

Adviesrapport
Kwalitatief onderzoek investeringscondities Nederlandse (huur)woningmarkt
Holland Metropole

JANUARI 2024

Management samenvatting

1 Situatieschets

De bouw- en beleggingsopgave in Nederland wordt momenteel bemoeilijkt vanwege een aantal *stuurbare* fiscaal-juridische en beleidsmatige veranderingen alsmede *minder stuurbare* macro-economische ontwikkelingen (toegenomen bouw- en ontwikkelkosten, rente- en inflatiestijging en stikstofproblematiek). Tegelijkertijd zorgt de verwachte structureel sterke groei van de bevolking en het aantal huishoudens in Nederland voor een nog grotere druk op de woningmarkt en -opgave.

Naast Nederlandse institutionele en particuliere beleggers, vormen internationale institutionele beleggers een belangrijke groep in het speelveld van de woningbeleggingsmarkt. Vanwege het feit dat Nederlandse institutionele beleggers te maken hebben met een verminderde toevloeiing, en zelfs afvloeiing, van beleggingskapitaal als gevolg van vergrijzing en de daarmee samenhangende pensioenuitkeringsverplichtingen, ligt er een grote kans voor internationale institutionele beleggers. In tegenstelling tot Nederlandse institutionele beleggers, kennen zij nog wel een sterke aanwas van kapitaal.

Vanwege hun kapitaalkrachtige aard, betekent dit dat (internationale) institutionele beleggers een grote rol kunnen spelen. Bovendien investeren institutionele beleggers voornamelijk in (het realiseren van) nieuwbouw, dat meer impact heeft op de woningopgave dan investeren in bestaande bouw.

Echter, een “level playing field”, waarbij niet wordt gedifferentieerd tussen particuliere en Nederlandse institutionele beleggers enerzijds en (meer kapitaalkrachtige) internationale institutionele beleggers anderzijds, is een minimale vereiste om aanspraak te kunnen maken op dit kapitaal ten behoeve van de Nederlandse woningopgave en bij te dragen aan het oplossen van het woningtekort. Dit komt bovenop de eerder geschetste uitdagende beleggingsopgave, waardoor investeringen vanuit de groep internationale institutionele beleggers in het bijzonder bemoeilijkt worden.

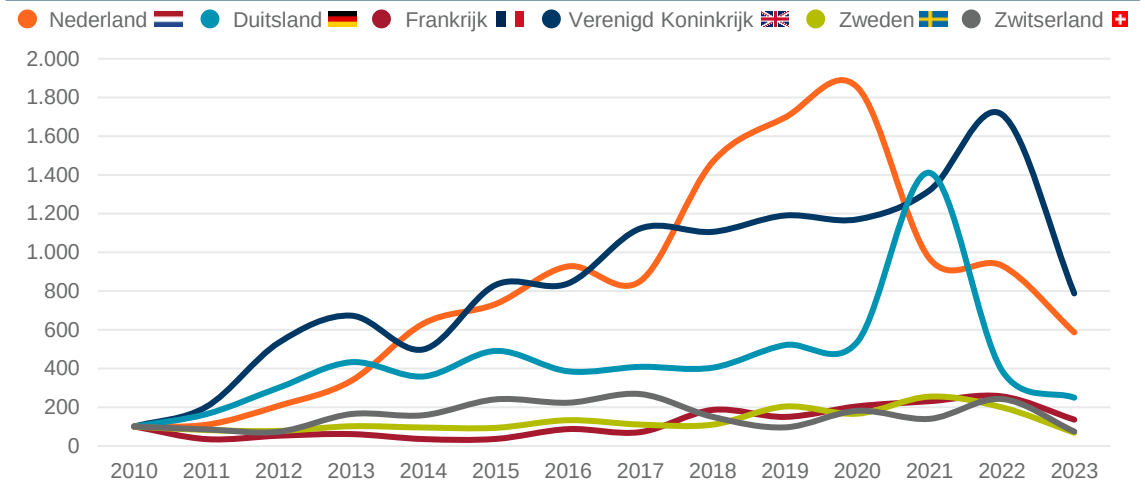
Deze problematiek staat centraal in dit onderzoek. Doel van dit onderzoek is het inventariseren van de mogelijkheden om de investeringscondities van Nederland voor (internationale) institutionele beleggers te verbeteren en investeringen in de woningbouw te versnellen waardoor de impasse op de woningmarkt doorbroken kan worden. Deze situatieschets is vertaald in de onderzoeksvraag, waarvan de beantwoording de gewenste inzichten ten aanzien van de geschetste problematiek geeft:

