

# ***De portefeuille van de particuliere niet professionele Amsterdamse woningbelegger.***

Scriptie MSRE opleiding M.V. Hirschstein

Juni 2021



[This Photo](#) by Unknown Author is licensed under [CC BY](#)

## Voorwoord

Voor u ligt mijn scriptie over de portefeuille van een niet professionele particuliere Amsterdamse woningbelegger. Het is het slotstuk van mijn MSRE opleiding aan de ASRE.

Ik heb mijn tijd aan de ASRE ervaren als een verrijking van mijn kennis, netwerk en zelfs leven. Voordat ik aan de studie begon had ik namelijk enige twijfels of ik nog wel in staat was om een goede student te zijn. Het was immers al even geleden dat ik in de studiebanken had gezeten. Dit is mij volledig meegevallen. De tijd is echt voorbij gevlogen.

Ik heb genoten en geleerd van de colleges, docenten en medestudenten.

Het schrijven van een scriptie was iets nieuws voor mij en ik wist dan ook niet goed wat ik moest verwachten. Ik heb een onderwerp gekozen dat mij dicht aan het hart ligt en daar ben ik achteraf erg blij mee. Zonder mijn interesse in de particuliere vastgoedbelegger, weet ik zeker dat ik dit niet tot een goed eind had kunnen brengen.

Tijdens het schrijven van deze scriptie heb ik hulp gehad van verschillende mensen. Ik ben erg blij met mijn scriptiebegeleider, Jantine Schrader. Ik wil haar danken voor de juiste sturing en feedback tijdens het proces en ik vind het jammer dat we door de Covid situatie niet vaker face to face hebben kunnen overleggen.

Daarnaast ben ik zeer dankbaar voor de assistentie van de mensen van Fris Makelaardij. In het bijzonder Doris Reehorst, Hans Peter Fris en Susan Perdijk. Zonder hun extreem uitgebreide en secure database had ik nooit dit onderzoek kunnen uitvoeren. Ze hebben belangeloos hun kostbare tijd aan mij beschikbaar gesteld om dit mogelijk te maken. Wat mij betreft een voorbeeld voor de hele vastgoedbranche voor transparantie en het delen van kennis.

Uiteraard wil ik ook mijn werkgever ING bedanken voor het mogelijk maken van deze studie en scriptie. Hierbij een bijzondere vermelding voor Sidney van den Bergh en Ester van Dijk. Zij hebben mij de ruimte gegeven, zodat ik mijzelf op deze manier verder kon ontwikkelen in mijn vakgebied.

Als laatste uiteraard een bijzonder dankwoord naar Elza, mijn partner. Zij heeft mij te allen tijde gesteund als ik tijd nodig had of simpelweg een steuntje in de rug gegeven. Nu dit achter mij ligt, beloof ik weer meer tijd aan haar te besteden, dat heeft ze verdiend.

## Management samenvatting

Oplopende huizenprijzen en de particuliere woningbelegger, vaak worden ze met elkaar in verband gebracht. Deze belegger zou er mede verantwoordelijk voor zijn dat starters geen kans meer maken op een koopwoning. Er is veel onderzoek beschikbaar over professionele en institutionele vastgoedbeleggers, maar niet over de particuliere vastgoedbeleggers. Het blijkt een heterogene groep beleggers te zijn, die in ieder geval cijfermatig moeilijk in kaart te brengen is. Er is dan ook weinig onderzoek gedaan naar de risico's die deze beleggers zelf lopen. In de beleggingswereld wordt algemeen aangenomen dat spreiding een belangrijk middel is om het risico te beperken. De portefeuille van de particuliere niet professionele woningbelegger kenmerkt zich echter juist door een gebrek aan spreiding. Ondertussen kan verondersteld worden dat deze belegger minder kennis en middelen tot zijn beschikking heeft om de gevolgen hiervan naar ware aard in te schatten en hier naar te handelen.

In dit onderzoek is de particuliere niet professionele Amsterdamse woningbelegger en zijn portefeuille in kaart gebracht. Wie is deze belegger en hoe ziet zijn portefeuille eruit. Welke rendementen heeft deze belegger de afgelopen jaren behaald en welke risico's gaan hiermee gepaard. Voor dit onderzoek is gebruik gemaakt van de data van Nederlands grootste makelaarsvereniging, de NVM. Door een koppeling te maken tussen koop- en huurtransacties in de periode 2014-2020 is het mogelijk geworden om een rendements- en risicoprofiel op te stellen voor een belegging in een Amsterdamse huurwoning. De data is tevens gebruikt om in kaart te brengen welke stadsdelen het populairst zijn onder beleggers. Onderzoek van het kadaster is gebruikt om een profiel op te stellen van de portefeuille van deze belegger. Het onderzoek heeft zich hiervoor gericht op particulieren die 4 of 5 appartementen verhuren in Amsterdam met een minimale waarde van EUR 250.000 en een maximale afmeting van 100 m<sup>2</sup>. Aan de hand van deze kaders is een aantal modelportefeuilles samengesteld.

De prestaties van deze portefeuilles zijn niet alleen op hun eigen merites beoordeeld, maar tevens afgezet tegen een aantal marktportefeuilles. De marktportefeuille is dusdanig gespreid dat er geen sprake meer hoort te zijn van specifiek risico, waarmee het een weergave wordt van het marktrisico. Hierdoor kan verondersteld worden dat deze portefeuilles beter presteren in het kader van rendement en risico dan een portefeuille met verhuurde Amsterdamse appartementen.

