Commentaar J Frijns bij voorstel nieuwe Amsterdamse erfpachtvoorwaarden

1. Inleiding. De Gemeente Amsterdam bereidt een nieuw erfpachtsysteem voor woningen voor dat gelijktijdig moet voldoen aan eisen van marktconformiteit, stabiliteit, eenvoud en voorspelbaarheid. De contouren ervan zijn geschetst in de notitie Voorstel voor nieuwe Amsterdamse erfpachtvoorwaarden van 22 mei 2013. Mij is gevraagd mij op basis van deze notitie een oordeel te vormen over de marktconformiteit van het voorgestelde erfpachtsysteem en aan te geven of een objectieve methode voor het bepalen van het canonpercentage mogelijk is. In de voorliggende notitie speelt de (residuele) grondwaarde een belangrijke rol.

2. De residuele grondwaarde is niet direct waarneembaar maar alleen via benadering te bepalen. Wel kan op basis van theoretische analyse worden geconstateerd dat de residuele grondwaarde van woningen volatieler is dan de totale verkoopwaarde. Dat geldt zowel in opwaartse als neerwaartse zin. De residuele grondwaarde is voorts hoger naarmate de locatie meer gewild is. Mijn advies is voor de bepaling van de residuele grondwaarde een ruwe benaderingsformules te gebruiken, waarbij een deel van de volatiliteit in de tijd wordt afgezwakt. Dit is in lijn met de voorstellen in de Gemeentelijke nota. [1]

3. Een voor de hand liggende manier om tot een marktconform systeem te komen is om aan te sluiten bij het systeem van netto aanvangsrendement dat geldt bij de verhuur van woningen. Door het ontbreken van een markt voor erfpacht is zijn er geen marktdata voor het te hanteren aanvangsrendement. Het is daardoor in de praktijk niet goed bruikbaar maar een benadering langs deze lijnen kan wel een eerste indicatie geven voor de hoogte van de erfpachtcanon. In een puur commerciële omgeving zou uitgifte van erfpachtgrond op dezelfde wijze kunnen geschieden als de commerciële verhuur van woningen. Uitgaande van een door de markt gewenste (totaal) rendement kan dan een jaarlijks huurrendement worden berekend. Het totaal rendement is namelijk gelijk aan het netto huurrendement (= netto aanvangsrendement) plus verwachte waardestijging. Het gewenste totaal rendement op grond zal zo nemen wij aan dat op de verhuur van de totale woning (grond plus opstal) niet veel ontlopen[2]. Doordat verwachte waardestijging voor de opstal lager is dan de waardestijging van de grond (de economische levensduur van de opstal is eindig), zal het netto aanvangsrendement voor de grond lager zijn dan voor de opstal. Ter bepaling van de orde van grootte kan het verschil in jaarlijkse waardestijging worden genomen. In Amsterdam ligt het netto huurrendement thans op ca 4,5%, afhankelijk overigens van de locatie (en voorts in tijden van hoogconjunctuur lager). Bij commerciële erfpacht zou dus een aanvangsrendement horen dat lager is dan 4.5%; te denken is aan ruwweg 3.5% á 4%. Dat is een eerste benadering voor de hoogte van de erfpachtcanon, uitgaande dat er een vrije markt in erfpachtgronden zou zijn.

[1] Het strikt hanteren van residuele grondwaarde zou wel eens ten opzichte van huidige situatie tot forse schokken in de markwaarde van (koop)woningen kunnen leiden; in deze notitie heb ik daarvan geabstraheerd.
[2] Men zou kunnen tegenwerpen dat de grondwaarde volatieler is dan de waarde van de totale woning; daar staat tegenover dat de woning ook blootgesteld is aan het risico van versnelde economische veroudering en woningen alleen gebruikswaarde als woning hebben.

4. Erfpacht zoals toegepast door de gemeente Amsterdam kent geen vrije markt maar heeft veeleer aspecten van (verplichte) vastgoedfinanciering. Voor de bepaling van de erfpachtcanon kan daarom het beste worden aangesloten bij marktconforme financieringskosten. Deze vorm van financiering heeft speciale trekken; erfpacht is niet tussentijds aflosbaar en bovendien wordt de hoogte van de canon periodiek, namelijk bij aan- en verkoop van de woning, aangepast aan de actuele grondwaarde. Bovendien is het de bedoeling de canon tussentijds te indexeren met de inflatie.