Wat zijn de verbetermogelijkheden om de aantrekkelijkheid van het Nederlands investeringsklimaat voor (internationale) institutionele woningbeleggers te vergroten?

2 Speelveld

- **Europees speelveld** | Het Nederlandse investeringsklimaat is gepositioneerd in de Europese context en vergeleken met andere (voor institutionele beleggers concurrerende) landen, waaronder Duitsland, Frankrijk, Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. Hieruit blijkt dat de ontwikkeling van de woningbeleggingsmarkt per land berust op een individueel en nationaal ecosysteem, met een eigen (al dan niet vergelijkbare) wet- en regelgeving, woningvoorraad en marktwerking. De ontwikkeling van de woningbeleggingsmarkt per land is daarom meer op zichzelfstaand en eerder verklaarbaar door nationale ontwikkelingen, dan dat er sprake is van een samenhangende Europese investeringsmarkt. Uit een vergelijking van de investeringsvolumes in de desbetreffende woningbeleggingsmarkten, blijkt dat de Nederlandse woningbeleggingsmarkt in het afgelopen decennium een stormachtige ontwikkeling heeft doorgemaakt: samen met het Verenigd Koninkrijk is het investeringsvolume in Nederland exponentieel toegenomen. Echter, vanaf 2020 is een duidelijke trendbreuk zichtbaar, waar het Nederlands investeringsvolume in 2023 is teruggefallen onder het niveau van 2017. Andere landen laten tot 2022 een stabiele ontwikkeling zien¹. De scherpe terugval in Nederland vanaf 2020 in relatie tot andere (concurrerende) Europese landen, onderstreept de problematiek.

Figuur 1: Europese woningbeleggingsmarkt | Ontwikkeling investeringsvolume naar land (2010 = 100)



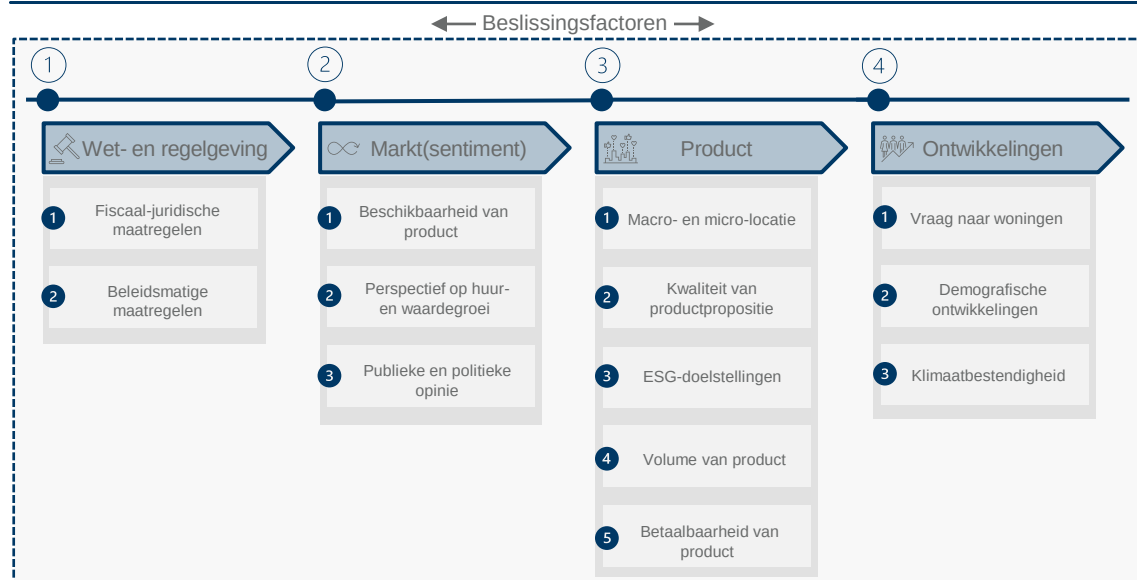
¹ De piek in Duitsland in 2021 wordt verklaard door een incidentele transactie 1

