand een figuur met de opbouw van het aantal woningen in portefeuille van ERES door de jaren heen.



Figuur 20 - Aantal woningen in portefeuille European Residential REIT (Bron: Het Financieele Dagblad – 26-06-2023)

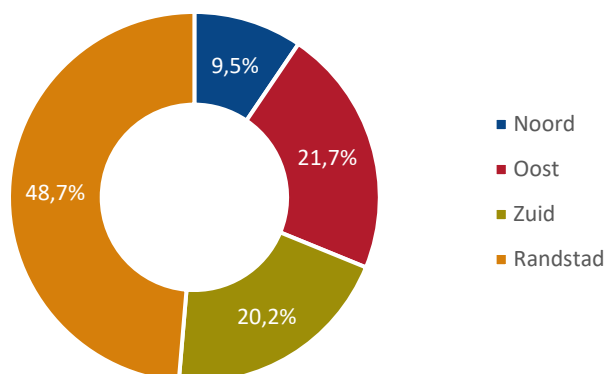
<sup>37</sup> <https://fd.nl/bedrijfsleven/1479624/canadese-vastgoedbelegger-zet-duizenden-nederlandse-huurhuizen-te-koop>

<sup>38</sup> <https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/hoe-een-grote-buitenlandse-woningbelegger-nederland-alweer-verlaat-en-de-huurders-onzeker-achterblijven~bfa9bbe6/>

<sup>39</sup> <https://propertynl.com/Nieuws/Capreit-koopt-voor--164-mln-942-woningen/26f970fa-0fb8-42fe-8410-4bf9fc513695>

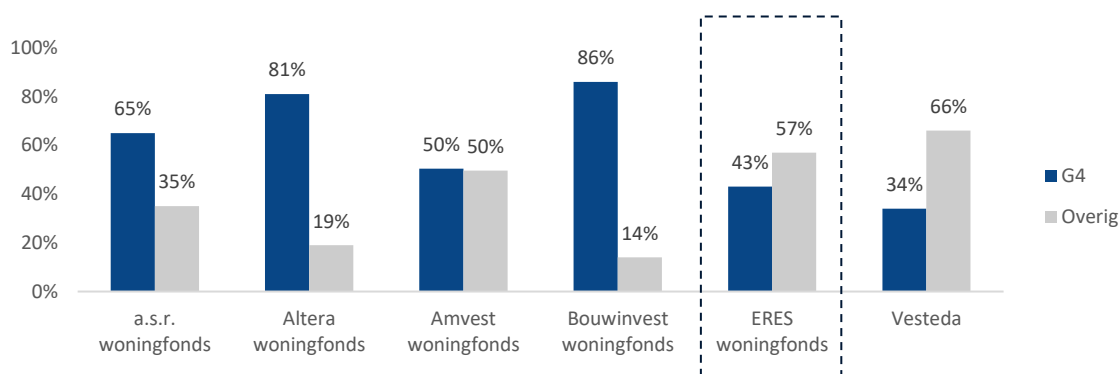
<sup>40</sup> <https://www.vastgoedmarkt.nl/123526/capreit-koopt-woningportfolio-van-aventicum>

ERES heeft met haar diverse aankopen een behoorlijk gespreide portefeuille opgebouwd, verdeeld over heel Nederland, zie onderstaande figuur.



Figuur 21 - Portefeuille Allocatie European Residential REIT (Bron: European Residential REIT, kwartaalrapport (Q3 -2023))

ERES heeft daarmee een lagere concentratie naar de G4 dan enkele Nederlandse institutionele beleggers, met uitzondering van Vesteda, zoals blijkt uit onderstaande figuur.



