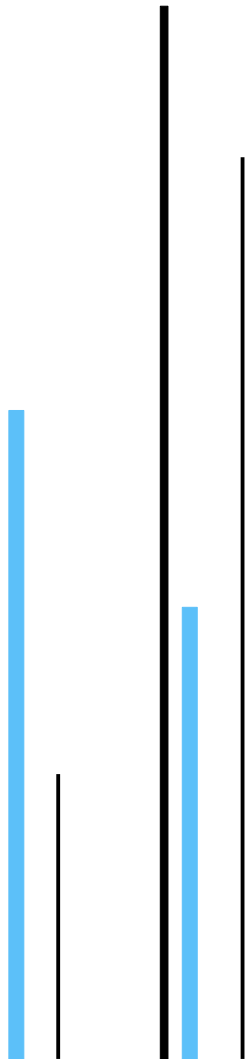


Validatie Handboek 2020



Validatie Handboek 2020

Uitgevoerd in opdracht van de Autoriteit woningcorporaties

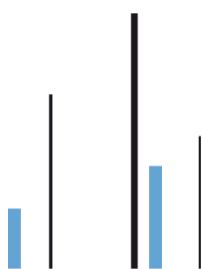


21 september 2021 | r2021-0063DE | 21162-WON

ABF Research | Verwersdijk 8 | 2611 NH | Delft | 015 - 27 99 300

Copyright ABF Research 2021

De informatie in dit rapport is met de grootste zorg samengesteld. ABF Research aanvaardt geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten, onnauwkeurigheden of onvolledigheden. Het gebruik van (onderdelen van) dit rapport is toegestaan mits de bron duidelijk wordt vermeld.



Inhoudsopgave

Samenvatting	1
1 Inleiding.....	3
1.1 Aanleiding onderzoek	3
1.2 Vraagstelling.....	3
1.3 Opzet rapport	4
2 De beschikbare data.....	5
3 De validatie	7
3.1 Methodiek.....	7
3.2 Het verschil tussen basis en full	7
3.3 Het gebruik van de vrijheidsgraden	11
3.4 De invloed van de vrijheidsgraden op de waardering.....	18
4 Verdiepende analyses.....	21
4.1 Tijdreeksanalyse	21
4.2 Verdiepend onderzoek uitbijters	22
4.3 Exit yields, disconteringsvoeten en bruto aanvangs-rendement.....	23
4.3.1 Nadere uitwerking	24
4.3.2 Exit yield, disconteringsvoeten en het BAR	27
4.3.3 Conclusies.....	28
Conclusies en aanbevelingen.....	29
Bijlage: Toelichting op de uitval van complexen en verhuureenheden	31



Samenvatting

Validatie handboek 2020

Dit rapport beschrijft de validatie van het *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde* met peildatum 31 december 2020. In de validatie wordt getoetst of de basiswaardering van het handboek leidt tot een aannemelijke marktwaarde op portefeuilleniveau voor reguliere woningen (eengezins- en meergezinswoningen), niet gelegen in een krimp- of aardbevingsgebied. Hiertoe worden de full-waarderingen van corporaties over het boekjaar 2020 vergeleken met de waarderingen die met de basisversie tot stand zouden zijn gekomen. De eis die aan het handboek wordt gesteld is dat voor minimaal 90% van de portefeuilles het verschil tussen de basis- en de full-waardering beperkt blijft tot maximaal 10%.

90% van de portefeuilles binnen bandbreedte

In de validatie van het handboek 2020 blijven 61 van de 68 (90%) van de portefeuilles binnen de gestelde bandbreedte tussen basis- en full-waardering. Daarmee wordt voldaan aan de eis die aan het handboek wordt gesteld. In de verschillen tussen basis- en full-waarderingen is een structurele afwijking zichtbaar: op portefeuilleniveau is de basiswaardering gemiddeld 3,1% lager dan de full-waardering. Voor 76% van de verhuureenheden geldt dat het uitpondscenario dominant is. Bij doorexpluiten zijn de belangrijkste veroorzakers van het verschil tussen basis- en full-versie afwijkingen op de markthuurlen en de disconteringsvoet, bij uitponden zijn dat de leegwaarde, de disconteringsvoet en het onderhoud. Opvallend is dat het onderhoud in het uitpondscenario in de full-versie gemiddeld 29% hoger is dan in de basisversie.

Verdiepend onderzoek naar uitbijters, exit yields en disconteringsvoeten

Om meer inzicht te krijgen in de soms grote verschillen tussen basis- en full-waarderingen zijn ABF en Calcasa met twee corporaties in gesprek gegaan, waarvan de basiswaardering van de portefeuille meer dan 10% lager is dan de full-waardering. Uit beide gesprekken komen de disconteringsvoeten naar voren als belangrijkste reden voor de verschillen tussen basis- en full-waarderingen. In de praktijk wordt in de full-waarderingen fijnmaziger gekeken naar de geografische ligging van het bezit, in vergelijking met het regionale niveau waarop de basisversie de hoogte van de disconteringsvoeten onderscheidt.

Daarnaast is onderzoek gedaan naar de relatie tussen de exit yields, disconteringsvoeten en het BAR (bruto aanvansrendement). Eén van de conclusies uit dit onderzoek is dat bij gebruik van de exit yield als vrijheidsgraad in de full-versie de spreiding in exit yields kleiner is dan de spreiding in exit yields die voortkomen uit de eindwaardeberekening aan de hand van de handboekformules. Gemiddeld genomen zijn de exit yields lager dan de disconteringsvoeten en bij uitponden is het verschil tussen de exit yield en de disconteringsvoeten groter dan bij doorexpluiten. De exit yield is gemiddeld iets hoger dan het BAR.

1



Inleiding

1.1 Aanleiding onderzoek

Op grond van de Woningwet 2015 dienen corporaties het vastgoed in exploitatie voor de jaarrekening te waarderen op basis van marktwaarde in verhuurde staat (in het vervolg *marktwaarde* genoemd). Het *Handboek modelmatig waarderen marktwaarde*, waarin de uitgangspunten en rekenregels van de marktwaardering zijn uitgewerkt, ondersteunt hierin. Het handboek maakt onderscheid naar twee benaderingen: de basisversie en de full-versie. De basisversie is een modelmatige en kostenefficiënte methodiek om de marktwaarde te bepalen en leidt op portefeuilleniveau tot een aannemelijke marktwaarde. Corporaties kunnen ervoor kiezen in plaats van de basisversie gebruik te maken van de full-versie. In de full-versie is het mogelijk om op bepaalde taxatieparameters (vrijheidsgraden) af te wijken van de basisversie en zo tot een andere waardering te komen. De kosten bij gebruik van de full-versie zijn hoger dan bij gebruik van de basisversie, maar met de full-versie kan op complexniveau een aannemelijke marktwaarde worden berekend. Voor bepaalde typen vastgoed is gebruik van de full-versie verplicht.

De eerste, consultatieve versie van het handboek werd op 17 juni 2015 gepubliceerd, met als peildatum 31 december 2014. Inmiddels is de zevende versie van het handboek beschikbaar, met peildatum 31 december 2020. Jaarlijks wordt het handboek gevalideerd aan de hand van de waarderingsgegevens van het afgelopen jaar, en naar aanleiding daarvan geactualiseerd en opnieuw gepubliceerd. In dit rapport wordt verslag gedaan van de validatie van het handboek met peildatum 31 december 2020. Hiertoe worden de waarderingsgegevens over het verslagjaar 2020 gebruikt die met de full-versie tot stand zijn gekomen.

1.2 Vraagstelling

Kernvraag van de validatie is of de methodiek en normen van de basisversie tot een goede marktwaardering leiden voor die gevallen waarvoor de basisversie mag worden toegepast. Om dit te toetsen wordt aangenomen dat de waarderingsgegevens die met de full-versie tot stand zijn gekomen een goede inschatting zijn van de marktwaarde. Deze full-waarderingsgegevens worden vergeleken met de waarderingsgegevens die met de basisversie tot stand zouden zijn gekomen. De basisversie wordt beschouwd als een goede weergave wanneer deze niet te veel afwijkt van de full-waardering. De eis die daarbij aan het handboek wordt gesteld is dat voor tenminste 90% van de portefeuilles het relatieve verschil tussen de berekende basiswaardering en de full-waardering niet méér bedraagt dan 10%.

Nadat is vastgesteld of aan deze gestelde eis is voldaan, wordt ingezoomd op het gebruik van de verschillende vrijheidsgraden die in de full-versie kunnen worden gebruikt. Uit deze analyses moet blijken welke van de vrijheidsgraden verantwoordelijk zijn voor de (grotere) verschillen tussen basis- en full-waardering. Wanneer blijkt dat bepaalde vrijheidsgraden in hoge mate verantwoordelijk zijn voor grote afwijkingen van de full-waarderingsgegevens ten opzichte van de basiswaarderingen, kan dit aanleiding geven om

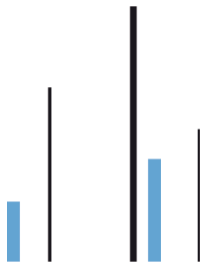
de voorgeschreven waarde voor deze taxatieparameters aan te scherpen en op die manier de afwijking tussen de beide benaderingen te zorgen.

De validatie is uitgevoerd voor reguliere woningen, dat wil zeggen eengezins- en meergezinswoningen, met uitzondering van woningen met gelegen in een krimp- en/of aardbevingsgebied. Voor de andere typen woningen (woningen in krimp- en/of aardbevingsgebieden, studentenwoningen en extramurale zorgeenheden) en voor bedrijfsmatig, maatschappelijk en zorg onroerend goed wordt het handboek niet gevalideerd. Voor deze vastgoedtypen geldt dat gebruik van de full-versie voorgeschreven is wanneer de huursom in deze categorie groter is dan 5% van de totale huursom. Voor het berekenen van de basis- en full-waarderingen van de verhuureenheden aan de hand van de aangeleverde objectgegevens en waarderingsparameters wordt in dit onderzoek gebruik gemaakt van RazZudock, het taxatiemanagement-systeem van Kabana. In de validatie wordt gebruik gemaakt van de aangeleverde full-waarden, de berekende full-waarden in RazZudock dienen enkel als controlemiddel op plausibiliteit van de aangeleverde data.

1.3 Opzet rapport

De structuur van dit rapport is als volgt. In hoofdstuk 2 worden de door de corporaties aangeleverde waarderingsgegevens en de bruikbaarheid hiervan beschreven. Hoofdstuk 3 behandelt de validatie van het handboek voor reguliere woningen en gaat in op het gebruik van de verschillende vrijheidsgraden en de impact hiervan op de full-waardering. In hoofdstuk 4 wordt verslag gedaan van de bevindingen uit de verdiepende analyses. Het rapport wordt afgesloten met conclusies en aanbevelingen.

2



De beschikbare data

In april 2021 zijn ten behoeve van de validatie door de Autoriteit woningcorporaties de waarderingsgegevens over het verslagjaar 2020 uitgevraagd van de corporaties die de full-versie hebben gebruikt. Om voor uniformiteit binnen de aangeleverde waarderingsgegevens te zorgen, gebruiken de corporaties instructies die sinds de validatie van het handboek 2017 worden opgesteld door de softwareleveranciers en jaarlijks waar nodig worden aangescherpt. Met behulp van deze instructies kan de data op een eenduidige manier uit de systemen gehaald worden, leidend tot efficiëntie in het validatieproces en een zo goed mogelijke datakwaliteit. In dit hoofdstuk worden de aangeleverde gegevens en de bruikbaarheid hiervan voor het onderzoek beschreven.

In totaal zijn de waarderingsgegevens van 96 woningportefeuilles aangeleverd. Een deel van deze portefeuilles wordt echter niet meegenomen in de validatie:

- 2 portefeuilles bestaan geheel, of voor minimaal 82,5% uit studenteneenheden (sinds de validatie van het handboek 2019 worden enkel portefeuilles meegenomen in de validatie die voor tenminste 17,5% bestaan uit reguliere woningen, niet gelegen in een krimp- of aardbevingsgebied);
- 17 portefeuilles zijn geheel, of voor minimaal 82,5% gelegen in een krimp- of aardbevingsgebied (idem: sinds de validatie van het handboek 2019 worden enkel portefeuilles meegenomen in de validatie die voor tenminste 17,5% bestaan uit reguliere woningen, niet gelegen in een krimp- of aardbevingsgebied);
- 6 portefeuilles bestaan geheel, of voor minimaal 82,5% uit verhuureenheden die worden afgekeurd op basis van de screening op gemengde complexen, ontbrekende objectgegevens en implausibele objectgegevens;
- 3 portefeuilles vallen af als gevolg van de plausibiliteitstoets full-waarderingen: deze portefeuilles kennen een te groot verschil (meer dan 10%) tussen de door de corporatie aangeleverde full-waardering en de ter controle op basis van de taxatieparameters berekende full-waardering. Wanneer deze beide waarderingen onderling te veel van elkaar afwijken duidt dit op incorrecte inputparameters of een incorrecte aangeleverde full-waardering, dan wel te grote inconsistenties in de full-versie berekeningen tussen de verschillende softwarepakketten.