Management samenvatting

2 Speelveld (vervolg)

- **Nederlands speelveld** | De vergelijking van Nederland binnen de Europese context toont aan dat de Nederlandse woningbeleggingsmarkt in de afgelopen jaren is uitgegroeid tot een volwassen beleggingscategorie. Dit is deels gedreven door de toetreding van internationale beleggers tot de Nederlandse woningbeleggingsmarkt, waardoor het investeringsvolume tot recordhoogte steeg. Vanwege de krapte en woningbouwopgave, werd de woning(beleggings)markt geleidelijk gereguleerd middels ingrijpende maatregelen. Gebrek aan transparantie en lange termijn visie alsmede onduidelijkheid over de scope en tijdshorizon van de invoering van deze wet- en regelgeving, in combinatie met de sterk opgelopen rente, zetten de haalbaarheid van veel investeringen, en daarmee de beleggingsbereidheid van (internationale) institutionele beleggers, onder druk. Deze onvoorspelbaarheid en “reputatieschade” ten aanzien van een betrouwbare overheid, zijn factoren die zwaarder wegen dan de relatief stabiele fundamentele van het Nederlandse investeringsklimaat.

Figuur 2: Beslissingsfactoren beleggers | Vier groepen beslissingsfactoren t.b.v. investeringsbesluitvormingsproces



- **Beslissingsfactoren beleggers** | Er bestaan vier groepen beslissingsfactoren waar beleggers waarde aan hechten: wet- en regelgeving, markt(sentiment), product en (toekomstige) ontwikkelingen. Op basis van deze beslissingsfactoren gaat een belegger op zoek naar een passend investeringsklimaat. De realiteit is dat voornamelijk fiscaal-juridische alsmede beleidsmatige maatregelen stuurbaar zijn, die vervolgens de beslissingsfactoren markt(sentiment) en product indirect beïnvloeden.
- **Determinanten** | De voorgaande inzichten zijn vertaald in elf determinanten die, vanwege hun stuurbare aard, concrete verbetermogelijkheden vormen om de investeringscondities van Nederland te verbeteren om zo aanspraak te maken op (internationale) institutionele beleggers. Deze elf determinanten zijn gerangschikt op basis van de voorziene mate van impact op de aantrekkelijkheid van het Nederlandse investeringsklimaat. Om deze verbetermogelijkheden verder te duiden, is aan elke determinant een richting gealloceerd.

Figuur 3: Determinanten | Rangorde determinanten naar impact en richting

Rank	Determinant	Impact	Richting
1	Voorspelbaarheid van beleid	★★★★★	▲
2	Overdrachtsbelasting	★★★★☆	▼
3	BTW-tarief op nieuwbouw	★★★☆☆ ¹	▼
4	Centraal overheidsbeleid	★★★★☆	▲
5	Inkomenstoets	★★★★☆	▲
6	Wet betaalbare huur	★★★★☆	▲
7	Vastgoed-fbi (REIT-structuur)	★★★☆☆	▼
8	Pensioenfondsvrijstelling	★★★☆☆	▼
9	Ketensamenwerking	★★☆☆☆	▲
10	Earningsstrippingmaatregel	★★☆☆☆	▼
11	Afschrijvingsbeperking vastgoed	★★☆☆☆	▼