Uit dit onderzoek blijkt echter dat dit niet het geval is. De marktportefeuille is samengesteld uit aandelen, vastgoed en vastrentende waarde. Aandelen laten van oudsher een hoog rendement zien, maar zijn tevens vaak erg volatiel. Dit geldt in mindere mate voor het aandeel vastgoed. Vastrentende waarde laten mede als gevolg van stimuleringsmaatregelen van de centrale banken sinds de kredietcrisis een heel laag rendement zien. De resultaten van het onderzoek wijzen uit dat de modelportefeuilles met Amsterdamse beleggingswoningen over het algemeen een betere risico- en rendementsverhouding laten zien dan de marktportefeuilles. De sterke prestaties van de Amsterdamse beleggingswoningen worden onderstreept door de resultaten van de alternatieve marktportefeuilles. In die portefeuilles is het aandeel vastgoed ingevuld middels een index van de Amsterdamse beleggingswoningen. Deze portefeuilles laten een substantieel betere prestatie zien dan de reguliere marktportefeuille, waar het aandeel vastgoed bestaat uit de MSCI World Real Estate Index. Al deze resultaten bevestigen dat het

gebrek aan spreiding er niet voor zorgt dat de particuliere niet professionele Amsterdamse woningbelegger onevenredig veel risico loopt.

De marktportefeuilles zijn tevens gebruikt om een rendementseis te formuleren voor de verschillende categorieën van Amsterdamse beleggingswoningen. Hieruit blijkt dat alle categorieën beter presteren dan de geformuleerde rendementseis. Dit geeft aan dat de Amsterdamse woningmarkt ondanks de opgelopen huizenprijzen nog steeds een aantrekkelijke belegging is met een uitstekende risico- en rendementsverhouding.

## Inhoudsopgave

Voorwoord.....	2
Management samenvatting .....	3
1. Inleiding .....	7
1.1 Aanleiding.....	7
1.2 Probleemstelling .....	9
1.3 Doelstelling.....	9
1.4 Vraagstelling.....	10
1.5 Deelvragen .....	10
1.6 Relevantie .....	10
1.7 Opbouw.....	11
2. Institutioneel kader.....	12
2.1 Wie is de niet professionele particuliere woningbelegger?.....	13
2.2 Wat is het aandeel van de particuliere belegger op de woningmarkt? .....	15
2.3 Hoe ziet de gemiddelde portefeuille van deze belegger eruit? .....	17
2.4 Trends en ontwikkelingen .....	18
2.4.1. Vraag en aanbod.....	19
2.4.3. Belastingen .....	22
2.4.4. Toegang tot kapitaal .....	22
2.4.5. Pensioenontwikkelingen .....	23
2.4.6. Erfpacht .....	23
3. Theoretisch kader rondom de werking van rendement, risico en spreiding.....	26
3.1 Moderne Portefeuille Theorie .....	26
4. Methodologie .....	31
4.3. Kwaliteit van het onderzoek en de data.....	33
4.4. Kanttekeningen met betrekking tot de data.....	34
4.5. Opbouw index.....	35
4.6. Hypothesen.....	37
5.1. Hoe presteren de verschillende portefeuilles in termen van risico en rendement? ....	42
5.2. Hoe verhouden de Sharpe ratio's van de portefeuilles zich? .....	45
6. Conclusies en aanbevelingen .....	49
7. Reflectie .....	51

Bibliography.....52

# 1. Inleiding

## 1.1 Aanleiding

De particuliere vastgoedbelegger is de laatste jaren veel in het nieuws. Hij of zij wordt vaak verbonden aan de huidige krapte op de woningmarkt en de stijgende huurprijzen in met name het middenhuur segment. Ondertussen is er weinig recent wetenschappelijk onderzoek gedaan naar deze groep beleggers. Er is veel onderzoek beschikbaar over institutionele beleggers, maar de particuliere belegger lijkt een minder populair onderzoeksonderwerp te zijn.

De particuliere belegger kan grofweg worden ingedeeld in twee categorieën; de professionele belegger en niet professionele belegger. Dit onderzoek zal zich richten op de niet professionele belegger. Deze belegger wordt in het algemeen gekenmerkt door beperkte kennis en ervaring met beleggen, vastgoed en/of de woningmarkt. Daarnaast heeft deze belegger vaak een beperkt vermogen om te investeren in vastgoed. De combinatie van deze factoren maakt het interessant om te onderzoeken hoe deze belegger moet kijken naar de spreiding binnen zijn portefeuille om hiermee zijn risico te verlagen.

In mijn dagelijks werk adviseer ik namens een bank particulieren bij het financieren van hun beleggingsvastgoed. Hierbij speelt zorgplicht en consumentenwetgeving een rol bij de invulling van het advies aan de belegger (MCD, 2016). Thema's die in dit advies centraal staan zijn overkreditering, klantbehandeling bij betalingsproblemen en transparantie in communicatie. Portefeuille samenstelling en risicoreductie door spreiding worden hier echter niet expliciet in benoemd. Het is mij opgevallen, dat met name de niet professionele particuliere vastgoedbelegger vaak maar een beperkt afwegingskader hanteert bij zijn investeringsbesluiten, hetgeen ook al in eerder onderzoek over deze beleggers is vastgesteld (Schols, 2013). Het betreft hier vaak ondernemers, die zelf in grote mate verantwoordelijk zijn voor de opbouw van hun pensioen. Van dergelijke beleggers kan verondersteld worden dat ze minder kennis en ervaring hebben dan een professionele en/of institutionele belegger. Dit vergroot de kans dat er investeringsbesluiten worden genomen op basis van verkeerde afwegingen. In hoofdstuk 2.1 wordt hier verder op in gegaan vanuit de theorie en onderzoek rondom behavioral finance.

De niet professionele belegger investeert vaak in de woningmarkt om meer rendement uit zijn vermogen te halen. Direct vastgoed, met name de woningmarkt, kenmerkt zich door zijn stabiele kasstroom (van Gool et al, 2007). Dit maakt het een aantrekkelijke investering om als aanvulling op het pensioen of inkomen te dienen. Het doel van de belegging is hierdoor belangrijk te noemen, aangezien het voorziet in het bijdragen in eerste levensbehoeftes.

Met een dergelijk doel valt het aan te raden om een beleggingsstrategie te kiezen waarbij risico wordt geminimaliseerd. Aangezien een niet professionele belegger vaak een beperkt vermogen bezit, heeft hij geen eindeloze opties om zijn beleggingen te spreiden. Het institutioneel kader rondom deze belegger lijkt hier maar beperkt op ingesteld te zijn. Het ontbreken van relevant en actueel onderzoek hierover maakt het echter lastig om hier een eenduidig oordeel over te vellen.

