

Essay

Een Procrustes Bed in Amsterdam: Tijdwaarde van Erfpachtgrond, een Rationeel Canonpercentage

Auteur: drs. Koen M. de Lange

Datum: 20 juni 2016

Opleiding: Real Estate Valuation ASRE, Amsterdam

Inleiding

In dit essay wordt geconcludeerd of in het erfpachtbeleid van het College van B&W van de gemeente Amsterdam (2016) sprake is van een rationeel en marktconform canonpercentage. Amsterdam maakt periodieke canonbetaling alleen mogelijk voor koopwoningen en maatschappelijke instellingen.

In het Amsterdamse erfpachtbeleid wordt de canon bepaald als een percentage van de grondprijs bij uitgifte. De gemeente (bloot-eigenaar) ontvangt een direct rendement (een geldsom, de canon) over de overeengekomen grondprijs bij uitgifte. Door jaarlijkse indexatie met de inflatie is het canonbedrag vervolgens waardevast. Op de grondprijs wordt gedurende de looptijd door de erfpachter niet afgelost. De grondprijs wordt zo omgezet in een groeischuld zonder aflossingsmogelijkheid. Het prijsrisico van de gehele woning (het indirecte rendement), inclusief de grond, ligt bij de erfpachter. De groei van de waarde van een erfpachtrecht is in zijn aard dan ook onzeker.

Het rationele canonpercentage ligt op het evenwichtsniveau waarbij, op het moment van de erfpachttransactie, het verwachte rendement van de investeringen voor beide erfpachtpartijen gelijk is. Het is logisch dat partijen, met kennis van zaken in een zakelijke transactie en niet onder dwang, alleen op basis van het rationele canonpercentage bereid zijn om te handelen. De samenhang met het begrippenkader van marktwaarde (IVS, 2013) is bewust gekozen. Er is naar mijn mening alleen sprake van een marktconform canonpercentage als dat gelijk is aan het rationele canonpercentage. De canon, het canonpercentage en de grondwaarde dienen altijd in hun samenhang te worden beoordeeld, zij vormen een Procrustesbed van waarde en verwachte toekomstige risico's en nut.

Bij erfpacht is de kans op ongecompenseerde vermogensoverdracht tussen contractpartijen groot. Hiervan is sprake als er gedurende de looptijd van de erfpacht, zonder dat hier een additionele (financiële) prestatie tegenover staat, een verschuiven van vermogensbestanddelen tussen erfpachtpartijen plaats vindt. Dit gebeurt onder andere indien het canonpercentage niet op het rationele evenwichtsniveau wordt vastgesteld. De Lange (2013) en De Wildt (2014) typeren erfpacht als een complex financieel product dat door gebruikers veelal als niet transparant en als onvoldoende duidelijk wordt ervaren. Omdat marktpartijen de werking van een erfpachtrecht onvoldoende begrijpen of de financiële gevolgen hiervan niet worden overzien (Ploeger & Wolff, 2014), is het in het maatschappelijk verkeer van groot belang om het canonpercentage op een prudente wijze te bepalen. Over het canonpercentage wordt tussen partijen niet onderhandeld, deze wordt bij uitgifte eenzijdig door de gemeente Amsterdam vastgesteld.

Om de vraag te beantwoorden of er in het erfpachtbeleid van de gemeente Amsterdam sprake is van een rationeel en marktconform canonpercentage wordt eerst de maximalisatie van de economische waarde van een koopwoning behandeld en vervolgens de tijdwaarde van erfpachtgrond. Daarna wordt bekeken of in het Amsterdamse erfpachtbeleid sprake is van ongecompenseerde vermogensoverdracht tussen partijen of van een evenwichtssituatie tussen partijen, van een rationeel canonpercentage.

Economische waarde van een koopwoning

De economische waarde van een koopwoning is in de neoklassieke economie, gegeven het inkomen, het resultaat van de maximalisatie van de nutswaarde door particulieren. De nutswaarde van een koopwoning is de geldsom die een rationeel handelende particulier maximaal bereid is om te betalen voor het economische nut dat hij in de toekomst van de woning verwacht te zullen hebben. De waarde van een huis stijgt als de prijs op de lange termijn sterker stijgt als de geldontwaarding, de inflatie.