Management samenvatting

3 Aanbevelingen

- **Prioritering** | Om de vastgestelde determinanten te vertalen in concrete verbetermogelijkheden en hierbij een passende prioritering te adviseren, zijn de gerangschikte determinanten in een bredere context geplaatst. Per determinant is de mate van impact geïnventariseerd alsmede het marktsegment waar de determinant van invloed op is (bredere beleggersmarkt of enkel op (internationale) institutionele beleggers) alsmede het product (voornamelijk nieuwbouw, voornamelijk bestaande bouw of beide). Op basis van deze drie parameters (impact, marktsegment en product) en (politiek-maatschappelijke) ambities kunnen de determinanten en verbetermogelijkheden worden geprioriteerd. Hiertoe bestaan vier kwadranten:

Kwadrant 1 | Deze determinanten – en daarmee de verbetermogelijkheden – hebben een grote impact op de brede beleggersmarkt. Een aantal determinanten heeft invloed op zowel de bestaande bouw als nieuwbouw, terwijl de determinant BTW-tarief op nieuwbouw (3), voornamelijk invloed heeft op nieuwbouw. Het aanpassen van de determinant Wet betaalbare huur (6) heeft voornamelijk betrekking op bestaande bouw, gezien het mogelijk leidt tot financiële terugval in operationele kasstromen. In het geval van nieuwbouw kan voor de financiële haalbaarheid gerekend worden met een bepaalde gebouwkwaliteit die correspondeert met een aantal WWS-punten.

Kwadrant 2 | Determinanten die een redelijke impact hebben op voornamelijk (internationale) institutionele beleggers, betreffen de determinant Vastgoed-fbi (7) en de Pensioenfondsvrijstelling (8). Deze determinanten hebben een effect op zowel bestaande bouw als nieuwbouw.

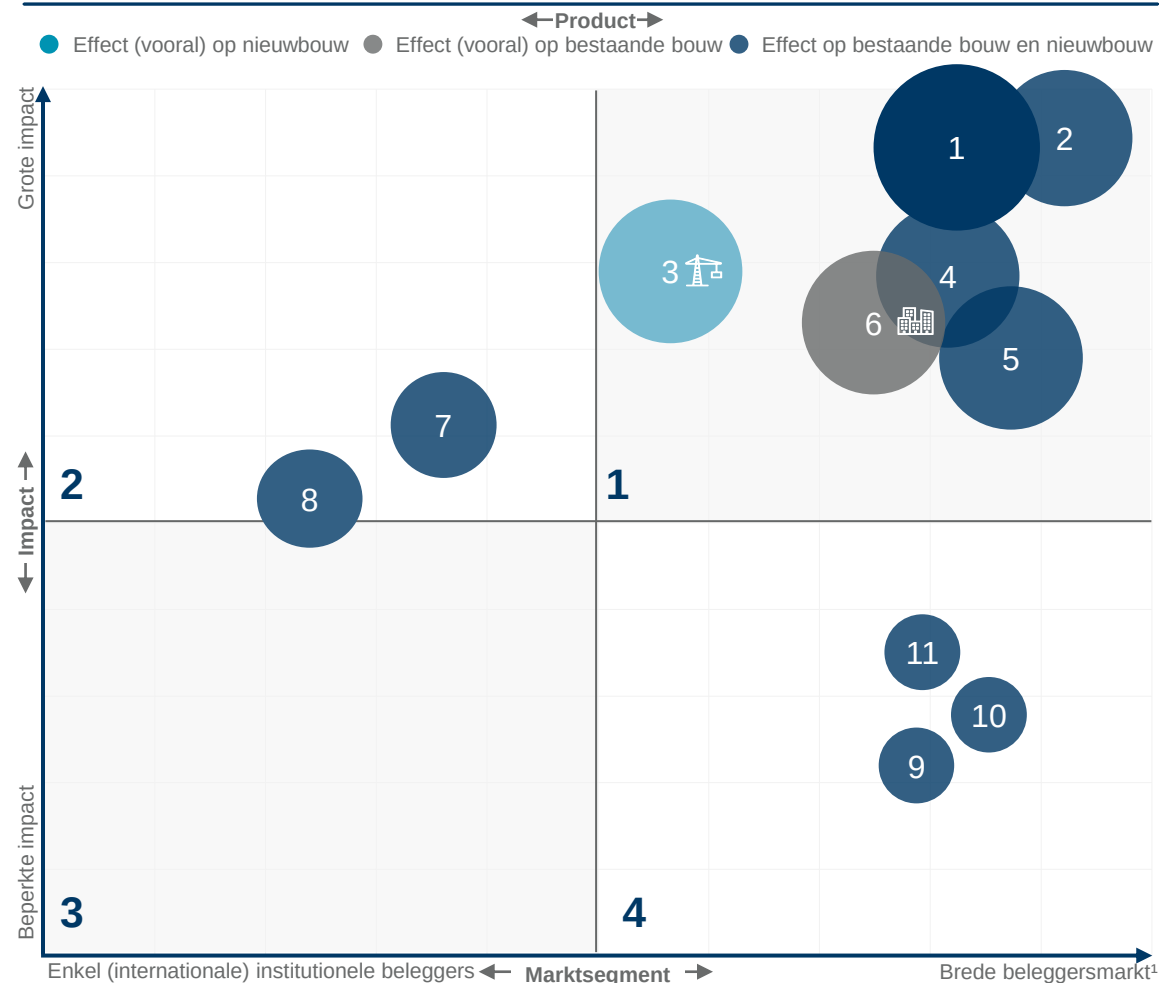
Kwadrant 3 | Er zijn geen determinanten die een matige impact hebben op enkel institutionele beleggers.