Deze belegger heeft met zijn activiteiten ook invloed op de vastgoedmarkt. In de media wordt vaak een verband gelegd tussen oplopende huizenprijzen in bepaalde populaire wijken en de hernieuwde opkomst van de particuliere belegger. Voor het kadaster was dit aanleiding om hier in 2019 onderzoek naar te doen. Onder de uitgangshypothese *'Woningen in Nederland zijn tussen 2009 en 2018 steeds meer in bezit gekomen van eigenaren die verscheidene woningen bezitten'*, hebben zij getracht om helderheid te geven over de verschuivingen op de woningmarkt. Hieruit kwamen enkele nieuwe inzichten naar voren, die de impact van deze belegger op de woningmarkt verder in kaart bracht (Harst, 2019). In Amsterdam is het aandeel van de particuliere belegger op de woningmarkt de afgelopen jaren stabiel gebleven, maar toch speelt deze belegger een grote rol in de plaatselijke woningmarkt. In 2017 betrof namelijk 11% van de verkochte woningen een aankoop van een particuliere belegger, waar dit in 2009 nog rond de 5% lag. In sommige wijken lag dit aandeel zelfs op 20%. Hiermee zorgen ze voor veel concurrentie ten opzichte van particulieren die een woning voor eigen bewoning willen aankopen. Over het algemeen zorgt meer concurrentie voor prijsstijgingen, wat ervoor kan zorgen dat het rendement voor de belegger onder druk komt te staan.



## 1.2 Probleemstelling

Een professionele belegger zal vaak meer kennis en ervaring hebben die hem ondersteunen bij zijn beleggingsbesluiten. Er kan verondersteld worden dat een niet professionele belegger vaker op basis van gevoel zijn besluiten neemt. Hierdoor ontstaat het gevaar dat het risico en rendement van een investering niet goed worden ingeschat.

## 1.3 Doelstelling

Deze scriptie moet verder inzicht geven in de mate waarin de portefeuilles van niet professionele particuliere woningbelegger goed gespreid zijn in het kader van risico en rendement.

Het onderzoek moet de niet professionele particuliere woningbelegger daarnaast meer inzicht geven in de wijze waarop risico en rendement in combinatie met spreiding een rol spelen binnen zijn portefeuille.

De conclusies en aanbevelingen moeten deze beleggers beter in staat stellen om vanuit een wetenschappelijk kader afwegingen te maken bij hun investeringsbeslissingen. Daarnaast kan het een aanvulling bieden op de bestaande kaders rondom het advies aan particuliere beleggers, waardoor de belegger minder risico loopt en de zorgplicht beter wordt ingevuld door banken en adviseurs.

Om hiertoe te komen wordt niet alleen gekeken naar de werking van spreiding op risico en rendement bij dergelijke portefeuilles, maar wordt er tevens vanuit een bredere context gekeken naar de situatie. De alternatieven voor deze belegger om met eenzelfde rendement, maar met een lager risico, te komen tot de gewenste doelstelling worden in kaart gebracht.

Het merendeel van de kleine particuliere beleggers houdt het beheer van zijn portefeuille in eigen hand. Daarnaast gaat hij vaak marktgericht te werk (PBL, 2019). Het is voor hem dan ook van belang dat hij de markt waarin hij actief is, goed kent. Aangezien hij minder kennis en middelen beschikbaar heeft dan de professionele en institutionele belegger is het voor een particuliere belegger aantrekkelijk om zich te richten op een beperkt gebied. Het ligt hierbij voor de hand dat vaak gekozen wordt voor de omgeving waar de belegger ook zelf woonachtig is. Het beheer van de portefeuille kan dan immers met minder inspanning worden uitgevoerd en er is al kennis aanwezig van de omgeving. In deze context bevindt zich duidelijk een paradox. Door zich te richten op een afgebakend gebied probeert de belegger zijn portefeuille te optimaliseren, maar het zorgt er ook voor dat er een gebrek in spreiding op basis van locatie ontstaat.

Onderzoek van het Kadaster (de Vries, 2019) toont aan dat er verschillende wijken in Amsterdam zijn waar de particuliere belegger bovenmatig actief is. Deze scriptie zal zich richten op de Amsterdamse woningmarkt. Een bijkomend voordeel daarvan is dat er van de Amsterdamse woningmarkt relatief veel data beschikbaar is om onderzoek mee uit te voeren. Er is gekozen voor een kwantitatief onderzoek. Dit moet zorg dragen voor een cijfermatige en objectieve onderbouwing ter ondersteuning van de beantwoording van de centrale vraagstelling.

## 1.4 Vraagstelling

In hoeverre is de portefeuille van een Amsterdamse particuliere niet professionele woningbelegger goed gespreid in het kader van risico en rendement?

## 1.5 Deelvragen

- Wie is de Amsterdamse particuliere niet professionele woningbelegger en hoe ziet zijn portefeuille eruit?
- Wat zegt de theorie over spreiding en risicoreductie en hoe komt dit tot uiting bij deze belegger en zijn portefeuille?
- Welke rendementen worden er door deze belegger behaald en staat dit in de juiste verhouding tot het bijbehorende risico?

## 1.6 Relevantie

De niet professionele particuliere belegger speelt een steeds groter wordende rol op de vastgoedmarkt. Doordat er weinig onderzoek gedaan is naar deze belegger, is er slechts beperkte informatie beschikbaar over de impact die deze belegger op de vastgoedmarkt heeft. Met dit onderzoek worden er nieuwe kennis en inzichten in kaart gebracht die gebruikt kunnen worden door verschillende partijen. Beleggers kunnen er hun kennis mee vergroten, zodat ze betere afwegingen kunnen maken bij investeringsbeslissingen. Banken en overige geldverstrekkers kunnen het gebruiken in hun advisering en beleid richting deze beleggers.