Figuur 22 - G4 concentratie<sup>41</sup>

De Nederlandse woningportefeuille werd eind 2022 getaxeerd op € 1,8 miljard<sup>42</sup>. Op basis van het totaal aantal woningen binnen Nederland van 6.900 resulteert dit in een gemiddelde marktwaarde in verhuurde staat van ongeveer € 261.000,- per woning. De woningen van de Nederlandse institutionele beleggers hebben naar verwachting een gemiddelde marktwaarde in verhuurde staat van € 350.000,-. De waarde ligt gemiddeld hoger dan voor HBostad. De gemiddelde huur per woning bedraagt per het einde van het derde kwartaal van 2023 € 1.053,- per maand inclusief servicekosten. Een stijging van 7,1% ten opzichte van een jaar eerder. De huurstijging komt door huurindexatie, huurstijging bij mutatie en de conversie van gereguleerde huurwoningen naar geliberaliseerde woningen. Informatie over de energielabels van het woningbezit van ERES zijn niet te achterhalen uit openbare bronnen.

### Financieel

De waarde van de Nederlandse woningportefeuille van ERES is in een jaar gedaald met ongeveer 14%. Van ongeveer € 1,9 miljard aan het einde van het derde kwartaal van 2022 naar € 1,6 miljard aan het einde van het derde kwartaal van 2023<sup>43</sup>. De aandelenkoers van ERES is de afgelopen anderhalf jaar met ongeveer 50% gedaald.

<sup>41</sup> Bouwinvest, Annual report (2022); Vesteda, Annual report (2022); Amvest, Annual report (2022); Altera, Annual report (2022); A.S.R Real Estate, Annual report (2022)

<sup>42</sup> European Residential REIT, Annual Report (2022)

<sup>43</sup> European Residential REIT, Quarterly Report (Q3 2023)

ERES maakt gebruik van vreemd vermogen financiering (leverage). De verhouding tussen de waarde van de vastgoedportefeuille en de uitstaande schuld wordt uitgedrukt als de Loan-to-Value (afgekort LTV). Door de gedaalde waarde van de vastgoedportefeuille is de LTV gestegen in het afgelopen jaar, van circa 49% aan het einde van het derde kwartaal in 2022 tot circa 56% een jaar later. De LTV ligt daarmee onder de grenswaarde van 65% die ERES hanteert in haar financieel beleid, maar laat wel een stijgende lijn zien. In 2024 tot en met 2026 dient ongeveer 56% van de hypothecaire leningen te worden afgelost en/of geherfinancierd.

De interest coverage ratio (afgekort ICR), de mate waarin de rente op de uitstaande schuld betaald kan worden uit de inkomsten, liep in dezelfde periode terug, van 4,0 tot 3,0. De ICR ligt daarmee duidelijk boven de grenswaarde van 1,5 die ERES hanteert in haar financieel beleid. Toch uit het bedrijf haar zorgen over de rentestanden. In het tweede kwartaal van 2023 sloot ERES nieuwe hypothecaire leningen af voor € 76 miljoen tegen een tarief van 4,6%. Algemeen directeur Mark Kenney zei eerder dat het met de huidige rentestanden “onmogelijk was om geld op te halen via de kapitaalmarkt” en “de enige manier om geld op te halen is door te verkopen”<sup>44</sup>.

### Gevolgen middenhuurregulering

ERES heeft becijferd dat “ongeveer een kwart van zijn Nederlandse bezit straks onder de nieuwe huurregels valt. Ongeveer een derde van de portefeuille bestaat momenteel uit sociale huurwoningen”<sup>45</sup>. ERES heeft de impact van de middenhuurregulering op haar portefeuille doorgerekend. Momenteel is circa een derde van de huurwoningen van ERES gereguleerd. Dit deel van de portefeuille betreft de huidige sociale huurwoningen. Als de middenhuurregulering van kracht is, komt daar nog eens 25 procentpunt aan gereguleerde woningen bij. Met het inwerking treden van de Wet betaalbare huur verwacht ERES een huurverschil ten opzichte van de oude situatie van 4%, die geabsorbeerd wordt over een periode van drie tot vijf jaar. Het Canadese vastgoedbedrijf verwacht ondanks de regulering nog steeds aan haar doelstelling te kunnen voldoen van een jaarlijkse huurstijging van 3 tot 4%<sup>46</sup>.