Kwadrant 4 | Dit kwadrant betreft determinanten en verbetermogelijkheden met een beperkte impact op de hele beleggersmarkt en bovendien op zowel bestaande bouw als nieuwbouw.

- De mate waarin het accent wordt gelegd op (één van) deze drie parameters, bepaalt in grote mate de prioritering van de verbetermogelijkheden. Immers, bepaalde verbetermogelijkheden zijn van belang voor de bredere beleggersmarkt. Daarentegen geldt voor een aantal determinanten dat dit ten goede komt aan verbeterde investeringscondities van Nederland voor enkel de groep van (internationale) institutionele beleggers.

1 Voorspelbaarheid van beleid	5 Inkomenstoets	9 Ketensamenwerking
2 Overdrachtsbelasting	6 Wet betaalbare huur	10 Earningsstrippingmaatregel
3 BTW-tarief op nieuwbouw	7 Vastgoed-fbi (REIT-structuur)	11 Afschrijvingsbeperking vastgoed
4 Centraal overheidsbeleid	8 Pensioenfondsvrijstelling	

Figuur 4: Matrix prioritering determinanten | Determinanten naar impact, marktsegment en product



Management samenvatting

3 Aanbevelingen (vervolg)

Op basis van de matrix waarin de impact van de determinanten is gedifferentieerd naar type product (bestaande bouw of nieuwbouw) en marktsegment (internationale institutionele belegger of brede beleggersmarkt), kunnen verschillende scenario's worden gedefinieerd met elk een aanbeveling voor verschillende prioritering van verbetermogelijkheden en maatregelen:

1. **Scenario “high impact”** | Als de ambitie bestaat de algehele aantrekkelijkheid en het functioneren van de Nederlandse woningbeleggingsmarkt, ongeacht marktsegment of type product te optimaliseren, is het raadzaam om verbetermogelijkheden te prioriteren die tegelijk een grote impact hebben en ten goede zullen komen aan de gehele beleggersmarkt (Kwadrant 1). Dit betekent een focus op het verbeteren van de voorspelbaarheid van beleid (1), verlagen van de overdrachtsbelasting (2), vormen van centraal toekomstbestendig overheidsbeleid (4) en het instellen van een (continue) inkomenstoets voor sociale/middenhuurwoningen (5). Kanttekening hierbij is dat het om lange termijn ingrepen gaat vanwege de benodigde toetsing op fiscaal en juridisch vlak alsmede voldoende politiek-maatschappelijk draagvlak.
2. **Scenario “level playing field”** | Wanneer het accent ligt op aantrekken van internationaal institutioneel kapitaal, is het raadzaam om te zorgen voor een “level playing field” voor zowel internationale als Nederlandse institutionele beleggers. Hiervoor is het van belang het huidige onderscheid dat wordt gemaakt door wet- en regelgeving omtrent het afschaffen van de vastgoed-fbi (7) en de pensioenfondsvrijstelling (8), waarbij internationale institutionele beleggers (fiscaal) worden benadeeld ten opzichte van Nederlandse institutionele beleggers, te mitigeren. Het aanpassen van de pensioenfondsvrijstelling, waardoor internationale institutionele beleggers gebruik kunnen maken van de fiscale transparantie, heeft enkel invloed op internationale institutionele beleggers terwijl het aanpassen van de afschaffing van de vastgoed-fbi, wanneer er bijvoorbeeld sprake is van een beursgenoteerde REIT structuur, impact heeft op de hele internationale beleggersmarkt. Dit gezien Nederlandse investeerders een alternatief hebben in fiscaal transparante, onbelaste rechtsvormen.
3. **Scenario “nieuwbouw”** | Voor het stimuleren van nieuwbouw – ongeacht het type belegger – zal de prioriteit moeten liggen op het verlagen van het BTW-tarief op nieuwbouw (3). Dit komt ten goede aan de gehele beleggersmarkt, al zal deze ingreep iets meer in het voordeel van institutionele beleggers werken vanwege hun traditionele sterkere focus op nieuwbouw, terwijl particuliere beleggers zich doorgaans meer op bestaande bouw richten.

3. **Scenario “bestaande bouw”** | Wanneer het accent wordt gelegd op investeringscondities voor bestaande bouw, is het raadzaam dit te sturen middels de Wet betaalbare huur (6), die momenteel voornamelijk investeringen en business cases in de bestaande bouw bemoeilijkt. Eveneens zal een verlaging van de OVB-tarief bijdragen aan de aantrekkelijkheid van bestaande bouw als beleggingscategorie.
4. **Scenario “ketensamenwerking”** | Voor het stimuleren van ketensamenwerking is het van belang om in te zetten op samenwerking met de vastgoedsector (9). Dit vergt een integrale benadering waarbij ingezet wordt op transparantie door de gehele keten. Denk daarbij aan transparantie over ontwikkelmarges, doorlooptijden van ontwikkelingen, vergunningstrajecten en de benodigde versimpeling daarvan, inspraakprocedures, grondprijnsbeleid en de mogelijkheid tot het inzetten van anti-speculatie instrumenten. Wanneer transparantie door de gehele keten wordt gestimuleerd, zal ketenverantwoordelijkheid ontstaan, waarin overheid en markt beide verantwoordelijkheid kennen. Transparantie en ketenverantwoordelijkheid zal de aantrekkelijkheid van het Nederlandse investeringsklimaat verbeteren en dragen bij aan de gezamenlijke aanpak voor de bouwopgave. Uiteindelijk komt ketenoptimalisatie ten goede aan de gehele markt van beleggers en voor zowel nieuwbouw als bestaande bouw.