Zoals hiervoor al gezegd, belegt de particuliere belegger vaak om zijn inkomen of pensioen aan te vullen (PBL, 2019). Het pensioeninkomen is een maatschappelijk belangrijk thema, aangezien er in Nederland sprake is van een vergrijzende samenleving waar de pensioenfondsen regelmatig in het nieuws komen in verband met mogelijke kortingen op de pensioenen. Dit zorgt mede voor een verhoogde noodzaak tot de opbouw van additioneel pensioeninkomen. De uitkomsten van dit onderzoek kunnen voor toezichthouders ondersteunend werken in de wijze waarop toezicht en wetgeving omtrent dit onderwerp tot stand komen.

## 1.7 Opbouw

In hoofdstuk 1 is reeds stil gestaan bij de aanleiding, probleemstelling, doelstelling, deelvragen en relevantie. Hoofdstuk 2 staat in het teken van het institutioneel kader. De niet professionele particuliere woningbelegger is een actueel thema, maar toch ontbreekt het aan een eenduidig kader waarbinnen deze belegger beoordeeld kan worden. Door een uitgebreide omschrijving van het kader waarbinnen hij acteert creëren we een context die verdieping moet geven aan het verdere onderzoek. Vervolgens wordt het theoretisch kader rondom risico, rendement en spreiding behandeld in hoofdstuk 3. De methodologie wordt besproken in hoofdstuk 4. Het onderzoeksplan moet de verbinding verzorgen tussen de theorie en de praktijk. Hoofdstuk 5 geeft vervolgens de resultaten weer van het onderzoek dat is uitgevoerd. De resultaten worden behandeld in hoofdstuk 6; conclusies en aanbevelingen. Er wordt afgesloten met de reflectie in hoofdstuk 7.

## 2. Institutioneel kader

In dit hoofdstuk wordt het institutioneel kader rondom de niet professionele particuliere woningbelegger behandeld. Hoe ziet de wereld waarbinnen deze belegger actief is eruit, en wat is zijn rol in het geheel. Dit moet ervoor zorgen dat de onderzoeksresultaten binnen de juiste context worden beoordeeld.

De ASRE heeft in 2017 in samenwerking met de Nederlandse Bank (DNB) en het Planbureau voor de Leefomgeving (PBL) de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in kaart gebracht. Hierbij is er gekeken naar de totale omvang van deze markt, maar ook de verschillende spelers en hun belangen zijn hierin uiteengezet. Het doel van dit onderzoek was het vergroten van de transparantie in de vastgoedsector. Aangezien de vastgoedmarkt een belangrijke rol speelt in de Nederlandse economie moet het ook een bijdrage leveren aan het monitoren van ontwikkelingen in het kader van financiële stabiliteit.

	<u>miljard</u>
Pensioenfondsen	EUR 24.1
Verzekeraars	EUR 10.9
Vastgoedfondsen	EUR 12.5
Buitenlandse Partijen	EUR 21.9
Buitenlandse beursgenoteerde bedrijven	EUR 6.0
<b>totaal</b>	<b>EUR 75.4</b>

Uit het onderzoek kwam naar voren dat deze markt ruim EUR 75 miljard groot is. Hiervan is 64% in handen van Nederlandse Institutionele beleggers. Buitenlandse beleggers hebben een aandeel van 29% in directe vastgoedbeleggingen, daarnaast hebben deze beleggers ook nog eens 4% van de markt in handen via indirecte beleggingen middels Nederlandse Vastgoedfondsen.

Opvallend genoeg ontbreekt in dit overzicht een groep: de particuliere belegger.

De onderzoekers hebben destijds wel een poging gewaagd om het marktaandeel van deze belegger te achterhalen, maar door een gebrek aan betrouwbare data kon dit aandeel niet in het totaal overzicht worden meegenomen.

Aan de hand van jaarverslagen en publieke informatie is er een optelsom gemaakt van EUR 16.5 miljard. Dit moet dan ook gezien worden als de ondergrens van het aandeel van deze belegger (ASRE, 2017). Het valt hierbij op dat de genoemde beleggers allemaal entiteiten betreffen, waaruit we dus kunnen concluderen dat de niet professionele particuliere belegger buiten de scope van deze opsomming valt. Gezien dit gegeven en het feit dat dit alleen publiek openbare data betreft, kan er worden aangenomen dat het hier 'het topje

van de ijsberg betreft'. Het Kadaster berekent bijvoorbeeld voor de periode 2013-2017 een positief saldo van circa EUR 2.2 miljard aan transacties op de woningmarkt voor de particuliere belegger (entiteiten niet mee gerekend) (Harst, 2019).

Het CBS heeft in 2018 becijferd dat de particuliere verhuurders in totaal ruim 475.000 woningen in de verhuur hadden. In datzelfde jaar had de gemiddelde woning een WOZ waarde van EUR 230.000,- (CBS, 2019). Met deze uitgangspunten kom je voor 2018 tot een totaal bezit van de particuliere beleggers van ruim EUR 109 miljard.

Hiermee is het aannemelijk dat het aandeel van de particuliere belegger die van de pensioenfondsen overtreft en dat de particuliere belegger daarmee het grootste aandeel in de totale Nederlandse vastgoedmarkt heeft. In hoofdstuk 2.2. wordt verder ingegaan op het aandeel van deze belegger op de Nederlandse woningmarkt.

## 2.1 Wie is de niet professionele particuliere woningbelegger?

De Particuliere belegger kan grofweg worden ingedeeld in twee categorieën: professionele beleggers en niet professionele beleggers.

Van beleggers die hun activiteiten vanuit een rechtspersoon ondernemen kan verondersteld worden dat ze enige mate van professionaliteit hebben. Er is immers een rechtspersoon uitgekozen en het is aannemelijk dat ze hier advies over hebben ingewonnen. Dit maakt het aannemelijk dat ze vaker advies inwinnen, om hiermee afgewogen keuzes te maken.

In eerder onderzoek naar de particuliere vastgoedbelegger is al vaak vastgesteld dat dit een zeer heterogene groep beleggers betreft. 'Dé particuliere vastgoedbelegger bestaat niet'. Eveneens is vastgesteld dat het merendeel van de particuliere beleggers in woningen belegt. Daarnaast investeert de particuliere belegger vaak in de omgeving waar hij zelf woonachtig is, omdat hij daar expliciete marktkennis heeft. Gezien deze bevindingen is er gekozen om dit onderzoek te richten op de woningbelegger in Amsterdam. Hiermee wordt een verder kader gecreëerd voor de onderzoeksdoelgroep (Schols, 2013). Het is hierbij van belang om het onderscheid tussen professioneel en niet professioneel nader te duiden, aangezien de diverse instellingen hier verschillende uitgangspunten hanteren.