Na uitsluiting van deze 28 portefeuilles resteren 68 portefeuilles waarop de validatie is uitgevoerd. Op deze portefeuilles wordt ook de in de derde bullet benoemde screening op gemengde complexe, ontbrekende objectgegevens en implausibele objectgegevens toegepast. In Bijlage 1 worden deze selectiecriteria in detail beschreven. Naar aanleiding van de screening wordt binnen de 68 portefeuilles 9% van de verhuureenheden afgekeurd en resteren 801.300 verhuureenheden, verdeeld over 17.500 complexen (Tabel 2-1).

Tabel 2-1: Aantal portefeuilles, complexen en verhuureenheden in de validatie voor reguliere woningen, excl. krimp en/of aardbevingsgebied, na screening

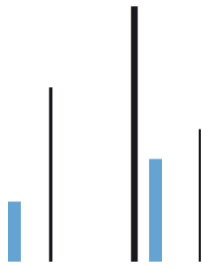
	Aantal
Portefeuilles	68
Complexen	17.500
Verhuureenheden	801.300

Om betrouwbare uitspraken te kunnen doen is regionale representativiteit van de data van belang. Tabel 2-2 toont de uitsplitsing van de bruikbare verhuureenheden naar type verhuureenheid (eengezins/meergezins) en de onderverdeling naar de provincies en de vier grote gemeenten (G4). In deze indeling zijn de provincies waarin de vier grote gemeenten liggen steeds exclusief deze gemeenten. In de laatste kolom wordt getoond hoeveel portefeuilles in elke regio vallen. In iedere provincie of G4-gemeente is data uit tenminste twee portefeuilles beschikbaar. Omdat een portefeuille woningen in meerdere regio's kan bevatten, telt het aantal portefeuilles in de tabel op tot meer dan 68.

Tabel 2-2: Aantal reguliere woningen naar eengezins/meergezins en aantal portefeuilles, per provincie plus G4

Provincie + G4	EGW	MGW	Totaal	Portefeuilles
Groningen	5.000	19.500	24.500	6
Friesland	27.100	20.500	47.600	3
Drenthe	14.200	7.200	21.400	3
Overijssel	39.800	35.400	75.200	10
Flevoland	6.300	6.700	13.000	2
Gelderland	44.100	31.600	75.700	12
Utrecht	18.800	21.800	40.600	8
Noord-Holland	39.800	49.300	89.100	11
Zuid-Holland	43.000	83.300	126.300	19
Zeeland	13.500	9.900	23.400	4
Noord-Brabant	29.500	36.200	65.700	7
Limburg	12.200	10.000	22.200	2
Amsterdam	9.600	70.700	80.300	5
Den Haag	4.100	26.500	30.600	2
Rotterdam	5.700	29.700	35.400	4
Utrecht	8.800	21.800	30.600	5
Totaal	321.400	479.900	801.300	

3



De validatie

3.1 Methodiek

In dit hoofdstuk wordt de basisversie van het handboek gevalideerd voor reguliere woningen (eengezins- en meergezinswoningen), niet gelegen in een krimp- en/of aardbevingsgebied. De basisversie wordt beschouwd als een goede weergave wanneer deze waardering niet te veel afwijkt van de full-waardering. De eis die daarbij aan het handboek wordt gesteld is dat voor tenminste 90% van de portefeuilles het relatieve verschil tussen de berekende basiswaardering en de full-waardering niet méér bedraagt dan 10%. In de volgende paragraaf wordt bepaald welk aandeel van de portefeuilles binnen deze gestelde bandbreedte blijft. Daarna wordt ingegaan op het gebruik van vrijheidsgraden in de full-waarderingen, en volgen analyses over de impact van deze vrijheidsgraden op de verschillen tussen basis- en full-waarderingen.

3.2 Het verschil tussen basis en full

Voor elk van de 68 in de validatie betrokken portefeuilles met reguliere woningen wordt de aangeleverde full-waardering vergeleken met de 'would-be' basiswaardering, die met het taxatiemanagementpakket is berekend op basis van de eveneens aangeleverde object- en complexgegevens. De keuze om de berekende basiswaarderingen te vergelijken met de aangeleverde full-waarderingen – en niet met de berekende full-waarderingen – is gemaakt omdat de aangeleverde full-waardering de waardering is die door de taxateur is vastgesteld en door de accountant is gecontroleerd en goedgekeurd.

Tabel 3-1 toont de procentuele afwijkingen van basiswaardering ten opzichte van full-waardering op portefeuilleniveau. Een negatieve waarde duidt dus op een full-waardering die hoger is dan de basiswaardering. Voor 61 van de 68 portefeuilles (90%) geldt dat de berekende basiswaardering maximaal 10% afwijkt van de aangeleverde full-waardering. Daarmee wordt voldaan aan de eis die aan het handboek gesteld wordt.

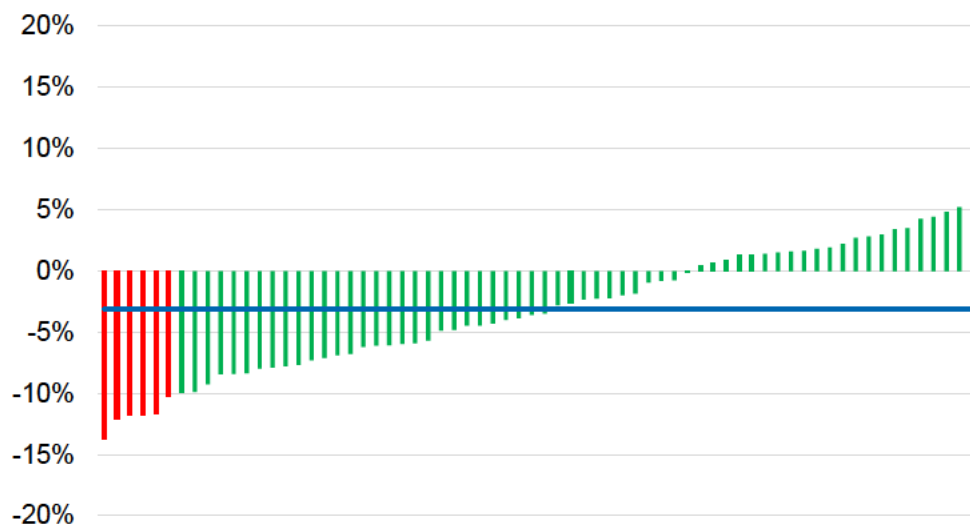
Een structurele afwijking tussen basis- en full-waarderingen is zichtbaar: binnen de 68 portefeuilles is de basiswaardering gemiddeld, ongewogen op portefeuilleniveau, 3,1% lager dan de full-waardering. Een dergelijke structurele afwijking kwam ook naar voren in de validaties van het handboek 2017, het handboek 2018 en het handboek 2019, en kan duiden op snel veranderende en/of onverwachte marktontwikkelingen in het laatste kwartaal van 2020 (tussen het moment van publicatie van het handboek eind oktober en de peildatum van het handboek).

Tabel 3-1: De waardering van reguliere woningen, excl. krimp- en/of aardbevingsgebied, volgens de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per portefeuille (tabel)

Afwijking	Aantal	Procent	Naar vhe
<-25%	0	0%	0%
-25%/-20%	0	0%	0%
-20%/-15%	0	0%	0%
-15%/-10%	6	9%	6%
-10%/-5%	20	29%	33%
-5%/0%	20	29%	34%
0%/5%	20	29%	26%
5%/10%	1	1%	1%
10%/15%	1	1%	1%
15%/20%	0	0%	0%
20%/25%	0	0%	0%
>25%	0	0%	0%

Figuur 3-1 toont nogmaals de afwijkingen van de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering op portefeuilleniveau, waarbij de afwijkingen van individuele corporaties zijn gerangschikt van laag naar hoog. De 7 portefeuilles met een verschil van meer dan 10% tussen basis- en full-waardering zijn rood gemarkeerd. Voor 6 van deze 7 'uitbijters' is de basiswaardering lager dan de full-waardering. Van de 7 uitbijters is één portefeuille van formaat XL (>25.000 verhuureenheden) en zijn er twee portefeuilles die in één of meerdere van de voorgaande drie validatiejaargangen ook een afwijking van meer dan 10% hadden. Voor alle drie de portefeuilles geldt dat de basiswaardering tenminste 10% lager is dan de full-waardering. Deze drie corporaties zijn benaderd met de vraag een onderbouwing te geven van de ingezette vrijheidsgraden in de full-versie. Met twee van deze corporaties zijn daarop gesprekken gevoerd. In paragraaf 4.2 wordt hier nader op ingegaan.

Figuur 3-1: De waardering van reguliere woningen, excl. krimp- en/of aardbevingsgebied, volgens de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per portefeuille (rupsfiguur)



De marktwaarde wordt zowel in de basis- als in de full-versie bepaald op basis van toekomstige kasstromen. Hiervoor zijn twee scenario's van toepassing: het doorexploiteerscenario en het uitpondscenario. De marktwaarde wordt berekend voor beide scenario's. Voor reguliere woningen wordt in de basisversie de hoogste waarde toegepast, twee gehanteerd, waarbij wordt uitgegaan van de waarde op complexniveau. In de full-versie is de laagste waarde het uitgangspunt, maar een van beide scenario's kan worden afgedwongen als uit marktanalyse blijkt dat meer aanleiding toe is. In Tabel 3-2 staat een overzicht van de toegepaste scenario's. Hieruit blijkt dat voor 75% (65% uitponden en 10% doorexploiteren) van de verhuureenheden hetzelfde scenario is toegepast in de full-waardering als in de basiswaardering. Opvallend is dat, binnen de 6 portefeuilles waarvan de basiswaardering meer dan 10% lager is dan de full-waardering, in de full-versie het doorexploiteerscenario veel vaker overheersend is (38% van de verhuureenheden) dan in de basisversie (10% van de verhuureenheden).

Tabel 3-2: Scenario in basisversie vs. scenario in full-versie voor de 68 portefeuilles met reguliere woningen en afzonderlijk voor de 7 afwijkende portefeuilles, op niveau van verhuureenheid

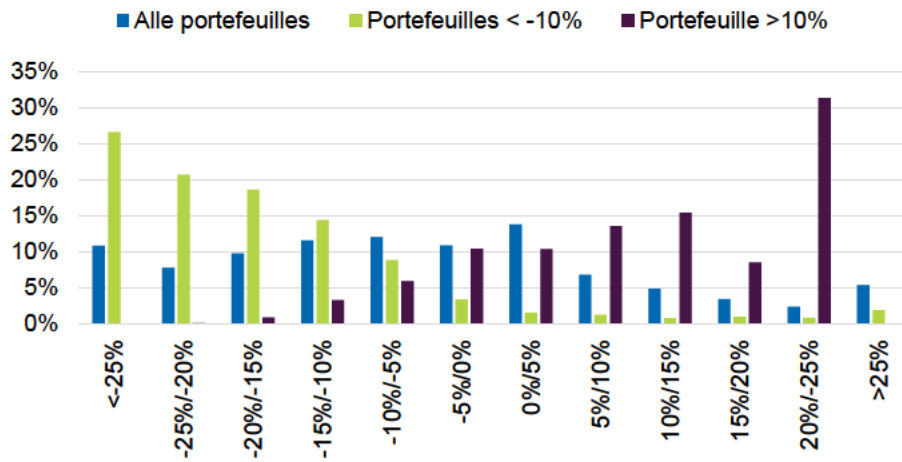
	Alle portefeuilles		Totaal
	Full doorexploiteren	Full uitponden	
Basis doorexploiteren	10%	11%	21%
Basis uitponden	14%	65%	79%
Totaal	24%	76%	100%