In juni 2023 is het besluit genomen om de gehele portefeuille voor verkoop aan te bieden<sup>47</sup>. Dit besluit is gemaakt op basis van een strategisch onderzoek, na de sterke koersdaling van het bedrijf<sup>48</sup>. ERES is transparant over de beweegredenen. De voornaamste reden voor de keuze is de hoge rente. Deze is dermate hoog dat de voorgenomen plannen voor nieuwbouw in Canada onmogelijk via de kapitaalmarkt gefinancierd kunnen worden<sup>49</sup>. Algemeen directeur Mark Kenney noemt de vooraanstaande middenhuurregulering wel een extra zetje om de keuze te maken voor de verkoop. In december 2023 heeft ERES bekend gemaakt dat het verkoopproces is stopgezet en vooralsnog niet verder gaat met de strategische heroriëntatie. Het verkoopproces is stopgezet omdat de huidige omstandigheden op de financiële markt er toe hebben geleid dat de biedingen niet voldoende (te laag in verhouding met de intrinsieke waarde) waren en daarmee niet in het belang van de aandeelhouders van ERES<sup>50</sup>. De focus ligt de komende periode op het verbeteren van de marges, het verlagen van de leverage en het versterken van de balans van de onderneming.

---

<sup>44</sup> <https://fd.nl/bedrijfsleven/1479624/canadese-vastgoedbelegger-zet-duizenden-nederlandse-huurhuizen-te-koop>

<sup>45</sup> <https://fd.nl/bedrijfsleven/1479624/canadese-vastgoedbelegger-zet-duizenden-nederlandse-huurhuizen-te-koop>

<sup>46</sup> European Residential REIT, Annual Report (2022)

<sup>47</sup> <https://fd.nl/bedrijfsleven/1479624/canadese-vastgoedbelegger-zet-duizenden-nederlandse-huurhuizen-te-koop>

<sup>48</sup> <https://vastgoedjournaal.nl/news/60164/ceo-eres-over-verkoop-6900-woningen-het-ligt-genuanceerder>

<sup>49</sup> <https://www.vastgoedmarkt.nl/184141/canadese-belegger-verlaat-nederland-bijna-7-000-nederlandse-huurwoningen-te-koop>

<sup>50</sup> <https://ir.eresreit.com/news-events/press-releases/news-details/2023/European-Residential-Real-Estate-Investment-Trust-Announces-Conclusion-of-Strategic-Review-Process/default.aspx>

## 5. Samenvatting

In deze beschouwing worden drie vragen beantwoord over het investeringsklimaat voor Nederlandse huurwoningen voor institutionele beleggers:

1. Is de aangekondigde Wet betaalbare huur de oorzaak van minder activiteit of zijn er andere oorzaken?
2. Zijn er verschillen en/of overeenkomsten tussen binnenlandse en buitenlandse institutionele beleggers?
3. Wat kan van institutionele beleggers verwacht worden de komende jaren?

De aangekondigde Wet betaalbare huur is niet de voornaamste oorzaak van minder activiteit op de Nederlandse institutionele huurwoningmarkt. De impact van de gestegen bouwkosten door inflatie, de stijging van de kapitaalmarktrente in de afgelopen twee jaar en de beperktere beschikbaarheid van institutioneel kapitaal voor vastgoedbeleggingen spelen een belangrijke rol in deze afgenomen activiteit. De hoge rente beïnvloedt de rendementseis van institutionele beleggers die op dit moment, door hoge stichtingskosten en waarderingen, nog niet overeenkomt met de rendementsverwachting van investeren in Nederlandse huurwoningen. De beperkte beschikbaarheid van institutioneel kapitaal voor vastgoedbeleggingen en daarmee ook voor Nederlandse woningen, vindt zijn oorzaak in de herschikking van de totale beleggingsportefeuille omdat de categorie vastgoed veelal overwogen is (noemer-effect). De gevolgen van de discussie omtrent het huurbeding vormt daarnaast nog een onzekere factor.