De markt lijkt hier bijvoorbeeld genuanceerd over te oordelen. Zo geeft Vastgoed Belang (branche vereniging van particuliere beleggers) aan dat zij niet meer expliciet naar portefeuilleomvang kijken, maar dat de mate van professionaliteit bepaalt binnen welk kader een belegger valt. Er moet uiteraard sprake zijn van een behoorlijke portefeuille (dit wordt niet verder gespecificeerd) en die moet op een professionele, bijna bedrijfsmatige manier worden beheerd (Kamminga, 2015).

Het wettelijk kader is echter duidelijker. De Autoriteit Financiële Markten definieert in de Wet op Financieel Toezicht (WFT) een drietal type beleggers.

1. In aanmerking komende tegenpartijen (Centrale Banken, kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, etc).
2. Professionele belegger.

### 3. Niet professionele belegger (retail klant).

Voor de niet professionele belegger hanteren het AFM de volgende definitie: *'Cliënten die niet voldoen aan de criteria voor professionele belegger (en in aanmerking komende tegenpartij), als omschreven in de Wet op het financieel toezicht, vallen van rechtswege onder het begrip niet-professionele belegger. Dit zijn bijvoorbeeld alle natuurlijke personen, kleine vennootschappen (waaronder pensioen B.V.'s en stamrecht B.V.'s), overheidsinstellingen, lokale overheidsorganisaties, gemeentes, stichtingen en kleine en middelgrote ondernemingen'* (<https://www.afm.nl>, 2020)'.

Dit wekt de indruk dat vanuit de wetgever alle privépersonen met beleggingen in box III gezien worden als niet professionele beleggers.

In artikel 4:18a tot en met artikel 4:18e van de WFT en artikel 49b van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo) wordt echter een andere invalshoek gegeven. Een niet professionele belegger kan namelijk een verzoek indienen om als professioneel belegger behandeld te worden, indien er wordt voldaan aan tenminste twee van de onderstaande criteria:

1°. tijdens de voorafgaande vier kwartalen heeft de cliënt op de desbetreffende markt per kwartaal gemiddeld tien transacties van significante omvang verricht;

2°. de omvang van de portefeuille financiële instrumenten en deposito's in geld van de niet-professionele belegger is groter dan € 500 000; of

3°. de niet-professionele belegger is gedurende ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector, waar hij een beroep uitoefent of heeft uitgeoefend waarbij kennis van de beoogde beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten of nevendiensten vereist is of was (Maximus, 2020).

Deze artikelen bieden dus kaders om een particuliere belegger ook als professioneel te kwalificeren.

Het kadaster heeft in 2019 een aantal onderzoeken gepubliceerd die betrekking hebben op onder andere de particuliere verhuurder. Een van deze onderzoeken richt zich op de groeiende rol van particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt. Dit onderzoek is overigens uitgevoerd op verzoek van het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, wat aangeeft dat deze ontwikkeling ook de aandacht heeft van de Nederlandse overheid.

In dit onderzoek worden de particuliere verhuurders ingedeeld in de drie onderstaande categorieën op basis van het aantal woningen dat in bezit is.

- Klein: 3 tot en met 5 woningen.
- Middelgroot: 6 tot en met 9 woningen.
- Groot: 10 woningen en meer.

De kanttekening hierbij is dat het aantal woningen gebaseerd is op het aantal woningen in bezit per eigenaar. In het geval dat een eigenaar zelf in een koopwoning woont, dan is deze woning automatisch meegenomen in het aantal woningen in bezit (Harst, 2019).

Uit dit onderzoek komt tevens naar voren dat sinds 2013 de kleine particuliere verhuurder veruit de grootste rol speelt in de groei van particuliere verhuur. In het kwantitatieve onderzoek in deze scriptie zal er een focus zijn op deze belegger. Er kan gesteld worden dat er een grote kans is dat een particuliere belegger met meerdere verhuurde woningen, zelf ook in een koopwoning woont. Voor dit onderzoek wordt het minimum aantal verhuurde woningen in het bezit van de kleine belegger op 4 en het maximum op 5 gesteld.

### **Afwegingskader van de particuliere belegger**

De financiële theorieën die in deze scriptie gebruikt worden om de centrale vraagstelling te beantwoorden zijn deels gebaseerd op het gegeven dat een belegger vanuit een bepaalde rationaliteit handelt. Het spreiden van vermogen over verschillende asset klassen kan voor diversificatie zorgen en vastgoed speelt hier vaak een centrale rol in. In deze scriptie staat de belegger centraal die zijn vermogen primair in direct vastgoed belegt en hiermee wordt impliciet al een gebrek aan rationaliteit aangetoond. Het vakgebied behavioral finance biedt inzichten die een verklaring kunnen geven voor dit gebrek aan rationaliteit.

Eerder onderzoek naar de particuliere belegger heeft vanuit diverse concepten uit de behavioral finance onderzocht (Schols, 2013). Een onderzoek dat mede is uitgevoerd om de gevolgen van de financiële crisis op het afwegingskader van de particuliere belegger te onderzoeken. Uit dit onderzoek kwam naar voren dat particuliere beleggers van zichzelf vinden dat ze veel verstand van zaken hebben op het gebied van vastgoed en dat het grootste gedeelte van hun vermogen in woningen wordt belegd. Dit leidt tot overmoedigheid (Prast, 2004), wat rationeel handelen in de weg kan staan.

De particuliere belegger is vaak goed geïnformeerd over de lokale marktomstandigheden waar hij actief is, aangezien dit vaak de omgeving is waar hij zelf woont of werkt. Nadeel hiervan is echter wel dat hij vaker wordt geleid door irrationele overwegingen ten opzichte van institutionele belegger, omdat deze laatste meer middelen heeft voor uitgebreid marktonderzoek. De conclusie van dit onderzoek was uiteindelijk dat de particuliere belegger zich over het algemeen laat leiden door een bepaalde mate van emotie.