	Portefeuilles < -10%		Totaal
	Full doorexploiteren	Full uitponden	
Basis doorexploiteren	7%	4%	10%
Basis uitponden	31%	59%	90%
Totaal	38%	62%	100%

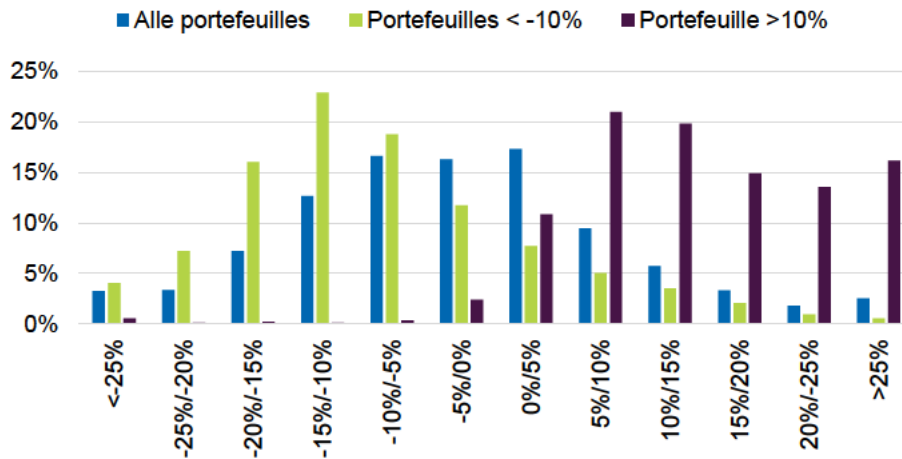
	Portefeuille >10%		Totaal
	Full doorexploiteren	Full uitponden	
Basis doorexploiteren	0%	8%	8%
Basis uitponden	2%	90%	92%
Totaal	2%	98%	100%

Figuur 3-2 en Figuur 3-3 tonen de verdeling van de afwijkingen per exploitatiescenario in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering op het niveau van verhuureenheid, voor alle 68 portefeuilles in de validatie en afzonderlijk voor de 7 portefeuilles waarvan de basiswaardering meer dan 10% afwijkt van de full-waardering. Opvallend is dat, voor de 6 portefeuilles waarbij de basiswaardering meer dan 10% lager is dan de full-waardering, met name de afwijkingen in het doorexploiteerscenario relatief groot zijn.

Figuur 3-2: De afwijking van de marktwaarde in het doorexploiteerscenario in de basisversie ten opzichte van de full-versie, voor de 68 portefeuilles en afzonderlijk voor de 7 afwijkende portefeuilles, op niveau van verhuureenheid



Figuur 3-3: De afwijking van de marktwaarde in het uitpondscenario in de basisversie ten opzichte van de full-versie, voor de 68 portefeuilles en afzonderlijk voor de 7 afwijkende portefeuilles, op niveau van verhuureenheid



3.3 Het gebruik van de vrijheidsgraden

Indien gekozen wordt voor een full-waardering is er een aantal taxatieparameters waarop kan worden afgeweken ten opzichte van de basisversie. Deze taxatieparameters worden vrijheidsgraden genoemd. Afwijkingen op de vrijheidsgraden leiden tot verschillen tussen basis- en full-waardering. In dit hoofdstuk wordt onderzocht op welke vrijheidsgraden het meest is afgeweken en hoe deze afwijkingen eruit zagen.

Het handboek 2020 kent voor de waardering van woningen de volgende vrijheidsgraden:

- schematische vrijheid
- markthuur
- markthuurstijging
- leegwaarde
- leegwaardestijging
- disconteringsvoet
- mutatie- en verkoopkans
- onderhoud
- exit yield
- technische splitsingskosten
- bijzondere uitgangspunten
- erfpacht
- exploitatiescenario

Tabel 3-3 geeft een overzicht van het gebruik van de vrijheidsgraden in de full-waarderingen van de reguliere woningen op het niveau van verhuureenheid. In sommige gevallen is de afwijking op de vrijheidsgraad ten opzichte van de basiswaarde zodanig miniem, dat dit meer waarschijnlijk een kleine onnauwkeurigheid in de data betreft dan een daadwerkelijke afwijking op de vrijheidsgraad. Om die reden wordt een ondergrens van de aanpassing gehanteerd, die weergegeven is in de laatste kolom. Als het verschil groter is dan deze ondergrens dan wordt de vrijheidsgraad als gebruikt beschouwd. De vrijheidsgraden die niet in de tabel voorkomen zijn in beperkte mate gebruikt of hebben minimale invloed op de waardering, en zijn daarom in deze analyses achterwege gelaten.

Rechts in de tabel wordt per vrijheidsgraad de gemiddelde afwijking op de vrijheidsgraad getoond in het geval deze is ingezet in de full-waardering. Analoog aan de vorige paragraaf wordt steeds de waarde in de basisversie ten opzichte van de full-versie weergegeven, ofwel een negatieve waarde duidt op een vrijheidsgraad die in de full-versie hoger is ingesteld dan in de basisversie. De gemiddelde afwijking wordt weergegeven voor alle portefeuilles en afzonderlijk voor de 7 uitbijters (de portefeuilles waarvoor het verschil tussen basiswaardering en full-waardering groter dan 10% is), waarbij we onderscheid maken naar de 6 portefeuilles waarbij de basiswaardering lager is dan de full-waardering, en de (enige) portefeuille waarbij de basiswaardering hoger is dan de full-waardering. Voor de vrijheidsgraden markthuur, de disconteringsvoeten in beide exploitatiescenario's, en het onderhoud in het doorexploiteerscenario is de gemiddelde afwijking gezien over alle portefeuilles positief, ofwel voor deze vrijheidsgraden is de waarde in de full-versie gemiddeld lager dan in de basisversie. Voor de vrijheidsgraden leegwaarde, leegwaardestijging, mutatiegraad, en het onderhoud in het uitpondscenario is de gemiddelde afwijking

gemiddeld genomen in de full-waardering een hogere waarde gehanteerd dan in de basiswaardering. Het geval met een negatief rendement is een bijzonder geval en wordt afzonderlijk behandeld in paragraaf 4.3.

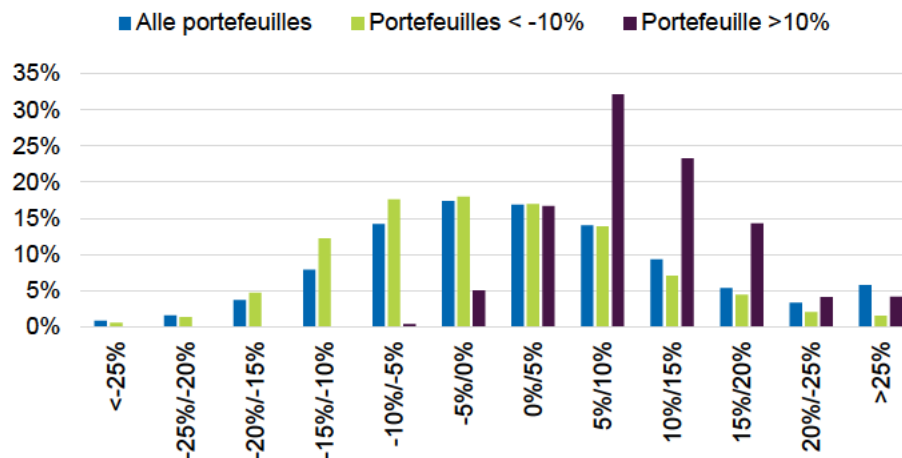
Tabel 3-3: Gebruik van vrijheidsgraden voor reguliere woningen, excl. krimp- en/of aardbevingsgebied, in procenten van het totaal aantal reguliere woningen met een full-waardering, en de gemiddelde afwijking basis t.o.v. full voor alle 68 portefeuilles en de 7 afwijkende portefeuilles

Vrijheidsgraad	Gebruik vrijheidsgraad			Gemiddelde afwijking basis t.o.v. full		
	Aangepast	Eenheid	Criterium	Alle port.	Port. < -10%	Port >10%
Markthuur	94%	%	Verschil €10	2,7%	-0,55%	10,16%
Leegwaarde	94%	%	Verschil €500	-3,62%	-4,88%	2,43%
Leegwaardestijging	75%	%-pt	Verschil 0,1%	-0,45%	-0,39%	-
Disconteringsvoet (DE)	84%	%-pt	Verschil 0,1%	0,42%	0,88%	0,15%
Disconteringsvoet (UP)	83%	%-pt	Verschil 0,1%	0,35%	0,71%	-0,48%
Mutatiegraad (UP)	72%	%-pt	Verschil 0,5%	-2,98%	-2,63%	1,08%
Onderhoud (DE)	79%	%	Verschil €10	2,56%	1,07%	-4,39%
Onderhoud (UP)	82%	%	Verschil €10	-29,32%	-28,99%	-28,91%

In Figuur 3-4 tot en met Figuur 3-11 wordt door middel van staafdiagrammen voor elke vrijheidsgraad uit de tabel de mate en richting weergegeven waarin de vrijheidsgraad is aangepast, op het niveau van verhuureenheid. Het betreft wederom het verschil in de basisversie ten opzichte van de full-versie, in procenten dan wel procentpunten. De blauwe balken tonen de verdeling van de afwijkingen op de vrijheidsgraad voor alle woningen, de groene balken de afwijkingen voor de woningen uit de 6 uitbijters waarvoor de basiswaardering meer dan 10% lager is dan de full-waardering, en de paarse balken de afwijkingen voor de woningen van de uitbijter waarbij de basiswaardering meer dan 10% hoger is dan de full-waardering. Bij het beschrijven van de theoretische invloed van een individuele vrijheidsgraad wordt er steeds vanuit gegaan dat de andere vrijheidsgraden constant worden gehouden.

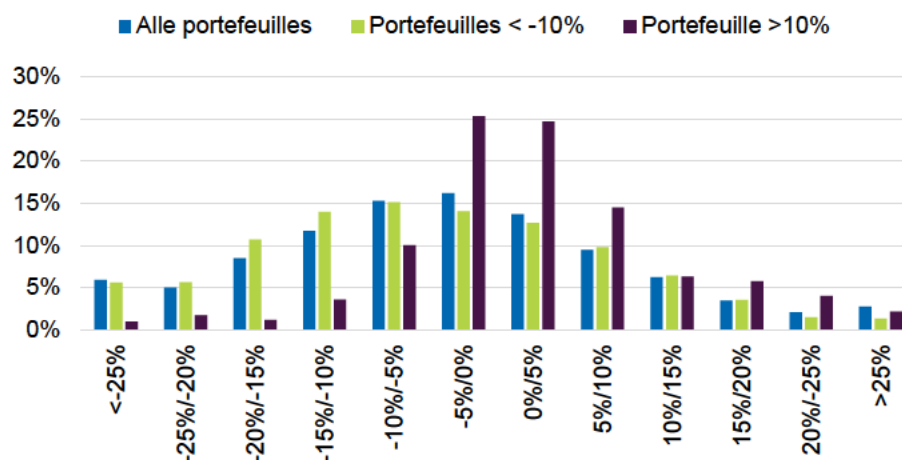
Een hogere **markthuur** zal, ceteris paribus, leiden tot een hogere waarde in de full-versie ten opzichte van de basisversie wanneer in de full-versie het doorexploteerscenario van toepassing is. Naarmate tijd verstrijkt en woningen muteren, harmoniseren zij naar de markthuur of de maximaal redelijke huur. Voor blijvend gereguleerde woningen heeft de markthuur weinig tot geen invloed, behalve wanneer deze lager is dan de maximale huur volgens het WWS. Ook dan geldt na mutatie de markthuur. In het uitpondscenario voor blijvend gereguleerde woningen geldt voor de eerste zeven jaar het doorexploteerscenario, echter de markthuur zal daar weinig invloed hebben omdat over het algemeen na mutatie nog steeds de maximaal redelijke huur van toepassing is, en niet de markthuur. Figuur 3-4 toont de afwijkingen op vhe-niveau op de markthuur in de basisversie ten opzichte van de full-versie. De markthuur wordt voor 94% van de woningen als vrijheidsgraad gebruikt en is in de basisversie bij gebruik gemiddeld 2,70% hoger dan in de full-versie. Tussen verhuureenheden zijn er wel grote verschillen: 38% van de eenheden heeft een afwijking op de markthuur groter dan 10%.