In de tekstboeken over vastgoed is de consensus dat de marktwaarde van koopwoningen bij voorkeur wordt bepaald met behulp van de comparatieve benadering, aan de hand van vergelijkende verkooptransacties (Have, Berkhout, & Arnhem, 2013, p. 217) (Wyatt, 2013, p. 104). Over het algemeen is de koopwoningmarkt voldoende liquide en zijn woningen voldoende homogeen om de waarde op basis van diverse kenmerken te kunnen vergelijken.

De samenstelling van de waarde van een woning is voor een micro economist normaal gesproken alleen van belang in de ontwikkelfase, bij de verkoop van een (bouw)kavel grond. Begin jaren '90 is in Nederland de residuele grondwaardemethode in zwang gekomen, waarbij grondprijzen voor nieuwbouwkavels worden gebaseerd op de marktwaarde van de nog te realiseren woningen. Zie bijvoorbeeld (Ankum, Kruijt, Needham, & Uittenbogaard, 1992). Ook Rust (1996) is een groot pleitbezorger van de residuele grondprijsbepaling. De residuele methode wordt door gemeenten tegenwoordig overwegend in combinatie met andere methoden gebruikt om de grondprijzen voor nieuwbouwkavels te bepalen (Nelisse, 2016). De gemeente Amsterdam hanteert echter uitsluitend de residuele methode.

Bij bestaande woningen is de samenstelling van de waarde voor de micro economist niet meer interessant omdat het eigendomsrecht in handen van één partij, de huiseigenaar, ligt. Hendriks (2005) laat zien dat het onmogelijk is om de marktwaarde van een bestaand vastgoedobject op objectieve wijze toe te delen aan een grond- en een opstal component.

Bij een erfpachtwoning is het eigendom verdeeld tussen erfpachter en bloot-eigenaar. Voor bestaande erfpachtwoningen is de samenstelling van de waarde voor de micro economist hierdoor wel aan de orde. Beide eigendomsrechten kunnen worden verhandeld en voor beide kan een marktwaarde worden bepaald.

Rust (1996) beschrijft het verband tussen de waarde van de gehele woning en de componenten, waarbij de waarde van het geheel (V_p) een eenvoudige optelsom is van de waarden van de opstal (V_i) en de grond (V_l):

$$(1) \quad V_p = V_i + V_l$$

In het geval van een erfpachtwoning kan deze formule voor de verhouding tussen het volle eigendom (V_p) van een woning, het erfpachtrecht (V_E) en het bloot-eigendom (V_D) als volgt herschreven worden:

$$(2) \quad V_{pt} = V_{Et} + V_{Dt}$$

De factor t is in de formule toegevoegd, omdat op ieder moment in de tijd deze vergelijking geldig is. De waarden van het erfpachtrecht en het bloot-eigendom zijn op ieder moment in de tijd communicerende vaten. Deze allocatieregule van marktwaarde in geval van erfpacht is in het Nederlandse juridische systeem aanvaard, zie Hoge Raad 7 april 1993 (NJ1994, 47) en nadien vele malen bevestigd, zodat dit opgevat kan worden als vaste jurisprudentie. Bovendien geldt, zoals uit (Lindheim c.s. vs Noorwegen, 2012) en (SBOH c.s. vs Rijnland, 2012) blijkt, dat gedurende de looptijd van de erfpacht tussen

erfpachtpartijen een evenwichtige waarde toedeling ('fair balance') van de toegenomen (grond)waarde dient plaats te vinden. Het voorgestelde lineaire verband in de tijd sluit hierbij aan.

De eigendomsquote, c.q. grondquote, (q_t) volgt uit de erfpachtvergelijking en is gedefinieerd als de verhouding tussen de waarde van het bloot-eigendom en het volle eigendom. De eigendomsquote wordt geschreven als:

$$(3) \quad q_t = \frac{V_{Dt}}{V_{pt}}$$

Er is sprake van ongecompenseerde vermogensoverdracht tussen partijen, als op $t=n$, zonder dat hier een additionele (financiële) prestatie tegenover staat, de eigendomsquote wijzigt ten opzichte van $t=0$.