Inmiddels zijn we zeven jaar verder en zowel de woningmarkt als de huurmarkt heeft in de tussentijd een duidelijke groei doorgemaakt. Dit doet vermoeden dat overmoedigheid de particuliere belegger nog verder beïnvloedt in zijn afwegingskader. Beleggers die sinds 2014 actief zijn hebben immers voornamelijk voorspoed op de vastgoedmarkt meegemaakt.

## **2.2 Wat is het aandeel van de particuliere belegger op de woningmarkt?**

De totale woningmarkt in Nederland bestaat uit 7,8 miljoen woningen. Hiervan zijn er 3,3 miljoen huurwoningen, waarvan er 2,5 miljoen als sociale huurwoning worden verhuurd. Deze zijn grotendeels in het bezit van woningcorporaties. Van de overige 800.000 woningen vallen er 500.000 in het middensegment. In dit segment zijn ook de meeste particuliere

beleggers actief. Dit deel van de markt vormt dus maar 6% van de totale woningvoorraad (Capital Value, 2020).

Uit het eerder aangehaalde onderzoek van het Kadaster blijkt dat het aandeel van de particuliere belegger sinds 2013 groeiende is. Voor die tijd was er lang sprake van een krimp in deze markt. In 2013 werd een kleine 4% van alle woningaankopen op de Nederlandse markt gedaan door particuliere beleggers. In 2017 kwam dit aandeel al uit op ruim 7%. Aangezien beleggers ook woningen verkopen resulteert dit niet automatisch in een netto groei. In 2013 was er sprake van een netto resultaat van 1.332 woningen. In 2017 kwam dit al uit op 8.013 woningen. Voor 2017 vertaalt dit zich naar EUR 3,8 miljard aan aankopen en EUR 3,1 miljard aan verkopen. Hierbij is de rol van de kleine belegger (3 tot en met 5 woningen) het grootst met EUR 2,1 miljard aan aankopen en EUR 1,5 miljard aan verkopen.

Was in 2009 2% van de totale woningvoorraad nog in het bezit van een particuliere belegger, in 2018 was dit gegroeid tot 3%. In diezelfde periode kromp het bezit van zowel de woningbouwcorporaties als de institutionele belegger. In 2009 werd 2% van de woningen die op de markt kwam, gekocht door een particuliere belegger. In 2017 was dit aandeel al toegenomen tot 5% (Harst, 2019). Onderzoek van het CBS laat zelfs hogere percentages zien. Volgens dat onderzoek waren er in 2018 280.000 particuliere woningbeleggers actief. In totaal verhuurden zij 475.000 woningen en dit komt neer op 6% van de totale woningmarkt. Het CBS becijferde tevens dat in 2018 bijna 80% van de particuliere belegger maar één verhuurde woning in bezit had (CBS, 2019).

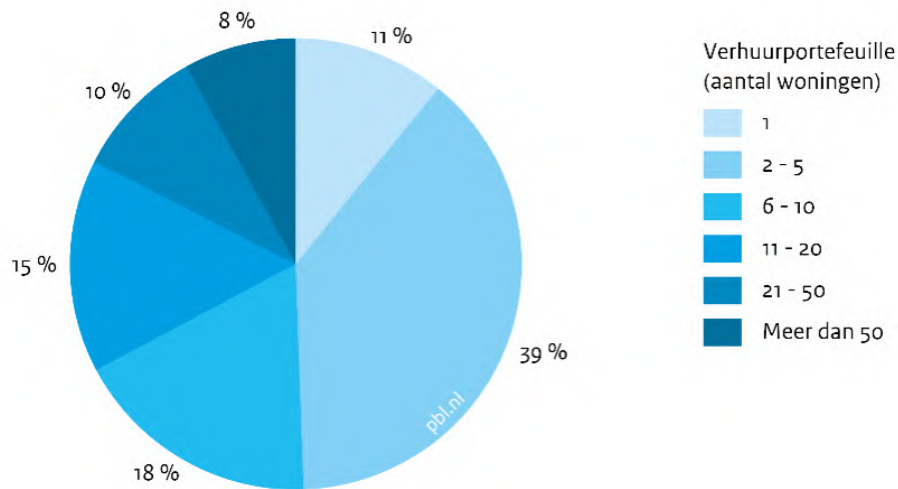
Zelfs het Covid-19 virus lijkt maar een beperkte invloed te hebben op de koopdrang van de particuliere belegger. In het eerste half jaar van 2020 werd er door deze groep voor meer dan EUR 1 miljard aan Nederlands huurwoningen aangekocht. Dit is een aandeel van 32% van het totale handelsvolume (Limmen, 2020).

Het Planbureau voor leefomgeving (PBL) heeft naar aanleiding van het onderzoek van het Kadaster en het CBS aanvullend onderzoek gedaan naar de particuliere belegger. Waar de eerdere onderzoeken vooral kwantitatief van aard waren, heeft PBL geprobeerd om hier kwalitatief onderzoek aan toe te voegen. Zij hebben hiervoor in 2019 naar 5000 leden van de brancheorganisatie Vastgoed Belang een enquête gestuurd. De uitkomsten hiervan zijn vervolgens aangevuld met diepte interviews met 30 van de respondenten.

De resultaten laten zowel overeenkomsten als verschillen zien met het onderzoek van het CBS en het Kadaster. Het aantal beleggers met slechts één woning in bezit is bij hen slechts 11% van het totaal. Het aandeel van de belegger met 2-5 woningen bedraagt 39%. PBL geeft aan dat zij zich ervan bewust is dat er mogelijk sprake is van een bias in het onderzoek. De respondenten zijn namelijk allemaal aangesloten bij de brancheorganisatie. Het is goed mogelijk dat woningbeleggers met een enkele verhuurde woning minder behoefte hebben aan kennisdeling en belangenvertegenwoordiging en dus niet aangesloten zijn bij een branche organisatie (PBL, 2019).