Figuur 3-4: Het verschil van de markthuur in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procenten



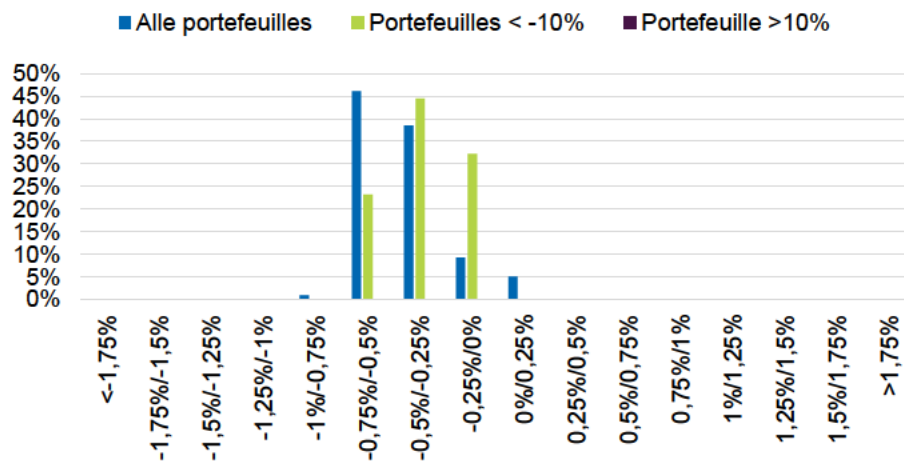
Het gebruik van een hogere leegwaarde in de full-versie leidt tot een hogere marktwaarde ten opzichte van de marktwaarde volgens de basisversie wanneer in de full-versie het uitpondscenario van toepassing is: na mutatie zal de woning worden verkocht voor de hogere leegwaarde. Bij blijvend gereguleerde woningen waarbij de eerste zeven jaar een doorexploiteerscenario wordt gevolgd, is deze invloed kleiner. Figuur 3-5 toont de verdeling van de afwijkingen op vhe-niveau voor deze vrijheidsgraad. Voor 94% van de full-versie woningen wordt de leegwaarde als vrijheidsgraad gebruikt. De leegwaarde is in de basisversie gemiddeld 3,62% lager dan in de full-versie voor alle portefeuilles en 4,88% lager voor de 6 afwijkende portefeuilles met een basiswaardering die meer dan 10% lager is dan de full-waardering. De leegwaarde wordt zowel naar boven als naar beneden aangepast. Voor 31% van de verhuureenheden is de leegwaarde in de basisversie minimaal 10% lager dan in de full-versie, en voor 14% van de verhuureenheden is de leegwaarde in de basisversie minimaal 10% hoger dan in de full-versie.

Figuur 3-5: Het verschil van de leegwaarde in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procenten



leegwaardestijging in de full-versie resulteert in een hogere marktwaarde dan in de basisversie wanneer dit scenario van toepassing is. Figuur 3-6 geeft de verdeling weer van de afwijkingen op vhe-niveau voor deze vrijheidsgraad. De vrijheidsgraad wordt voor 75% van de woningen gehanteerd. In de full-versie wordt de leegwaardestijging in de basisversie gemiddeld 0,45 procentpunt lager dan in de full-versie. Voor de 6 afwijkende portefeuilles met een basiswaardering die meer dan 10% lager is dan de full-waardering is de leegwaardestijging in de basisversie gemiddeld 0,39 procentpunt lager. Binnen de portefeuille waarvan de basiswaardering meer dan 10% hoger is dan de full-waardering is de leegwaardestijging niet als vrijheidsgraad gebruikt.

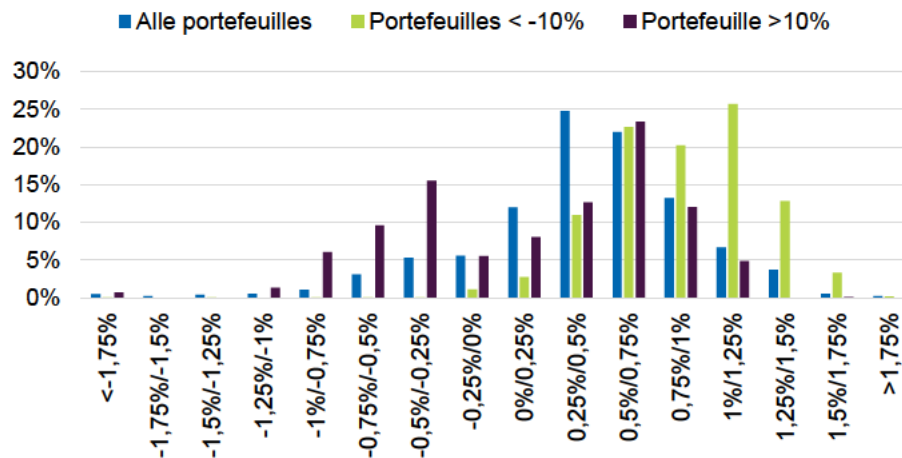
Figuur 3-6: Het verschil van de leegwaardestijging in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procentpunten



Een hogere disconteringsvoet in het doorexploiteerscenario in de full-versie leidt tot een lagere marktwaarde dan in de basisversie wanneer dit scenario van toepassing is. Figuur 3-7 toont de verdeling van de afwijkingen op vhe-niveau voor de disconteringsvoet in het doorexploiteerscenario. Voor 84% van de full-versie woningen wordt deze vrijheidsgraad gehanteerd, waarbij de disconteringsvoet in de basisversie bij gebruik van deze vrijheidsgraad gemiddeld 0,42 procentpunt hoger is dan in de full-versie. Voor de 6 afwijkende portefeuilles met een basiswaardering die lager is dan de full-waardering is deze afwijking gemiddeld 0,88 procentpunt in dezelfde richting. Uit de effectrapportage van Fakton¹ blijkt dat voor een standaardwoning een aanpassing van 0,1 procentpunt in de disconteringsvoet in het doorexploiteerscenario gemiddeld leidt tot een verschil van 2,7% in de marktwaarde. In het uitpondscenario is de invloed op de marktwaarde 1,3% per 0,1 procentpunt aanpassing in de disconteringsvoet. Gemiddelde afwijkingen van 0,42 procentpunt respectievelijk 0,88 procentpunt leiden tot aanzienlijke verschillen in de marktwaarde.

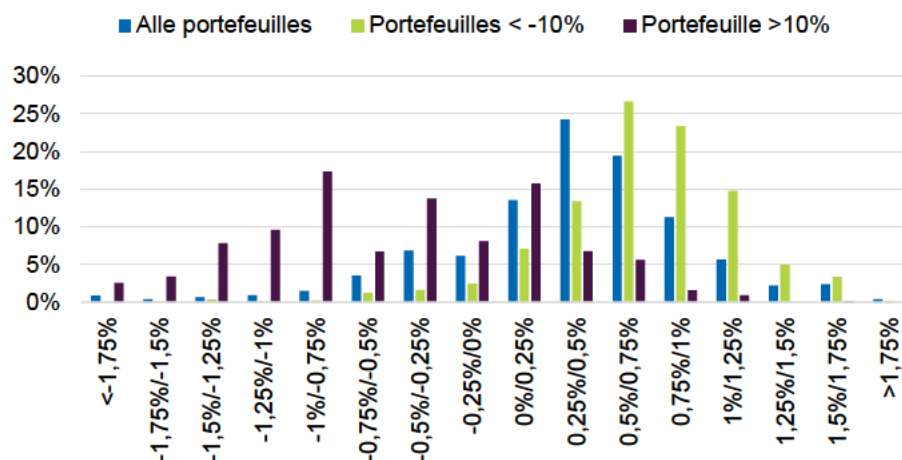
¹ Rapportage effecten Handboek marktwaardering 2020 versus 2019 (Fakton, februari 2021).

Figuur 3-7: Het verschil van de disconteringsvoet (doorexploiteerscenario) in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procentpunten



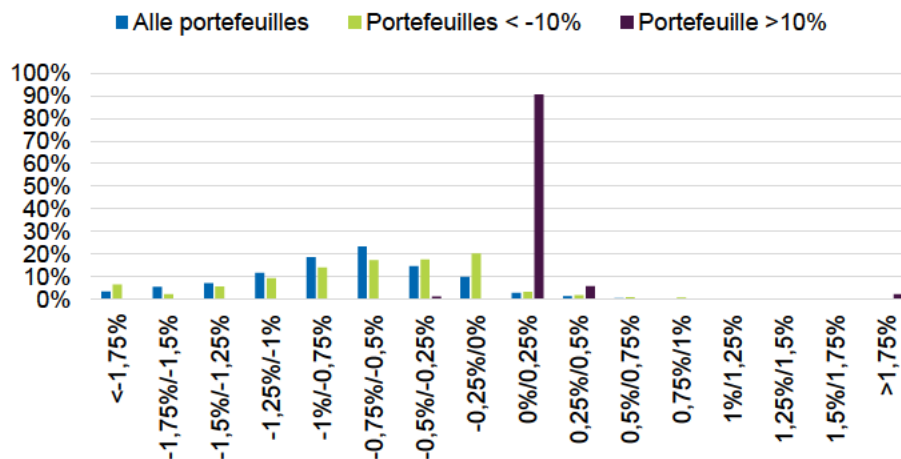
Evenals in het doorexploiteerscenario geeft een hogere disconteringsvoet in het uitpondscenario een lagere marktwaarde dan in de basisversie wanneer dit scenario van toepassing is. In het algemeen is de invloed van de disconteringsvoet in het uitpondscenario kleiner dan in het doorexploiteerscenario, met name bij een hogere mutatiegraad. In het doorexploiteerscenario liggen de verwachte kasstromen namelijk verder in de tijd hoger en heeft de disconteringsvoet derhalve meer invloed. Dit blijkt ook uit de effectrapportage van Fakton. Figuur 3-8 toont de verdeling van de afwijkingen op vhe-niveau voor deze vrijheidsgraad, die voor 83% van de full-versie woningen wordt gebruikt. De disconteringsvoet in het uitpondscenario is, bij gebruik van deze vrijheidsgraad, in de basisversie gemiddeld 0,35 procentpunt hoger dan in de full-versie. Voor de 6 afwijkende portefeuilles met een basiswaardering die tenminste 10% lager is dan de full-waardering is deze afwijking gemiddeld 0,71 procentpunt in dezelfde richting. Binnen de portefeuille waarbij de basiswaardering meer dan 10% hoger is dan de full-waardering is de disconteringsvoet in de basisversie gemiddeld juist lager dan in de full-versie, met een gemiddeld verschil van 0,48 procentpunt.

Figuur 3-8: Het verschil van de disconteringsvoet (uitpondscenario) in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procentpunten



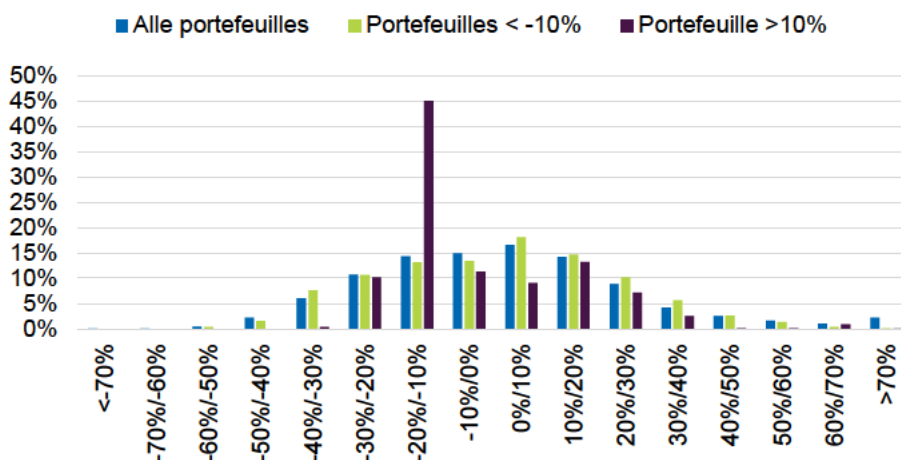
mutatiegraad in het uitpondscenario in de full-versie resulteert bij de huidige waarden, waarbij de leegwaarden hoog zijn en de contracthuren maar beperkt kunnen stijgen, wat resulteert in een lagere marktwaarde in dit scenario. Figuur 3-9 toont de verdeling van de afwijkingen op deze vrijheidsgraad, die voor 72% van de full-versie woningen wordt gehanteerd. De gemiddelde mutatiegraad in het uitpondscenario is bij gebruik gemiddeld 2,98 procentpunt lager in de basisversie dan in de full-versie. Voor de 6 afwijkende portefeuilles met een basiswaardering die tenminste 10% lager is dan de full-waardering bedraagt deze afwijking gemiddeld 2,63 procentpunt in dezelfde richting.