5. In dit financieringsmodel hangt een marktconforme hoogte van de canon af van de risicovrije rente (op staatsleningen met vergelijkbare looptijd) vermeerderd met een marktconforme risico-opslag en tenslotte een correctie voor het feit dat de erfpacht eeuwigdurend is en bovendien tussentijds wordt aangepast aan gestegen grondwaarde (plus aanvullend indexatiemechanisme). De technische verbanden worden weergegeven in de formules voor de netto contante waarde waarbij de actuele grondwaarde gelijk wordt gesteld aan de netto contante waarde van de periodieke erfpachtcanons. Hiervoor verwijs ik naar de notitie van Prof Francke[3]. Het door Francke gepresenteerde netto contante waarde model voldoet, mijns inziens, aan de eisen van een objectiveerbare bepaling van de erfpachtcanon.[4]

6. De rente op staatleningen is op dit moment uitzonderlijk laag; na correctie voor verwachte prijsstijging resulteert een negatieve rente. In vakkringen spreekt men van een periode van financiële repressie. De in de gemeentelijke notities aangegeven methode om dan maar te werken met een vijfjarig gemiddelde is riskant: bij een aanhoudende periode van financiële repressie (historisch helaas niet uitzonderlijk) resulteert toch een zeer lage rente. Te overwegen valt daarom de ondergrens van de reële rente op 1%-punt te zetten, bij de huidige inflatieverwachting resulteert dat in een rente van 3%-punt.[5]

7. De te hanteren risico-opslag is niet constant maar beweegt anti-cyclisch; daardoor ontstaat enig soelaas vooruitzonderlijk hoge of zoals nu uitzonderlijk lage rentes. Bovendien is de risico-opslag afhankelijk van de kwaliteit van de locatie. Deze risico-opslag reflecteert de grondwaarderisico´s die de gemeente loopt (hoewel deze door de berekening van de residuele grondwaarde worden afgezwakt[6]) en de debiteurenrisico´s. De hoogte van de risico-opslag blijft giswerk. In de huidige marktcondities lijkt, lettend op het rendement op huurwoningen en het door banken gehanteerde tarief op hypothecaire leningen, 2%-punt realistisch maar in betere tijden lijkt een lagere opslag goed te verdedigen.

---

[3] Canonpercentage, antwoord op drie vragen.
[4] Het zwakke punt in deze aanpak blijft de bepaling van de residuele grondwaarde.
[5] Omwille van de symmetrie verdient het dan aanbeveling de toe te passen rente te maximeren op een onderliggende reële rente van 3%. Dat voorkomt ook grote uitslagen in de hoogte van de erfpachtcanon.
[6] In feite wordt dan het risico van een lagere grondwaarde dan gehanteerd door de gemeente doorgeschoven naar de eigenaar van de woning die zijn verhuurrendement dan wel zijn verkoopwaarde gedrukt ziet door een ten opzichte van de actuele marktcondities te hoge erfpachtcanon.

8. Om op basis van deze uitgangspunten te komen naar een stabiele erfpachtcanon zijn aanvullende technische veronderstellingen nodig over de frequentie van aanpassing aan de grondwaarde, de tussentijdse indexatie (bij een aanpassing aan de actuele grondwaarde na 10 jaar en een lage inflatie ie het effect van tussentijdse indexatie overigens beperkt. Uitgaande van het door Francke voorgestelde netto contante waarde model resulteert de volgende range voor de hoogte van de erfpachtcanon, opgesplitst in een te hanteren disconteringsvoet en een veronderstelde waardestijging van de grond. Ik maak daarbij een onderscheid tussen de huidige situatie en een meer evenwichtige situatie.

Waarde canon bij Aanpassing na 10 jaar	Huidige situatie	Evenwichtige situatie
Rente	3% (minimum)	4%
Risico-opslag	2%	1.5%
Disconteringsvoet	5%	5.5%
Groeivoet grond	2%	2.5%
Inflatie	2%	2%
Canon/Grondwaarde	2.86%	2.91%

22 juli 2013

Jean Frijns, Hoogleraar emeritus Financiering en Beleggingen, Vrije Universiteit Amsterdam