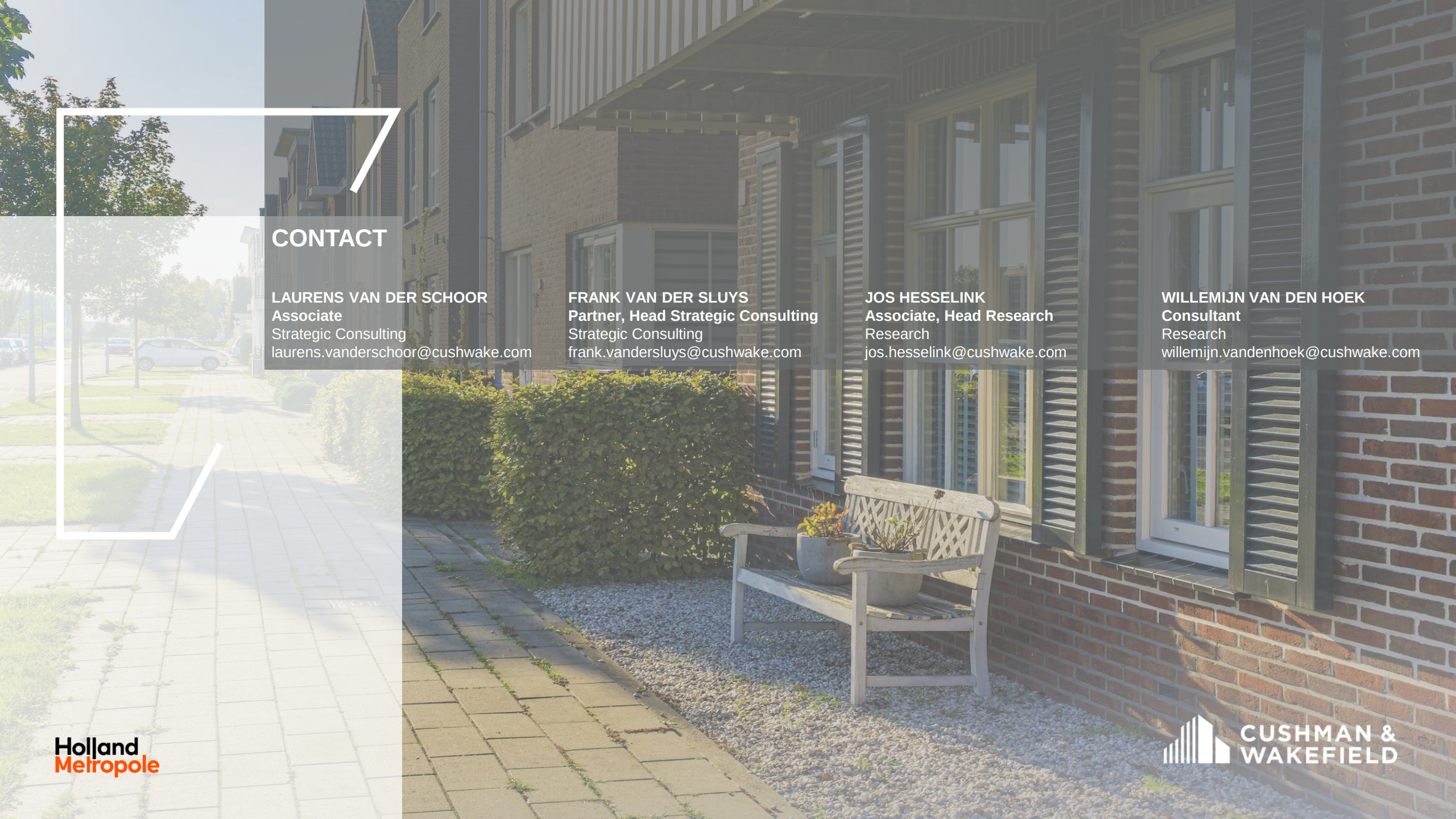
Uiteraard geldt ten aanzien van de prioritering dat een combinatie van scenario's kan worden aangehouden, waarbij tegelijkertijd aan meerdere verbetermogelijkheden prioriteit wordt gegeven ten koste van verbetermogelijkheden met een lagere prioriteit.

Management samenvatting

4 Vervolg

Om een concreet vervolg te geven aan de aanbevolen prioritering van de verbetermogelijkheden en de uitwerking en implementering hiervan, stellen wij Holland Metropole een aantal vervolgstappen voor. Deze moeten uiteindelijk bijdragen aan de aantrekkelijkheid van Nederland voor internationale institutionele beleggers en de positionering van Holland Metropole in dit internationale speelveld.