Figuur 3-9: Het verschil van de mutatiegraad (uitpondscenario) in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procentpunten



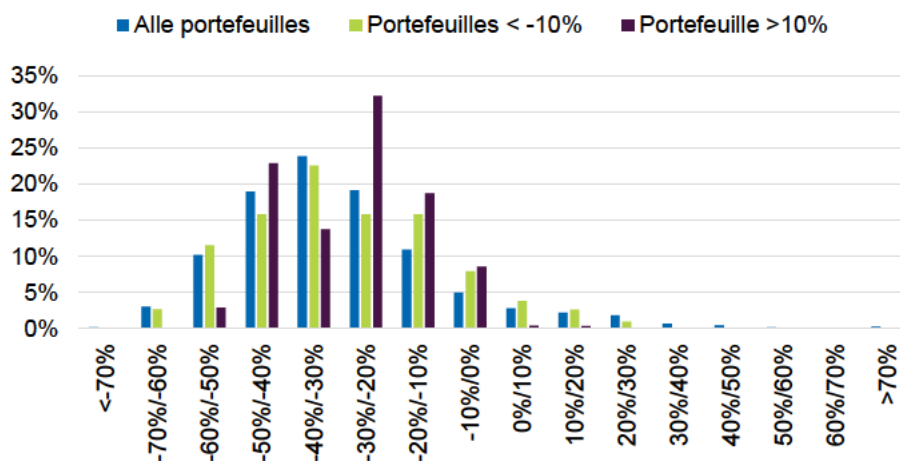
Een hoger bedrag voor instandhoudingsonderhoud in het doorexploiteerscenario leidt tot een lagere marktwaarde in dat scenario. Figuur 3-10 weergeeft de verdeling van de afwijkingen op deze vrijheidsgraad. Het onderhoud in het doorexploiteerscenario wordt voor 79% van de woningen als vrijheidsgraad gebruikt en is bij gebruik in de basisversie gemiddeld 2,56% hoger dan in de full-versie.

Figuur 3-10: Het verschil van het onderhoud (doorexploiteerscenario) in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procenten



Zoals in het doorexploiteerscenario resulteert een hoger bedrag voor **instandhoudingsonderhoud** in het uitpondscenari tot een lagere marktwaarde in dat scenario. De invloed op de marktwaarde van het onderhoud in het uitpondscenari zal naar verhouding minder groot zijn dan de invloed van het onderhoud in het doorexploiteerscenario, omdat er na uitponden geen onderhoudskosten meer zijn. Figuur 3-11 toont de afwijkingen op deze vrijheidsgraad zien, die voor 82% van de full-versie woningen wordt gebruikt. In tegenstelling tot het onderhoud in het doorexploiteerscenario wordt in het uitpondscenari op het onderhoudsbedrag gemiddeld genomen zeer sterk afgeweken van de basisversie. Gemiddeld genomen op vhe-niveau is het onderhoud in het uitpondscenari bij gebruik van deze vrijheidsgraad in de basisversie 29,32% lager dan in de full-versie voor alle portefeuilles. Ook binnen de 7 afwijkende portefeuilles is de gemiddelde afwijking op deze vrijheidsgraad ongeveer zo groot. Verderop in deze paragraaf wordt nader ingegaan op deze bevinding, die ook in de validatie van het handboek 2019 naar voren kwam.

Figuur 3-11: Het verschil van het onderhoud (uitpondscenari) in de basiswaardering ten opzichte van de full-waardering, per verhuureenheid waarvoor deze vrijheidsgraad is toegepast, in procenten



In de validatie van het handboek 2020 valt in het gebruik van de vrijheidsgraden, in vergelijking met de voorgaande jaargangen van de validatie, vooral het gehanteerde onderhoud in het uitpondscenari in de full-versie op. Dit was ook het geval in de validatie van het handboek 2019. Tot en met het handboek 2018 gold in de basisversie één bedrag voor het onderhoud van woningen dat zowel in het doorexploiteerscenario als in het uitpondscenari van toepassing was. Vanaf het handboek 2019 zijn de normen voor het instandhoudingsonderhoud uitgesplitst naar de beide exploitatiescenario's. In deze nieuwe normen is het instandhoudingsonderhoud in het uitpondscenari fors lager dan in het doorexploiteerscenario, en tevens fors lager dan de algemene onderhoudsnormen die tot en met het handboek 2018 voor beide scenario's van toepassing waren. In de full-versie is vervolgens het onderhoud in het uitpondscenari voor 82% van de woningen ingezet als vrijheidsgraad, en daarbij gemiddeld ruim 29% hoger ingesteld dan in de basisversie. In zekere zin wordt het onderhoudsbedrag in het uitpondscenari in de full-versie dus 'teruggebracht' in de richting van de voorheen geldende onderhoudsnormen. In de validatie van het handboek 2019 werd de vrijheidsgraad voor 84% van de woningen ingezet, met een gemiddelde afwijking van 36%. De aanpassing is dit jaar dus iets minder sterk dan in de vorige validatie, maar nog steeds zichtbaar. Tabel 3-4 toont het gemiddelde onderhoud van reguliere woningen in de basisversie en in de full-

sets van de validatie van het handboek 2018 (één onderhoudsnorm voor de beide scenario's) en de validatie van het handboek 2019 en 2020 (onderhoudsnorm uitgesplitst naar het doorexploteerscenario en het uitpondscenario).

Tabel 3-4: Gemiddeld onderhoud reguliere woningen in de basisversie en in de full-versie, o.b.v. validatie handboek 2018 (één onderhoudsnorm) en validatie handboek 2019 en 2020 (onderhoudsnorm uitgesplitst naar scenario)

	Basis	Full
Verslagjaar 2018: Onderhoud	€ 928	€ 937
Verslagjaar 2019: Onderhoud (DE)	€ 1.386	€ 1.463
Verslagjaar 2019: Onderhoud (UP)	€ 550	€ 859
Verslagjaar 2020: Onderhoud (DE)	€ 1.483	€ 1.525
Verslagjaar 2020: Onderhoud (UP)	€ 624	€ 887

De afwijkingen in de full-versie ten opzichte van de basisversie op alle vrijheidsgraden bepalen in samenspraak de marktwaarde in de full-versie, en hoe deze zich verhoudt tot de basiswaardering. Daarbij is het 'dominante' exploitatiescenario een belangrijke uiteindelijke bepaler voor de marktwaarde. In de volgende paragraaf wordt onderzocht welke vrijheidsgraden hierbij de grootste impact hebben, ofwel welke vrijheidsgraden de grootste verschillen tussen de basis- en de full-waarderingen op vhe-niveau veroorzaken.

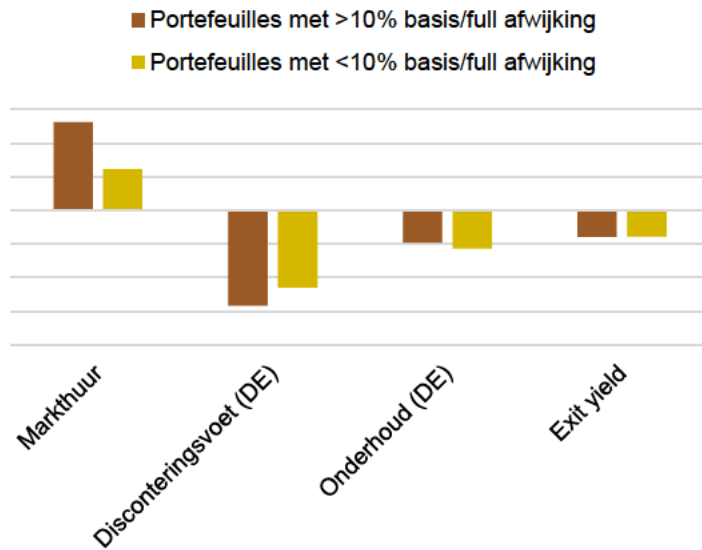
3.4 De invloed van de vrijheidsgraden op de waardering

De aanpassingen op de individuele vrijheidsgraden geven nog geen volledig zicht op de effecten op de uiteindelijke full-waarderingen van de woningen. Uit de effectrapportage van Fakton blijkt bijvoorbeeld dat een 1% afwijking op de leegwaarde een effect heeft van 0.6% op de marktwaarde en een afwijking van 1% op instandhoudingsonderhoud een effect heeft van 0.1% op de marktwaarde. Daarom is met behulp van een multivariate analyse vastgesteld in welke mate en richting de verschillende (combinaties van) vrijheidsgraden invloed hebben op de verschillen tussen de basis- en de full-waarderingen. Voor de beide exploitatiescenario's zijn twee aparte lineaire regressies uitgevoerd, waarin de verschillen op vhe-niveau tussen basis- en full-waardering per scenario zo goed mogelijk worden verklaard vanuit de afwijkingen op de vrijheidsgraden die in die scenario's relevant zijn.

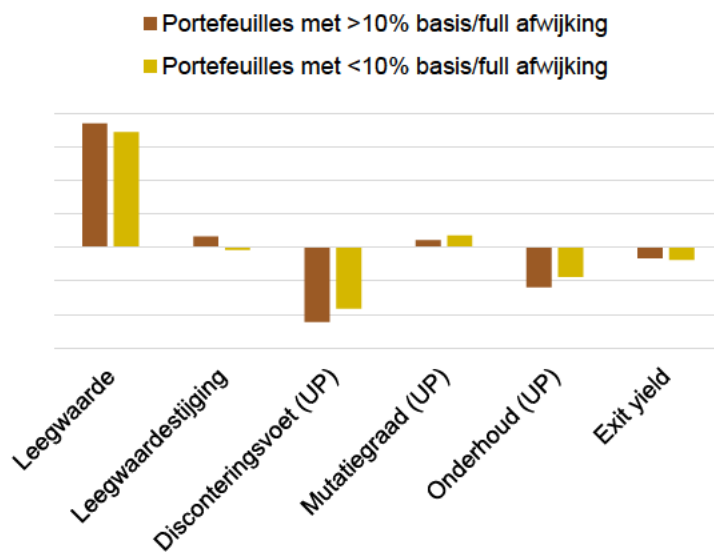
Figuur 3-12 en Figuur 3-13 tonen de relatieve invloed van de verschillende vrijheidsgraden op de waarderingen in respectievelijk het doorexploteerscenario en het uitpondscenario. Deze relatieve invloed wordt gemeten aan de hand van gestandaardiseerde regressiecoëfficiënten. Het standaardiseren corrigeert daarbij voor verschillen in de grootte van afwijkingen op vrijheidsgraden. Dit maakt de coëfficiënten onderling vergelijkbaar. Omdat de coëfficiënten op zichzelf geen kwantitatief begrip geven van de bijdrage per vrijheidsgraad op de verschillen tussen basis- en full-waardering, zijn de assen uit de grafieken weggelaten. Een 'positieve' balk geeft weer dat een positieve afwijking op een vrijheidsgraad tot een hogere waardering leidt (zoals de markthuur of de leegwaarde), een 'negatieve' balk dat een positieve afwijking op een vrijheidsgraad juist tot een lagere waardering leidt (zoals de disconteringsvoet of het onderhoud). De resultaten worden afzonderlijk getoond voor alleen de 7 uitbijters (bruin), en alleen de overige 61 portefeuilles waarvoor het verschil tussen basis en full binnen de marge blijft (geel). Uit de analyses blijkt dat in het doorexploteerscenario aanpassingen in de disconteringsvoet de grootste invloed hebben gehad

op de verschillen tussen basis- en full-waardering, gevolgd door aanpassingen in de markthu (3-12). De markthu heeft met name bij de portefeuilles met meer dan 10% afwijking relatief veel invloed gehad. In het uitpondscenario worden de grootste verschillen tussen basis- en full-waardering veroorzaakt door aanpassingen in de leegwaarde, gevolgd door aanpassingen in de disconteringsvoet (Figuur 3-13). Niet genoemde vrijheidsgraden hebben een kleinere invloed op de full-waarderingen.