## Aandeel verhuurders naar omvang verhuurportefeuille



Bron: PBL (2019)

Alle onderzoeken laten echter zien dat de rol van de particuliere belegger op de woningmarkt momenteel groeiende is. Dit is tevens terug te zien in het groeiende aanbod van financieringsmogelijkheden voor deze beleggers (FD, 2020). Hierover ook meer in hoofdstuk 2.4.4.

Op lokaal niveau zijn er echter nog veel sterkere ontwikkelingen waar te nemen. De particuliere belegger is namelijk voornamelijk actief in de grote steden met daarbij een meer dan ruimschootse vertegenwoordiging van studentensteden. Een verklaring hiervoor kan gevonden worden in het feit dat studentensteden een grotere behoefte aan kamerverhuur kennen dan andere steden. Kamerverhuur staat erom bekend om voor hogere rendementen te zorgen dan bij 'reguliere' verhuur. In 2017 was Delft koploper met een aandeel van 12% van de koopwoningen die gekocht werden door een particuliere belegger. In Amsterdam lag dit percentage op 11%.

In de populaire steden is ook een sterke differentiatie in statistieken per wijk te zien. In Amsterdam blijken particuliere beleggers sterk vertegenwoordigd in Buitenveldert en Buikslotermeer met een aandeel in de verkochte woningen van meer dan 20%.

### 2.3 Hoe ziet de gemiddelde portefeuille van de particuliere belegger eruit?

De particuliere belegger heeft diverse opties om zijn vermogen met voldoende spreiding te beleggen. De meest voor de hand liggende opties zijn aandelen, obligaties en vastgoed. Crowdfunding maakt het voor de particuliere belegger tegenwoordig ook mogelijk om private equity aan zijn portefeuille toe te voegen. In het verleden zorgde de rente op een spaarrekening ook nog voor rendement, maar daar is al enige tijd (bijna) geen sprake van.

Er is helaas weinig openbaar onderzoek beschikbaar naar de portefeuille samenstelling van de particuliere belegger op basis van asset klassen. De praktijk geeft echter aan dat deze belegger over het algemeen als eenkennig getypeerd kan worden. Vaak wordt er gekozen voor een specifieke asset klasse en hier wordt vervolgens aan vast gehouden. Hierdoor zijn er weinig voorbeelden te vinden van kleine beleggers die hun vermogen spreiden over de verschillende asset klassen. Een gebrek aan vermogen speelt hier uiteraard ook een rol in.

Dit onderzoek richt zich daarom dan ook op de particulier, die belegt in verhuurde woningen zonder dat hij daarbij verdere spreiding aanbrengt middels beleggingen in andere asset klassen.

In het eerder aangehaalde onderzoek van het Kadaster (de Vries, 2019) is het de onderzoekers gelukt om een duidelijk beeld te geven van het type woningen die de kleine particuliere belegger in het bezit heeft. Aan de hand van het BAG is een analyse gemaakt op basis van type woning, waardeklasse (op basis van WOZ 2017) en oppervlakte voor de periode 2009-2017. Aangezien er regionaal sprake is van forse verschillen is dit ook nog specifiek inzichtelijk gemaakt voor onder andere Amsterdam. Hierbij is de particuliere belegger ook weer in de drie genoemde eerdere categorieën opgedeeld. Hier komen de volgende kenmerken uit naar voren:

- 97% van de aangekochte beleggingswoningen heeft een minimale WOZ waarde van EUR 250.000,-, waarbij 33% zelf een WOZ waarde had die boven de EUR 350.000 lag.
- 100% van de aangekochte beleggingswoningen betrof een appartement.
- Kleinere appartementen hadden duidelijk de voorkeur.
- 80% van de appartementen had een oppervlakte tot 75 m<sup>2</sup>.
- 14% van de appartementen had een oppervlakte van 75-100 m<sup>2</sup>.

Aangezien 94% van de woningen zich dus in de eerste twee klassen begeeft, zal dit ook als kader dienen voor het latere kwantitatieve onderzoek.

Het onderzoek van het PBL geeft ook aan dat het gros van de kleine particuliere beleggers zich richten op het hogere segment vrije huurwoningen, met name in Amsterdam is hier sprake van. De aankooprijzen zijn namelijk dusdanig hoog dat een hoge huur noodzakelijk is om tot het gewenste rendement te komen.

## 2.4 Trends en ontwikkelingen

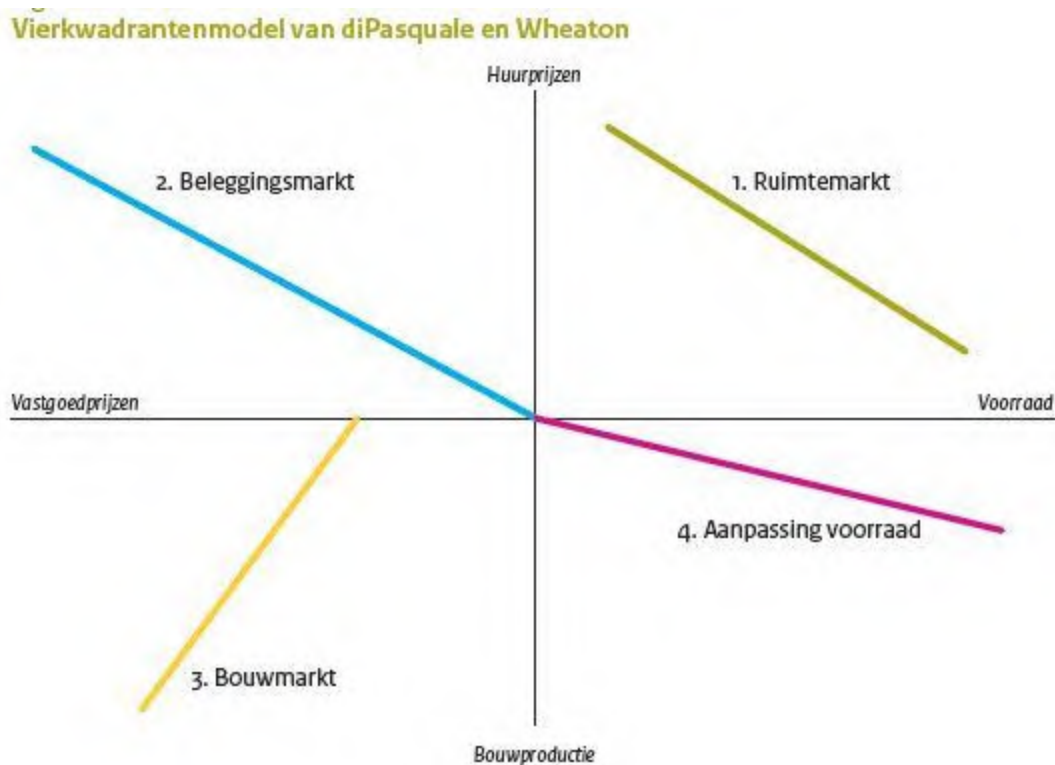
De afgelopen jaren zijn er meerdere records gebroken betreffende het beleggingsvolume op de Nederlandse woning beleggingsmarkt en 2019 was daar geen uitzondering op. Er heeft voor EUR 9,3 miljard aan transacties plaats gevonden en dit is nog nooit eerder gezien. Er zijn verschillende ontwikkelingen die deze ongekennde investeringsvolumes verklaren, maar er zijn echter ook ontwikkelingen die hier een kentering in kunnen aanbrengen.