1. **Fiscale toetsing en doorrekening** | Een fiscale toetsing op de verbetermogelijkheden is noodzakelijk om de prioritering verder aan te scherpen. Middels een impactanalyse (IRR en NAR) per voorgestelde maatregel kan inzicht worden verkregen in de mate van impact een maatregel heeft om de aantrekkelijkheid van Nederland te vergroten voor internationale institutionele beleggers en hoeveel nieuwe woningen gerealiseerd zouden kunnen worden als gevolg van de (aangepaste) maatregel. Daarbij is het van belang om onderscheid te maken tussen fiscaliteit op korte termijn (passend binnen bestaande wet- en regelgeving) en op lange termijn (stimuleringsregelingen en nieuwe wet- en regelgeving noodzakelijk).
2. **Juridische toetsing** | Een juridische toetsing op de verbetermogelijkheden is noodzakelijk om de uitvoerbaarheid hiervan te toetsen en is een aanvulling op de prioritering conform de fiscale toetsing. Daarbij is het van belang om te toetsen of een voorstel niet in strijd is met recht en of deze past binnen de vigerende Europese en Nederlandse wet- en regelgeving. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de maatregelen zoals het BTW-tarief op nieuwbouw en bijvoorbeeld het versoepelen van de strikte maatregelen van de pensioenfondsvrijstelling.
3. **Benchmarken concurrentiepositie Nederland** | Om meer inzichten te krijgen in de concurrentiepositie van Nederland ten opzichte van de andere onderzochte landen is het raadzaam om verdiepend onderzoek te laten uitvoeren naar de mate van aanwezigheid van de determinanten in de andere bestudeerde Europese landen en welke uitwerking en impact deze elf determinanten hebben op de aantrekkelijkheid van het investeringsklimaat in een concurrerend land. Op deze manier kunnen de resultaten van dit onderzoek geconfronteerd worden met de Europese context en wordt inzichtelijk gemaakt in welke positie Nederland, ten opzichte van concurrerende Europese landen, heeft in het aantrekken van internationaal institutioneel kapitaal.
4. **Ketensamenwerking** | Nieuwbouw en bestaande bouw zijn onlosmakelijk aan elkaar verbonden. Daarbij geldt dat zowel particuliere beleggers als institutionele beleggers een volgordelijke rol kennen. Immers, de particuliere markt neemt (deels) bestaand vastgoed van institutionele beleggers over waardoor bij deze laatste groep kapitaal vrijkomt voor nieuwbouw. Deze doorstroming is noodzakelijk om de institutionele beleggers in Nederland ruimte te geven voor het realiseren van nieuwbouw. Het is raadzaam om te verkennen hoe de ketensamenwerking verder geoptimaliseerd kan worden door te onderzoeken aan welke knoppen (zoals o.a. ontwikkelmarges, doorlooptijd en vergunningstrajecten) in het ontwikkeltraject gedraaid kunnen worden. Het optimaliseren van het ontwikkelingstraject heeft in potentie een grote impact op de aankoop prijs van woningen en daarmee de beleggingsmarkt.
5. **Dialogo met Ministerie van BZK en Financiën** | Wanneer de voorgestelde verbetermogelijkheden en maatregelen getoetst zijn vanuit fiscaal en juridisch perspectief, en zijn gebenchmarkt ten opzichte van concurrerende Europese landen, kan de prioritering van de implementatie hiervan worden aangescherpt. Dit vormt de basis voor een constructieve dialoog met de Ministeries van BZK en Financiën, waarbij hen handvatten worden bereikt om te zorgen dat de investeringscondities in Nederland worden verbeterd en het tekort aan (huur)woningen gedicht kan worden, deels door de inbreng van kapitaal van internationale institutionele beleggers. In de dialoog is het van groot belang te verkennen of voorgestelde maatregelen politiek-maatschappelijk en financieel aanvaardbaar zijn en hoe deze maatregelen op politiek-maatschappelijk draagvlak kunnen rekenen. In de dialoog is het van groot belang de vastgoedsector te betrekken. De ministeries zetten inmiddels actief in op de dialoog met de sector, wat ten goede komt aan de ketensamenwerking.



CONTACT

LAURENS VAN DER SCHOOR
Associate
Strategic Consulting
laurens.vanderschoor@cushwake.com

FRANK VAN DER SLUYS
Partner, Head Strategic Consulting
Strategic Consulting
frank.vandersluys@cushwake.com

JOS HESSELINK
Associate, Head Research
Research
jos.hesselink@cushwake.com

WILLEMIJN VAN DEN HOEK
Consultant
Research
willemiijn.vandenhoeke@cushwake.com