Figuur 3-12: De relatieve invloed van de afwijkingen op de gebruikte vrijheidsgraden op het verschil tussen basiswaardering en full-waardering in het doorexploteerscenario, voor reguliere woningen, excl. krimp en/of aardbevingsgebied



Figuur 3-13: De relatieve invloed van de afwijkingen op de gebruikte vrijheidsgraden op het verschil tussen basiswaardering en full-waardering in het uitpondscenario, voor reguliere woningen, excl. krimp en/of aardbevingsgebied

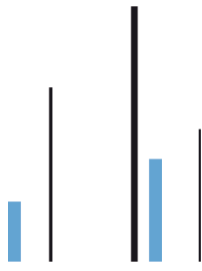


De gestandaardiseerde coëfficiënten van de regressieuitkomsten achter Figuur 3-12 en 3-13 zijn gegeven. De gestandaardiseerde coëfficiënt geeft het relatieve belang en de richting van de afwijking op een vrijheidsgraad op het verschil tussen de basis- en de full-waardering weer. Het belang van de afwijking op een vrijheidsgraad is in de full-waarderingen voor 75% van de woningen het uitpondscenario van toepassing is en voor 25% het doorexploteerscenario. De vrijheidsgraden die de meeste invloed hebben op de marktwaarde in het uitpondscenario, de leegwaarde en de disconteringsvoet in het uitpondscenario, zijn daarmee ook de twee vrijheidsgraden die de meeste invloed hebben op de uiteindelijke marktwaarde. Alle vrijheidsgraden in de analyse zijn statistisch significant.

Tabel 3-5: De relatieve invloed van de afwijkingen op de gebruikte vrijheidsgraden op het verschil tussen basiswaardering en full-waardering in het doorexploteerscenario en het uitpondscenario, voor reguliere woningen, excl. krimp en/of aardbevingsgebied

Vrijheidsgraad	Alle portefeuilles	Gestandaardiseerde coëfficiënt	
		Uitbijters	Niet-uitbijters
Doorexploteeren			
Markthuur	0,26	0,53	0,25
Disconteringsvoet (DE)	-0,48	-0,57	-0,46
Onderhoud (DE)	-0,22	-0,19	-0,23
Exit yield	-0,15	-0,16	-0,15
Uitponden			
Leegwaarde	0,68	0,74	0,69
Leegwaardestijging	-0,01	0,06	-0,02
Disconteringsvoet (UP)	-0,37	-0,45	-0,36
Mutatiegraad (UP)	0,07	0,04	0,07
Onderhoud (UP)	-0,18	-0,24	-0,18
Exit yield	-0,07	-0,07	-0,07

4



Verdiepende analyses

4.1 Tijdreeksanalyse

In het vorige hoofdstuk is beschreven welke vrijheidsgraden zijn ingezet in de met de full-versie gewaardeerde portefeuilles en hoe deze vrijheidsgraden leiden tot verschillen tussen basis- en full-waarderingen. In deze paragraaf wordt aan de hand van een tijdreeksanalyse over de afgelopen vier validatieronden² bekeken in hoeverre structurele trends zichtbaar zijn in het gebruik van de vrijheidsgraden en wat hun invloed is op de waarderingen. Daarbij kijken we naar de vier vrijheidsgraden die de grootste verschillen tussen basis- en full-waarderingen veroorzaken: de markthuur, de leegwaarde, en de disconteringsvoeten in beide exploitatiescenario's (Tabel 4-1).

Tabel 4-1: Tijdreeks van het gebruik van de vrijheidsgraden en de gemiddelde ongewogen afwijking van basis-ten opzichte van full-waardering op portefeuilleniveau, voor reguliere woningen, excl. krimp en/of aardbevingsgebied

	Aandeel van vhe's waarop vrijheidsgraad is toegepast				
	2017	2018	2019	2020	Gemiddeld
Markthuur	92%	94%	97%	94%	94%
Leegwaarde	87%	94%	97%	94%	93%
Disconteringsvoet (DE)	90%	89%	85%	84%	87%
Disconteringsvoet (UP)	86%	89%	84%	83%	86%

	Gemiddelde afwijking vrijheidsgraad basis t.o.v. full op vhe-niveau (bij gebruik)				
	2017	2018	2019	2020	Gemiddeld
Markthuur	-0,66%	0,35%	5,35%	2,70%	1,94%
Leegwaarde	3,28%	0,01%	-1,44%	-3,62%	-0,44%
Disconteringsvoet (DE)	-0,43%	-0,31%	0,13%	0,42%	-0,05%
Disconteringsvoet (UP)	-0,18%	-0,34%	-0,08%	0,35%	-0,06%

	Gemiddelde afwijking basis- t.o.v. full-waardering op portefeuilleniveau				
	2017	2018	2019	2020	Gemiddeld
Marktwaarde	-2,1%	-3,3%	-2,4%	-3,1%	-2,7%

In alle jaargangen worden de genoemde vrijheidsgraden ingezet in de full-waardering, per vrijheidsgraad variërend van 83% tot 97%. De verschillen in gebruik tussen jaargangen zijn gering. De gemiddelde afwijking op de vrijheidsgraden (waarde in de basisversie vs. waarde in de full-versie; middengedeelte tabel) varieert wel over de verslagjaren. Zo was in de waarderingsgegevens over 2017 de gemiddelde markthuur in de basisversie lager dan in de full-versie maar gold in 2018, 2019 en 2020 het omgekeerde. Ook de andere vrijheidsgraden worden niet structureel in dezelfde richting aangepast.

² Validatie handboek 2017 t/m validatie handboek 2020.

afwijking is wel een structurele trend zichtbaar: de basiswaardering is in alle jaren lager dan de full-waardering, met een afwijking³ variërend van -1,9 procent in 2017 tot -3,1 procent in 2020. Dit betekent dat de basisversie onder de recente marktcondities structureel achter liep op de onderstelde full-waardering.

4.2 Verdiepend onderzoek uitbijters

In de validatie van de marktwaarde 2020 is voor 61 van de 68 woningportefeuilles het verschil tussen de basis- en de full-waardering beperkt tot maximaal 10%. Daarmee wordt voldaan aan de eis die aan het handboek gesteld wordt, namelijk dat maximaal 10% van de basiswaarderingen buiten die marge valt.

Om achter de achtergronden van de 'uitbijters' te komen, is nader onderzoek gedaan naar de 7 corporaties met een afwijkende waarde. Onder die uitbijters is één grote corporatie met meer dan 25.000 verhuureenheden en zijn er twee portefeuilles die in één of meerdere van de voorgaande drie validatiejaargangen ook een afwijking van meer dan 10% hadden. Voor deze drie portefeuilles is de basiswaardering tenminste 10% lager dan de full-waardering. De betreffende corporaties zijn benaderd met de vraag om, conform het 'pas toe of leg uit'-principe, een onderbouwing te geven van het gebruik van de vrijheidsgraden in de full-versie. Met twee van de drie corporaties is daarop een gesprek gevoerd waarin de corporatie of de externe taxateur een toelichting heeft gegeven op de full-waardering. In deze paragraaf wordt verslag gedaan van de bevindingen uit die gesprekken. Omwille van vertrouwelijkheid zijn de corporaties geanonimiseerd.

Corporatie A

Corporatie A heeft een woningenportefeuille met ruim 25.000 eenheden in de regio Amsterdam. De marktwaarde van de portefeuille is in de basisversie 12% lager dan in de full-versie. Waar in de basisversie voor 32% van de verhuureenheden het doorexploiteerscenario dominant is, geldt dat in de full-versie voor 81% van de verhuureenheden. Belangrijkste oorzaken voor de hogere full-waardering zijn een hogere markthuurlaag en een lagere disconteringsvoet in de full-versie.

Corporatie A geeft aan dat de belangrijkste full-versie vrijheidsgraden worden afgestemd in een regionaal marktwaardeoverleg met de andere Amsterdamse corporaties. De gemiddelde disconteringsvoet van Corporatie A is lager dan bij de andere corporaties in het werkgebied, omdat het bezit in relatief goede wijken ligt en derhalve minder risico op waardeverlies heeft. In de basiswaardering is de regionale op- of afslag van de disconteringsvoet bepaald op het niveau van COROP-gebieden en de G4. Binnen de gemeente geldt in de basisversie dus dezelfde disconteringsvoet, terwijl in de full-versie fijnmaziger te werk wordt gegaan. Zo ontstaan binnen gemeenten verschillen in disconteringsvoeten tussen corporaties. De lagere disconteringsvoet is een belangrijke verklaarder voor de relatief hoge full-waardering van de portefeuille ten opzichte van de basiswaardering.

³ Ongewogen op portefeuilleniveau.

Corporatie B

Corporatie B heeft een woningenportefeuille met een omvang tussen 10.000 en 25.000 eenheden in Nederland. De marktwaarde van de portefeuille is in de basisversie 14% lager dan in de full-versie. In de basisversie voor 2% van de verhuureenheden het doorexploteerscenario dominant is, geldt in de full-versie voor 36% van de verhuureenheden. Belangrijkste oorzaken voor de hogere full-waardering zijn een hogere leegwaarde en een lagere disconteringsvoet in de full-versie. De disconteringsvoeten zijn met name in het doorexploteerscenario sterk omlaag aangepast ten opzichte van de basisversie, wat maakt dat doorexploteeren vaker dominant wordt.

De taxateur van Corporatie B geeft aan dat de leegwaarde (WOZ) en leegwaardeontwikkeling in de basisversie een te voorzichtige inschatting zijn voor de regio. Ook in de full-versie zijn de leegwaarden naar de beoordeling van de taxateur feitelijk nog steeds vrij laag, gezien de forse prijsstijgingen die ook in de noordelijke provincies te zien zijn. De disconteringsvoeten komen voort uit reeksen die zijn bepaald in een overleg met corporaties in de regio. De taxateur geeft aan dat, net zoals bij corporatie A, de corporatie vergeleken met andere corporaties in de regio met een relatief lage disconteringsvoet rekent vanwege de relatief gunstige ligging van het bezit. Ook geeft men aan dat het bezit jonger en van betere kwaliteit is dan dat van andere corporaties in de regio. Om die redenen wordt het beleggingsrisico lager ingeschat.

Uit de gesprekken met beide corporaties komt als belangrijkste reden voor de verschillen tussen basis- en full-waarderingen de disconteringsvoet naar voren. In de praktijk wordt in de full-waarderingen fijnmaziger gekeken naar de geografische ligging van het bezit.

4.3 Exit yields, disconteringsvoeten en bruto aanvangsrendement

In de basiswaardering worden de eindwaarden berekend aan de hand van de formules voor het (oneindig) doorzetten van het scenario vanaf jaar 15 (doorexploteeren of uitponden). In de full-versie kan de keuze worden gemaakt tussen een eindwaarde op basis van de formules uit de basisversie van het handboek of een eindwaarde op basis van een exit yield. Wanneer de eindwaarde wordt berekend op basis van de formules uit het handboek kan hieruit een exit yield worden afgeleid. Voor het berekenen van de eindwaarde in de full-versie kan de taxateur een andere exit yield gebruiken. De taxateur moet daarbij een goed navolgbare onderbouwing geven voor de hoogte van de exit yield en een duidelijke, logische relatie leggen tussen andere parameters en de exit yield. Hierbij kan gedacht worden aan het bruto aanvangsrendement, verouderingseffect, verwachte huur- en waardegroei, of stijgende of dalende risicoperceptie gedurende beschouwingsperiode.

In het kader van de validatie is nader onderzoek gedaan naar de exit yields. Daarbij is zowel gekeken naar het doorexploteerscenario en het uitpondscenario, beide volgens de basis- en full-versie. Daarnaast is gekeken naar de verhoudingen tussen de exit yield en de disconteringsvoet en tussen de exit yield en het BAR (bruto aanvangsrendement). De exit yield uit de basisversie kan niet één op één vergeleken worden met de exit yield uit de full-versie. De exit yield verandert namelijk mee met andere vrijheidsgraden. Wanneer bijvoorbeeld de markthuurlaag aangepast wordt, dan werkt dit door in de gehele DCF-berekening en wijzigt dus ook de exit yield.