Tijdwaarde van erfpachtgrond

Een erfpachtrecht en een recht van bloot-eigendom van een woning vallen in de moderne financieringstheorie in dezelfde risico-klasse (Modigliani & Miller, 1958). De tijdwaarde van erfpachtgrond is dus gelijk aan de tijdwaarde van het erfpachtrecht en de tijdwaarde van de volle eigendom van een woning. De marktwaarde van een erfpachtwoning is immers onafhankelijk van de kapitaalstructuur en wordt bepaald door de toekomstige cashflow en het toekomstige nut contant te maken tegen de vermogenskostenvoet van de risico-klasse (Modigliani & Miller, 1963). Het canonpercentage is de vermogenskostenvoet van erfpachtgrond, de disconteringsvoet van toekomstige canonopbrengsten. Er kan geen verschil in waarde ontstaan door de gekozen betalingsvorm: afkoop van de canonverplichting, een vaste canon of een indexcanon. Zie (Berkhout, Brounen, & Eichholtz, 2015, pp. 46-47) en (Ankum, Kruijt, Needham, & Uittenbogaard, 1992).

In de westerse wereld - en dus ook in Amsterdam - is de norm dat iedereen van wieg tot graf een dak boven z'n hoofd heeft. Wonen is een eerste levensbehoefte. De tijdwaarde van wonen kan in de wieg-tot-graf gedachte gelijk worden gesteld aan een mensenleven (subject benadering). Bij een gemiddelde levensverwachting van 82 jaar (CBS, 2014) betekent dit een reële vergoeding van het economisch nut van 0,85% van de woningwaarde per jaar. Volgens Thomsen (2006) is de gemiddelde levensduur van een woning in Nederland echter 400 jaar, zodat als reële vergoeding ook 0,2% aangehouden kan worden (object benadering). De levensduur van grond is in principe oneindig. Verondersteld kan worden dat het geconsumeerde nut van wonen 0,58% per jaar is, bij een tijdwaarde van wonen – en erfpachtgrond – van 120 jaar. Dit komt overeen met een veronderstelde maximale levensduur van een mens (Nationale Zorg Gids, 2014) maar is voorzichtigheidshalve korter dan de levensduur van een woning en van grond. Als reële gebruiksvergoeding voor de eeuwigdurend uitgegeven erfpachtgrond lijkt 0,58% van de grondprijs dan een evenwichtige vergoeding te zijn.

Een erfpachttransactie komt rationeel gezien alleen tot stand bij een reserveringsprijs voor grondwaarde, canonpercentage en canon, waarbij de verwachte eigendomsquote op $t=n$ ongewijzigd blijft ten opzicht van $t=0$. De veronderstelling hierbij is dat de erfpachter, door de onzekerheid van de waardegroei en het risico van de canonverplichting die hij aangaat, niet bereid is om op $t=0$ te betalen voor de verwachte aanwas van de waarde van het erfpachtrecht. In een evenwichtssituatie, wanneer geen sprake is van een typische kopers- of verkopersmarkt, is het canonpercentage dan gelijk aan de

gebruiksvergoeding voor de erfpachtgrond en de groeiverwachting van de gehele woning, zodanig dat de eigendomsquote gedurende de looptijd van de erfpacht ongewijzigd blijft.