Binnenlandse institutionele beleggers investeren voornamelijk in woningportefeuilles, direct of indirect via woningbeleggingsfondsen, die zijn opgebouwd uit veel recent opgeleverde nieuwbouw. Het gevolg hiervan is dat de woningen in deze portefeuilles een hoog energielabel hebben. Het negatieve financiële effect van de Wet betaalbare huur zal daarmee naar verwachting beperkt zijn door de energiezuinigheid van deze woningen. De meeste binnenlandse institutionele beleggers maken geen of heel beperkt gebruik van vreemd vermogen financiering. Daarmee heeft een stijging van de rente minder invloed op hun financiële prestaties.

De woningportefeuilles van buitenlandse institutionele beleggers bestaan zowel uit relatief oudere woningen als uit recent opgeleverde nieuwbouw. Het negatieve financiële effect van de Wet betaalbare huur zal daarmee naar verwachting sterk variëren. Voor woningportefeuilles met minder energiezuinige woningen kan de financiële impact groter zijn. Daarnaast maken de meeste buitenlandse institutionele beleggers gebruik van vreemd vermogen financiering. Daarmee heeft een stijging van de rente een negatieve invloed op hun financiële prestaties, het negatieve leverage-effect.

Binnenlandse institutionele beleggers hebben een lange traditie van beleggen in Nederlandse huurwoningen. Daarnaast maakt beleggen in nieuw gebouwde middenhuurwoningen steeds meer een onderdeel uit van hun maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid. Dit kan een stimulans zijn voor de beschikbaarheid van kapitaal om te investeren in de middenhuur. Op de korte termijn, twee tot drie jaar, zal de beperktere beschikbaarheid van kapitaal een rem zetten op hun nieuwbouw van nieuwe huurwoningen. Op de langere termijn is de verwachting dat binnenlandse institutionele beleggers actief blijven.

Voor buitenlandse institutionele beleggers zal het beeld naar verwachting wisselend zijn. Op de korte termijn zal het leverage-effect een rem zetten op de investeringscapaciteit van enkele buitenlandse partijen. Aan de andere kant zijn er ook buitenlandse partijen die actief blijven en op zoek zijn naar mogelijkheden om te investeren. Een voorspelbaar en aantrekkelijk investeringsklimaat voor Nederlandse huurwoningen zal bijdragen om het buitenlandse institutionele kapitaal te blijven interesseren voor de Nederlandse huurwoningmarkt, onder andere in vergelijking met andere Europese woningmarkten.

## Bijlage A – IVBN-leden geclassificeerd

<b>Classificering</b>	<b>Naam organisatie</b>
Categorie 1: Institutionele woningbelegger waarvan voldoende publieke informatie beschikbaar is	Achmea Real Estate
	Altera Vastgoed
	Amvest
	a.s.r. real estate
	Bouwinvest Real Estate Investors
	BPD Woningfonds
	European Residential Management
	Greystar
	Heimstaden
	MN Dutch Real Estate
Vesteda	
Categorie 2: institutionele woningbelegger waarvan onvoldoende publieke informatie beschikbaar is	Catella IM Benelux B.V.
	CBRE Investment Management
	DW Property
	Orange Capital Partners
	Patrizia Netherlands B.V.
	Pensioenfonds Rail & OV
	Redevco Nederland
	Stienstra
	Wonam
Categorie 3: geen (directe) institutionele woningbelegger	Aedifica Nederland
	APG Asset Management
	Cromwell Property Group
	Eurocommercial Properties
	Klepierre
	Multi Corporation
	NN Group
	NSI
	PGB Pensioendiensten
PGGM	

Rabobank Real Estate Finance

---

Schiphol Real Estate B.V.

---

Unibail - Rodamco - Westfield

# finance ideas

## **Auteurs**

Thomas Heijndael

Johan Conijn

Geertjan Vrolijk

## **Finance Ideas B.V.**

Weg der Verenigde Naties 1

3527 KT Utrecht

Telefoon: 030 – 232 0480

[info@finance-ideas.nl](mailto:info@finance-ideas.nl)

[finance-ideas.nl](http://finance-ideas.nl)