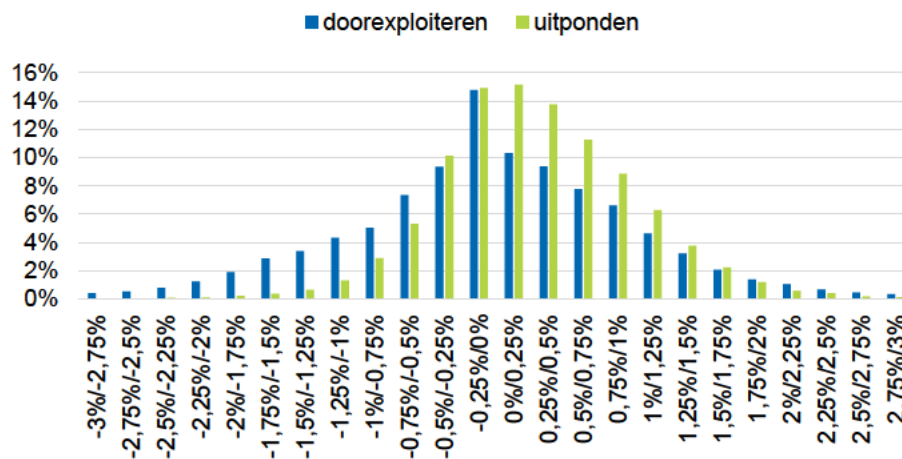
standen die gebruikt zijn bij de validatie is alleen de exit yield opgenomen die uiteindelijk de eindwaarde te bepalen. Er is geen onderscheid gemaakt tussen een exit yield op basis van de handboekformules of een door de taxateur ingeschatte exit yield. Mocht bij een volgende validatie het gewenst zijn dan wordt aanbevolen om in de dataleveringen van de full-waarderingen een exit yield op basis van de handboekformules en een definitieve exit yield op te nemen. Daarnaast is bij de huidige berekeningen van de basisversie in het gebruikte softwarepakket alleen een exit yield te exporteren voor het gekozen scenario.

4.3.1 Nadere uitwerking

De exit yields worden, net als de disconteringsvoet en mutatiegraden, op complexniveau bepaald. De analyses zijn derhalve op complexniveau uitgevoerd, met de portefeuilles en complexen die in de validatie zijn gebruikt (68 portefeuilles, 17.500 complexen). Voor de eindwaarden uit de basisversie is een exit yield berekend op basis van een eigen DCF-berekening. Voor de analyses zijn alleen de verhuureenheden meegenomen waarbij het verschil tussen de basiswaarde uit de eigen berekening en de basiswaarde uit het gebruikte softwarepakket RazZudock minder dan 5% is. De exit yield uit de full-versie is de exit yield zoals aangeleverd in de dataleveringen.

Figuur 4-1 geeft het verschil tussen de exit yield in de basisversie (uit eigen berekening) en de exit yield in de full-versie (exit yield in basisversie minus exit yield in full-versie) weer. Als het verschil positief is, dan is de exit yield in de full versie lager en daarmee de eindwaarde dus hoger bij een gelijke kasstroom in jaar 15.

Figuur 4-1: De afwijking van de exit yield in de basisversie ten opzichte van de exit yield in de full-versie, in het doorexploiteerscenario en het uitpondscenari, op complexniveau in procentpunten

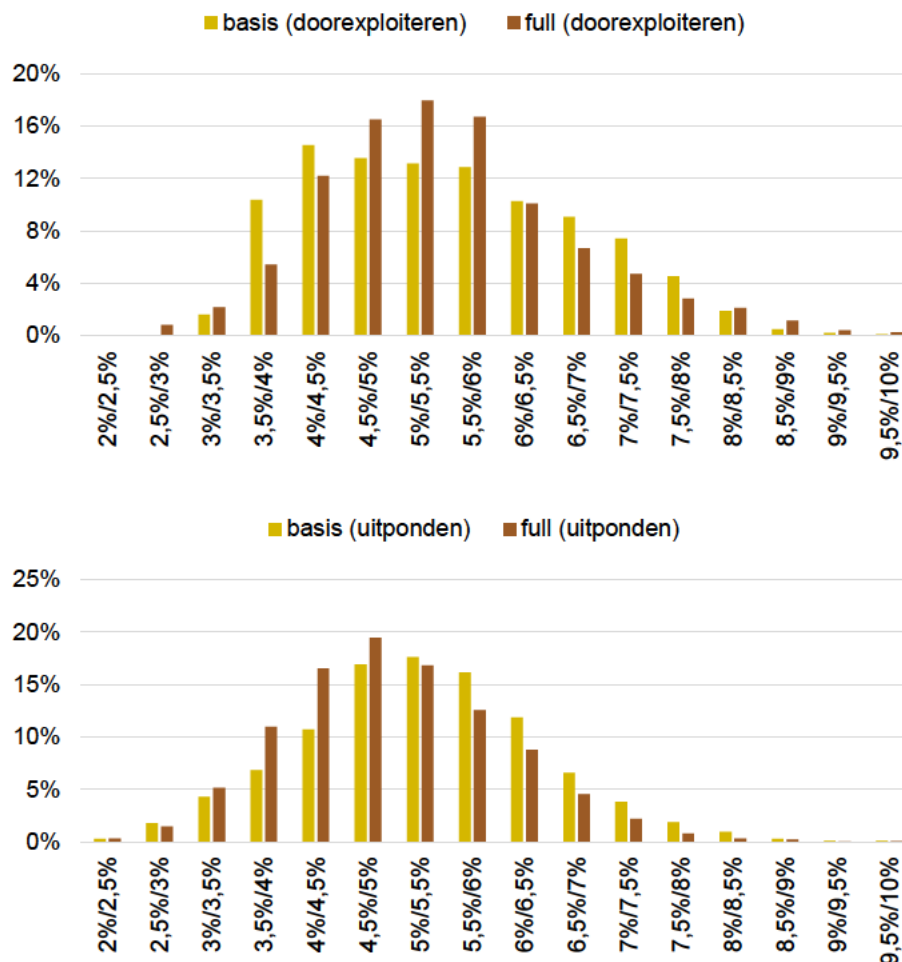


Bij doorexploiteren is er een relatief grote groep complexen met een klein verschil (tussen -0,25 en 0 procentpunt). De spreiding in het verschil is groter dan in het uitpondscenario: de grafiek 'waaiert verder uit'. Gemiddeld gezien is de exit yield in de basisversie in het doorexploiteerscenario ongeveer gelijk aan de exit yield in de full-versie, bij uitponden is het verschil 0,30 procentpunt. Daar is de exit yield in de full-versie over het algemeen iets lager dan in de basisversie. Dit kan het gevolg zijn van bijvoorbeeld een lagere disconteringsvoet wanneer de handboekformules worden gebruikt en/of door een iets lagere inschatting

door de taxateur. Uit het linker deel van de histogram blijkt dat bij doorexploiteren grotere verschillen voorkomen wanneer de exit yield in de full-versie hoger is dan in de basisversie.

Figuur 4-2 geeft de verdelingen van de exit yields in basis- en full-versie voor het doorexploiteerscenario en het uitpondscenarió weer. Over het algemeen geldt dat de spreiding in *disconteringsvoeten* in de full-versie groter is dan in de basisversie; de taxateur brengt hier meer variatie in aan. Uit onderstaande grafiek blijkt dat de grotere spreiding van de *disconteringsvoeten* in de full-versie niet leiden tot een grotere spreiding van de exit yields. In het doorexploiteerscenario is de spreiding in de exit yields in de full-versie zelfs kleiner.

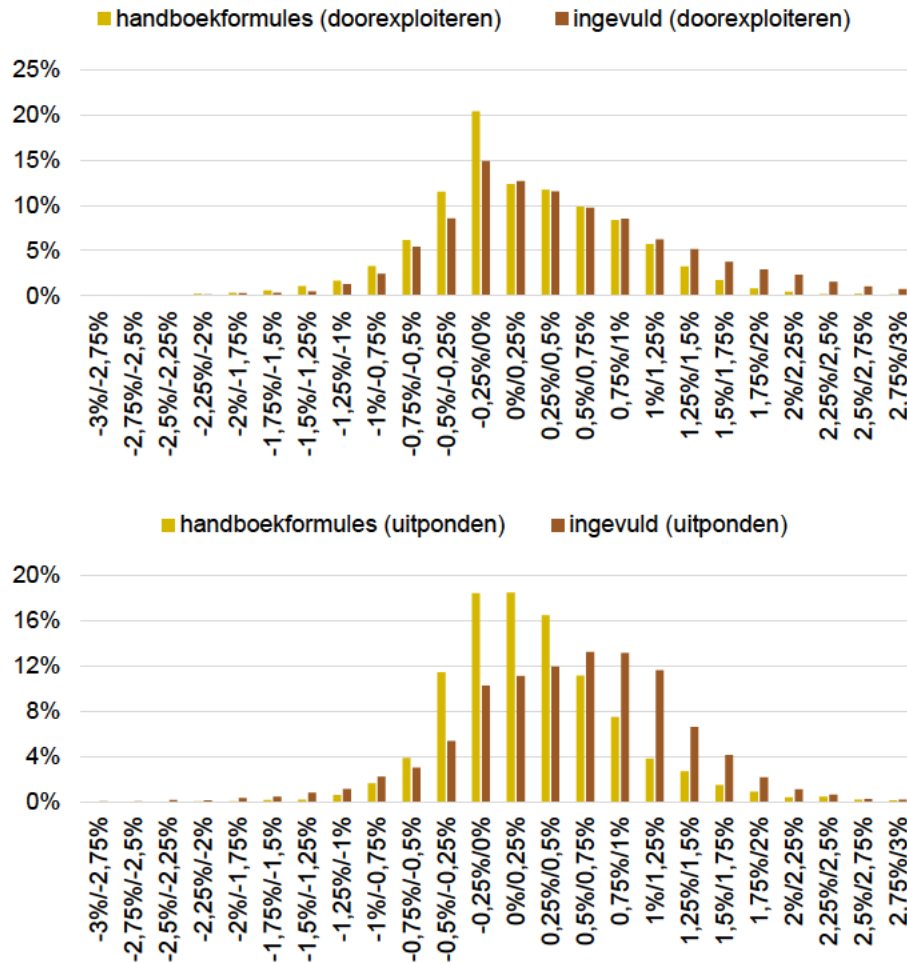
Figuur 4-2: Verdeling van de exit yields in de basisversie en de exit yields in de full-versie, in het doorexploiteerscenario en het uitpondscenarió, op complexniveau



Voor 70% van de complexen is bekend of een exit yield in de full-versie gebruikt is. Voor ca. 50% van deze complexen is de exit yield toegepast. De grootte van de aanpassing is niet bekend, het kan dus ook de exit yield op basis van de handboekformules zijn die door de taxateur is overgenomen. De groep complexen waarvoor een exit yield is ingevuld is geanalyseerd. Figuur 4-3 toont het verschil in exit yields tussen de basis- en full-versie voor de complexen waarbij een exit yield is ingevuld en voor complexen waarbij de eindwaarde op basis van de handboekformules is bepaald. Wanneer de handboekformules zijn gebruikt is het verschil tussen basis- en full-versie exit yield kleiner. Bij de 'ingevulde' exit yields is het verschil vaker

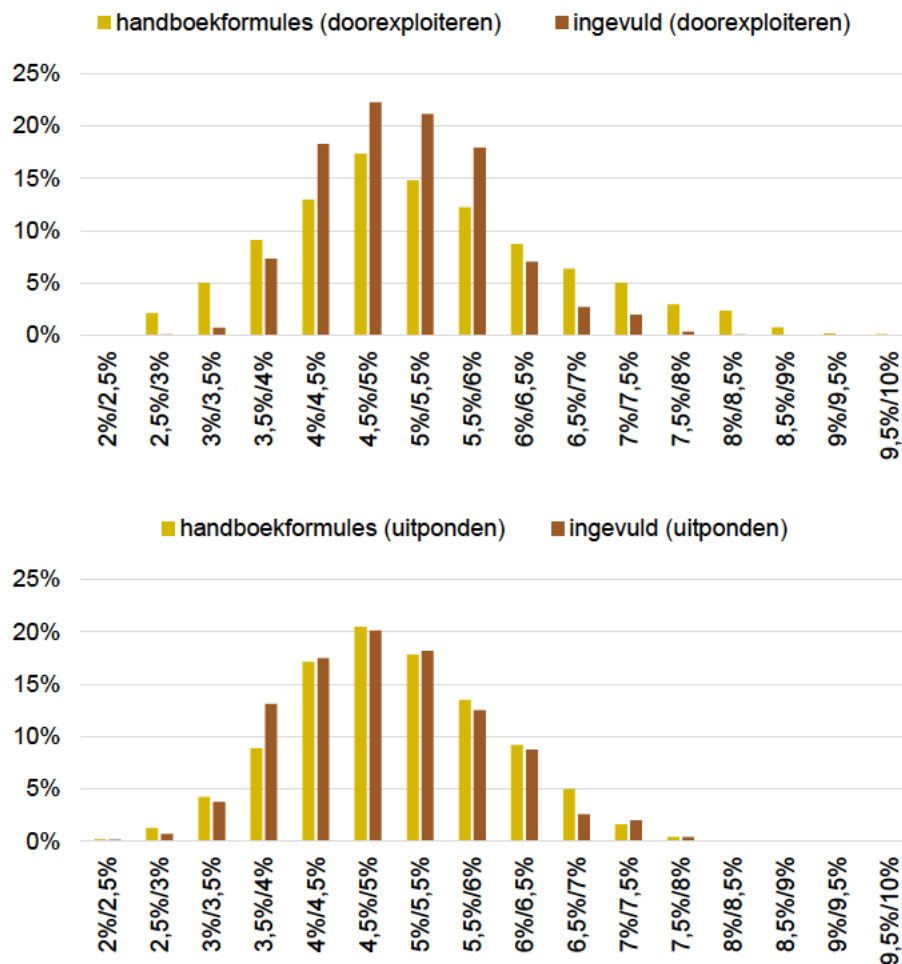
eld is daar in de full-versie lager dan in de basisversie. Dit zou erop kunnen duiden dat yield verlaagt. Bij doorexpluiten is dat minder vaak het geval.