Een rationeel canonpercentage

De bottom-up benadering voor het vaststellen van de disconteringsvoet uit het CAPM wordt niet alleen in Amsterdam toegepast om het canonpercentage te bepalen. Zie bijvoorbeeld (Francke & Frijs, 2013), (Jong, et al., 2009, pp. 81-84) en (Uittenbogaard & Traudes, 2003). In deze benadering wordt het canonpercentage opgebouwd uit een risico-vrije rendement met opslagen voor de verwachte inflatie, risico's en verwachte groei. Voor het risico-vrije rendement wordt dan, al dan niet met een minimum- en maximumpercentage, het rendement op staatsleningen als referentie genomen en voor de verwachte inflatie de lange termijn inflatie doelstelling van de ECB van 2,0%. Er is hevige discussie over de toepassing en hoogte van het risico vrije rendement en van de risico opslag (Monster, Gool, & Nelisse, 2016, pp. 33-35). Voor de lange termijn verwachte groei wordt door de gemeente Amsterdam verwezen naar het lange termijn empirische onderzoek naar woningprijzen in Nederland, de Herengrachtindex (Eichholtz, 1997). In de periode 1623-1970 was de groei van de woningprijzen gemiddeld 0,25% boven de inflatie. De gemeente Amsterdam hanteert momenteel een forfaitair minimum canonpercentage van 3,0% (met beperkte indexatie) en wil bij eeuwigdurende erfpacht een minimum van 2,39% gaan hanteren en een maximum van 4,67% (met volledige indexatie) (College van B&W gemeente Amsterdam, 2016).

Monster et al. (2016, pp. 31-35) menen daarin tegen dat het canonpercentage het resultaat moet zijn van hetgeen de bloot-eigenaar beoogd te bereiken. Als randvoorwaarden voor de gemeente Amsterdam stellen zij een transparante en kostendekkende rentevoet zonder winstmarge voor, die erfpachters zekerheid biedt voor de lange termijn en voor alle betaalwijzen tot dezelfde waarde leidt.

Fisser (2015) concludeert dat de componenten die leiden tot een marktconforme rendementseis voor grondexploitatie zich niet objectief laten vaststellen en stelt een comparatieve benadering van het canonpercentage voor. Fisser gaat hierbij echter volledig voorbij aan de tijdwaarde van geld, als gevolg waarvan de hoogte van de rendementseis van directe invloed is op de transactieprijs van de erfpachtgrond.

De verwachte waardegroei van een woning op $t=0$ is een exogene variabele, terwijl de canonverplichting bij de verkooptransactie en de daaropvolgende uitgifte in erfpacht een endogene variabele is. Indien het canonpercentage afwijkend wordt vastgesteld van het te consumeren nut en de groeiverwachting van de waarde van de erfpachtwoning is er dus sprake van een ongecompenseerde vermogensoverdracht tussen contractpartijen. Het rationele canonpercentage (c_r) is gelijk aan het product van de gebruiksvergoeding van de erfpachtgrond (het reële periodiek geconsumeerde economische nut) (u), de verwachte inflatie (i) en de groeiverwachting (g) op het moment van de uitgifte van het erfpachtrecht. In formule:

$$(4) \quad c_r = (1 + u) * (1 + i) * (1 + g) - 1$$

Bij een reële gebruiksvergoeding van 0,58%, een lange termijn inflatieverwachting van 2,0% en een reële lange termijn groeiverwachting van de waarde van woningen van 0,25%, bedraagt het rationele

canonpercentage voor een vaste canon voor een erfpachtwoning dan 2,85%. De rationale aanvangscanon op $t=0$ voor een jaarlijks te indexerende canon bedraagt dan 0,83% van de grondprijs.

Geconcludeerd kan worden dat het canonpercentage van 2,39% tot 4,67% dat de gemeente Amsterdam hanteert, op basis van bovenstaande uitgangspunten, circa 3 tot 5 keer het rationale canonpercentage bedraagt en als gevolg hiervan niet marktconform is. Hierdoor is sprake van ongecompenseerde vermogensoverdracht van de erfpachter aan de gemeente.