Figuur 4-3: De afwijking van de exit yield in de basisversie ten opzichte van de exit yield in de full-versie, voor complexen waarbij een exit yield is ingevuld en voor complexen waarbij met de handboekformules is gerekend, in het doorexploteerscenario en het uitpondscenari, op complexniveau in procentpunten



Figuur 4-4 toont de verdeling van de exit yields voor de exit yields voortkomend uit de eindwaardeberekening met de handboekformules en voor de door de taxateur ingevulde exit yields. Hieruit komt het beeld naar voren dat de spreiding van de 'ingevulde' exit yields in het doorexploteerscenario kleiner is dan de spreiding van de exit yields vanuit het handboek. De taxateur maakt de verschillen in exit yields tussen de complexen kleiner.

Figuur 4-4: Verdeling van de exit yields voor complexen waarbij een exit yield is ingevuld en voor complexen waarbij met de handboekformules is gerekend, in het doorexploteerscenario en het uitpondscenari, op complexniveau



4.3.2 Exit yield, disconteringsvoeten en het BAR

Zoals eerder aangegeven is de exit yield in de basiswaardering niet één op één te vergelijken met de exit yield in de full-waardering – wat bijvoorbeeld met de disconteringsvoet wel kan. Om wat meer inzicht te krijgen in de exit yield is deze vergeleken met de disconteringsvoet en het BAR (bruto aanvangsrendement). De disconteringsvoet is de belangrijkste parameter in de formules die de eindwaarde bepalen. Voor het BAR geldt dat de exit yield feitelijk een BAR is, maar dan over 15 jaar.

Het BAR is in deze analyse berekend op complexniveau door de actuele jaarhuur te delen door de marktwaarde in verhuurde staat (v.o.n). In de basisversie zijn de exit yields bepaald door de theoretische huur in jaar 15 te delen door marktwaarde in verhuurde staat (v.o.n). De exit yields in de full-versie zijn de exit yields aangeleverd door de corporaties.

Tabel 4-2 toont de gemiddelde BAR, disconteringsvoet en exit yield, en de gemiddelde verschillen tussen deze parameters, voor beide scenario's in de basis- en in de full-versie.

Tabel 4-2: De gemiddelde BAR, disconteringsvoet en exit yields, en de verschillen tussen deze parameters, in de basis- en de full-versie in het doorexploiteerscenario en het uitpondscenario, op complexniveau

Versie	Scenario	Aantal	BAR	DV	EY	BAR - DV	EY - DV	EY - BAR
Basis	Doorexploiteren	16.428	5,22	6,04	5,51	-0,82	-0,53	0,29
Basis	Uitponden	16.420	4,68	6,61	5,30	-1,93	-1,31	0,62
Full	Doorexploiteren	15.829	5,00	5,70	5,50	-0,70	-0,20	0,50
Full	Uitponden	15.834	4,39	6,35	4,99	-1,96	-1,36	0,60

De exit yield en het bruto aanvangsrendement zijn gemiddeld gezien lager dan de disconteringsvoet. Bij uitponden is het verschil, zowel in de basisversie als in de full-versie, groter dan bij doorexploiteren. Ten opzichte van het BAR ligt de exit yield gemiddeld gezien wat hoger.

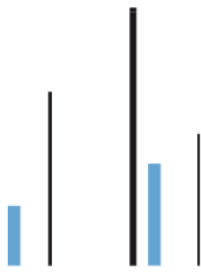
4.3.3 Conclusies

Uit de analyses blijkt dat de spreiding in exit yields in de basisversie groter is dan de spreiding in de full-versie. Het gebruik van de formules veroorzaakt dus een grotere variatie in exit yields bij doorexploiteren dan in de exit yields zoals deze zijn toegepast in de full-versie. Mogelijk komt de grotere spreiding bij doorexploiteren doordat alle bedragen bij doorexploiteren volledig doorrekenen naar het eind van de exploitatieperiode; bij uitponden worden de woningen verkocht gedurende de looptijd en zijn aan het eind van de periode de bedragen kleiner.

Er is geen structureel verschil in exit yield geconstateerd tussen de basis- en de full-versie bij doorexploiteren. Het structurele verschil tussen de basisversie en de full-versie waardering in het doorexploiteerscenario wordt dus niet mede verklaard door een mogelijk verschil in exit yield. Dat wil niet overigens niet zeggen dat de eindwaarde ook niet structureel afwijkt, deze is namelijk afhankelijk van de exit yield en de theoretische jaarhuur in jaar 15. Bij uitponden is de exit yield in de full-versie gemiddeld zo'n 0,3 procentpunt lager.

In theorie geldt dat de exit yield wat hoger zou moeten zijn dan het BAR als gevolg van onder meer veroudering en grotere onzekerheid in de toekomst. Uit de analyse blijkt dat dat gemiddeld gezien het geval is. Er is echter ook een aantal complexen waarvoor de exit yield lager is dan het BAR.

De exit yields zijn over het algemeen lager dan de disconteringsvoeten, hetgeen ook verwacht mag worden aangezien de exit yields uitgaan van de jaarhuur en de kosten dus verdisconteerd zitten in de exit yield. Bij de eindwaardebepaling op basis van de disconteringsvoet en de handboekformules zijn de kosten onderdeel van de berekening. Bij uitponden is het gemiddelde verschil tussen exit yield en disconteringsvoet groter dan bij doorexploiteren.



Conclusies en aanbevelingen

In de validatie van het handboek wordt onderzocht of de methodiek en normen van de basisversie van het handboek tot een goede marktwaardering leiden wanneer de basisversie mag worden toegepast. Dit wordt getoetst door de full-waarderingen van corporaties te vergelijken met de waarderingen die met de basisversie tot stand zouden zijn gekomen. Hierbij is de eis dat voor tenminste 90% van de portefeuilles het verschil tussen basis- en full-waardering beperkt moet blijven tot maximaal 10%. In de full-waarderingen over het boekjaar 2020 blijven 61 van de 68 (90%) van de portefeuilles binnen deze bandbreedte, waarmee wordt voldaan aan deze eis. In de verschillen tussen basis- en full-waarderingen is een structurele afwijking zichtbaar: op portefeuilleniveau is de basiswaardering gemiddeld 3,1% lager dan de full-waardering. Ook in de vorige drie validatiejaargangen was de basiswaardering structureel lager dan de full-waardering.

Aanpassingen in leegwaarde en disconteringsvoet hebben grootste invloed op waardering

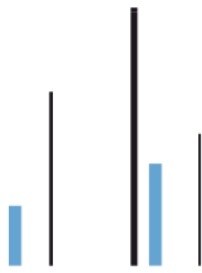
Analyses op het gebruik en de impact van de verschillende vrijheidsgraden in de full-versie wijzen uit dat, net als in voorgaande jaren, aanpassingen in de leegwaarde en de disconteringsvoet de grootste invloed hebben op het verschil tussen basis- en full-waardering in het uitpondscenario. Voor 76% van de woningen is het uitpondscenario het toegepaste en daarmee het dominante scenario. In het doorexploiteerscenario hebben aanpassingen in de disconteringsvoet en de markthuurlen de grootste invloed. Opvallend is dat, zoals ook in de vorige validatie, het onderhoud in het uitpondscenario in de full-waarderingen vaak substantieel (bijna 30%) hoger is dan in de basisversie.

Lokale situatie bepaalt afwijkingen bij uitbijters

Om meer inzicht te krijgen in de soms grote verschillen tussen basis- en full-waarderingen hebben ABF en Calcasa drie van de 'uitbijter'-corporaties benaderd en is met twee van hen een gesprek gevoerd. Voor beide corporaties is de basiswaardering meer dan 10% lager dan de full-waardering, met als voornaamste oorzaak afwijkingen in de markthuurlen, leegwaarde en disconteringsvoeten. Uit beide gesprekken wordt de disconteringsvoet genoemd als belangrijkste reden voor de verschillen tussen basis- en full-waarderingen. In de praktijk wordt in de full-waarderingen fijnmaziger gekeken naar de ligging dan het bezit, in vergelijking met het regionale niveau waarop de basisversie de hoogte van de disconteringsvoeten onderscheidt.

Onderzoek naar relatie tussen parameters

Tot slot is onderzoek gedaan naar de relatie tussen de exit yields, disconteringsvoeten en het BAR (bruto aanvansrendement). Eén van de conclusies uit dit onderzoek is dat bij gebruik van de exit yield als vrijheidsgraad in de full-versie de spreiding in exit yields kleiner is dan de spreiding in exit yields die voortkomen uit de eindwaardeberekening aan de hand van de handboekformules. Gemiddeld genomen zijn de exit yields lager dan de disconteringsvoeten en is bij uitponden het verschil tussen de exit yield en de disconteringsvoeten groter dan bij doorexploiteren. De exit yield is gemiddeld iets hoger dan het BAR. Indien in een volgende validatie verder onderzoek gewenst is, wordt aanbevolen om in de dataleveringen van de full-waarderingen een exit yield op basis van de handboekformules en een definitieve exit yield op te nemen.



Bijlage: Toelichting op de uitval van complexen en verhuureenheden

Voorafgaand aan de analyses is een deel van de complexen en verhuureenheden uit de 68 portefeuilles verwijderd op basis van screeningsregels. Complexen worden verwijderd wanneer er sprake is van een gemengd complex (totaal 34.920 vhe), met uitzondering van de combinatie van eengezins- en meergezinswoningen. Daarnaast worden verhuureenheden verwijderd wanneer de objectgegevens niet plausibel worden bevonden of onvoldoende compleet zijn om een basis- of full-waardering te berekenen. Dit gebeurt wanneer tenminste één van de volgende zaken van toepassing is. Tussen haakjes staat per screeningsregel het aantal verhuureenheden dat (onder andere) op deze screeningsregel is uitgevallen.

- Postcode ontbreekt (0 vhe)
- Oppervlakte kleiner dan 10m² of groter dan 500m² (195 vhe)
- Actuele huur kleiner dan €25 of groter dan €2.500 (8.078 vhe)
- Bouwjaar ontbreekt (9.656 vhe)
- WOZ-waarde kleiner dan €10.000 of groter dan €1.000.000 (888 vhe)
- WWS-punten ontbreekt of groter dan 500 (658 vhe)
- Mutatiekans ontbreekt of is groter dan 1 (5.743 vhe)
- Actuele huur boven maximale huur (5.997 vhe)
- WOZ-waarde per m² kleiner dan €500 of groter dan €7.000 (8.206 vhe)
- Aangeleverde full- of berekende basiswaardering niet tussen €5.000 en €1.000.000 (27.707 vhe)

Tabel A toont een overzicht van het originele aantal reguliere woningen in de 68 portefeuilles die meedoen in de validatie (niet gelegen in een krimp- en/of aardbevingsgebied) en de aantallen na het toepassen van de selectiecriteria.

Tabel A: Aantal goedgekeurde en afgekeurde reguliere woningen, niet gelegen in een krimp- en/of aardbevingsgebied

	Aantal verhuureenheden	
Goedgekeurd	801.300	91%
Afgekeurd	84.000	9%
Totaal	885.300	100%