Bibliografie

- Ankum, L., Kruijt, B., Needham, D., & Uittenbogaard, L. (1992). *Waardebepaling erfpachtrecht. Advisering over enkele aspecten van het Amsterdamse erfpachtstelsel*. Amsterdam: Stichting voor Beleggings- en Vastgoedkunde.
- Berkhout, T., Brounen, D., & Eichholtz, P. (2015). *Schoon Schip: Advies van de grondwaardecommissie Eeuwigdurende erfpacht*. Amsterdam: Gemeente Amsterdam.
- CBS. (2014, december 31). *statline.cbs.nl*. Opgeroepen op mei 18, 2016, van cbs.nl:
<http://statline.cbs.nl/Statweb/publication/?DM=SLNL&PA=37360NED&D1=3&D2=a&D3=0&D4=20-64,90-94&HDR=G1,T,G2&STB=G3&VW=T>
- College van B&W gemeente Amsterdam. (2016, mei 24). *Raadsvoordracht invoering van eeuwigdurende erfpacht voor nieuwe uitgiften*. Opgeroepen op mei 30, 2016, van www.amsterdam.nl:
https://www.amsterdam.nl/publish/pages/778420/1_raadsvoordracht_invoering_eeuwigduren_de_erfpacht_voor_nieuwe_uitgiften.pdf
- Eichholtz, P. (1997). A Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628-1973. *Real Estate Economics*, 175-192.
- Fisser, M. (2015). *Een marktconforme canon; Masterscriptie MRE*. Enschede: Amsterdam School of Real Estate.
- Francke, M., & Frijns, J. (2013). *Bepaling van het canonpercentage*. Amsterdam: gemeente Amsterdam.
- Have, G. t., Berkhout, T., & Arnhem, P. v. (2013). *Taxatieleer vastgoed 1*. Groningen: Noordhoff Uitgevers bv.
- Hendriks, D. (2005). Apportionment in property valuation: should we separate the inseparable? *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 23, No 5, 455-470.
- IVS. (2013). *International Valuation Standards*. International Valuation Standards Council.
- Jong, J. d., Nelisse, P., Jager, P., Arnoldussen, E., Broeren, J., & Alders, J. (2009). *Groene erfpacht in balans; Commissie advisering uitvoering erfpachtbeleid Staatsbosbeheer*. Den Haag: Ministerie van Landbouw, Natuur en Voedselkwaliteit.
- Lange, K. d. (2013, december). Erfpachtvernieuwing in Amsterdam. *Service Magazine TU Eindhoven*, pp. 25-28.
- Lindheim c.s, vs Noorwegen, 13221/08 en 2139/10 (EHRM juni 12, 2012).
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3., 261-297.
- Monster, N., Gool, P. v., & Nelisse, P. (2016). *Bezint eer gij begint: Advies van de Marktwaardecommissie Eeuwigdurende erfpacht*. Amsterdam: Stichting Erfpachters Belang Amsterdam.

- Nationale Zorg Gids. (2014, oktober 23). *Maximale levensduur mens is 120 jaar*. Opgeroepen op mei 18, 2016, van NZG: <https://www.nationalezorggids.nl/ouderenzorg/nieuws/22713-maximale-levensduur-mens-is-120-jaar.html>
- Nelisse, P. (2016, Februari). Grondwaardecommissie brengt erfpachters aan de grond. *TBR - Tijdschrift voor Bouwrecht*, 9-2, 140-146.
- NJ1994, 47, 47 (Hoge Raad der Nederlanden april 7, 1993).
- Ploeger, H., & Wolff, H. d. (2014, Juni). Stedelijke erfpacht: fatale crisis of gouden toekomst. *Vastgoedrecht*, 181-188.
- Rust, W. (1996, Februari). Methode voor berekening marktwaarde grond vaak gebaseerd op onzin. *Vastgoedmarkt*.
- SBOH c.s. vs Rijnland, ECLI:NL:GHSGR:2012:BY0519 (Gerechtshof 's-Gravenhage oktober 23, 2012).
- Thomsen, A. (2006, november 7). *Afscheidsrede prof. ing. A. Thomsen*. Opgeroepen op mei 18, 2016, van www.tudelft.nl: <http://www.tudelft.nl/nl/actueel/laatste-nieuws/artikel/detail/nederland-sloopt-te-veel-huizen/>
- Uittenbogaard, L., & Traudes, J. (2003). *Canonpercentages 'Het vaststellen van canonpercentages bij de herziening van erfpachtcontracten'*. Amsterdam: SBV School of Real Estate.
- Wildt, R. d. (2014, April). Erfpacht: Houden, veranderen of afschaffen? *Eigen Huis Magazine*, pp. 14-15.
- Wyatt, P. (2013). *Property Valuation, Second Edition* (2nd ed.). Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, Ltd.