Er valt een aantal trends en ontwikkelingen waar te nemen omtrent deze belegger. Sommige hiervan hebben betrekking op de vastgoedmarkt in bredere context. Andere zijn meer gericht op specifiek de kleine particuliere belegger.

### 2.4.1 Vraag en aanbod

In deze scriptie spelen risico en rendement een grote rol, waarbij risico's gekwantificeerd worden door de fluctuaties van het rendement rondom het gemiddelde rendement. Rendement neemt hiermee een centrale plek in. Het rendement van een vastgoedbelegging wordt bepaald door prijsvorming op koop- en huurmarkt. Het vierkwadranten model van DiPasquale & Wheaton (zie onderstaande figuur) maakt goed inzichtelijk hoe deze prijsvorming tot stand komt. In een evenwichtige markt communiceren de vier kwadranten met elkaar, waarbij vraag en aanbod op lange termijn met elkaar in evenwicht blijven.

In Nederland is er al enige tijd geen sprake van een evenwichtige woningmarkt door een tekort aan passend aanbod (DiPasquale & Wheaton, 1996). Hierdoor zijn vraag en aanbod niet met elkaar in balans en dit zorgt voor oplopende prijzen op zowel de koop als de huurmarkt.



Bron: DiPasquale & Wheaton 1996; zie ook Eskinasi 2011

Er is een tekort op de woningmarkt aan zowel koop- als huurwoningen. Dit tekort liep in 2020 op tot een totaal van 315.000 woningen, dit is 4% van de totale woningvoorraad in Nederland. Het huidige tekort op de woningmarkt wordt gezien als een gevolg van de kredietcrisis die in 2017 ontstond. Die crisis zorgde namelijk voor een terugval in bouwactiviteiten. De economische malaise zorgde ervoor dat de koop van woningen

terugliep, waardoor nieuwbouwprojecten werden stopgezet (PBL, 2019). De nieuwbouw activiteiten van woningcorporaties namen tevens af door een aangepaste woonagenda. Ondertussen nam de bevolkingsgroei in Nederland wel toe, wat ervoor zorgde dat het verschil in vraag en aanbod na de crisis enorm was toegenomen.

Om dit tekort op te lossen moeten meer woningen gebouwd worden, maar tot op heden lukt het de overheid en de diverse marktpartijen niet om hier een passende oplossing voor te vinden.

In 2019 was onder andere de problematiek rondom stikstof en PFAS die ervoor zorgde dat het aantal afgegeven bouwvergunningen lager lag dan het jaar ervoor. Er werd in 2019 voor circa 55.000 woningen een bouwvergunning afgegeven en dit ligt 27% lager dan in 2018.

In de nationale Woonagenda hebben de verschillende betrokken partijen een plan opgesteld om het woningtekort terug te dringen. Hierin wordt onder andere uitgegaan van een streefgetal van 75.000 woningen die per jaar gebouwd moeten worden om het tekort op te lossen. In 2019 werden er 77.000 woningen opgeleverd.

Doordat er echter minder bouwvergunningen zijn afgegeven weten we nu al dat het gewenste ambitieniveau niet kan worden vastgehouden. Dit, gecombineerd met een groeiende bevolking, zorgt ervoor dat het tekort in 2022 al kan zijn opgelopen tot 380.000 woningen.

Dit tekort aan woningen zorgt er mede voor dat zowel particuliere, institutionele en buitenlandse beleggers kansen zien om te investeren in de Nederlandse woningmarkt.

Er is berekend dat de verschillende partijen op de beleggingsmarkt voor de aankomende drie jaar in totaal EUR 26 miljard beschikbaar hebben voor investeringen in Nederlandse huurwoningen (Capital Value en ABF Research, 2020).

Het hierboven genoemde vierkwadranten model kan heel specifiek worden toegepast op de Amsterdamse woningmarkt. In kwadrant één is te zien dat het tekort aan huur- en koopwoningen de afgelopen jaren voor oplopende huurprijzen heeft gezorgd. Dit resulteerde erin dat beleggers in kwadrant twee profiteerden van oplopende rendementen. In een evenwichtige markt wordt dit in kwadrant drie hersteld, door op de bouwmarkt voor nieuwbouwproductie te zorgen. Bovenstaand zijn reeds een aantal redenen genoemd waardoor deze productie niet voldoende tot stand komt. Amsterdam heeft daar nog een specifieke uitdaging te overwinnen. Er is namelijk sprake van beleid dat een specifieke invulling van de woningbouwprogrammering voorschrijft. Woningbouw moet voor 40% bestemd zijn voor het gereguleerde segment huur, 40% voor het middensegment (koop en huur) en 20% voor het dure segment (koop en huur) (gemeente Amsterdam, 2021). Dit zorgt ervoor dat investeerders aan specifieke kaders gebonden zijn om hun rendement te realiseren. Gecombineerd met hoge grondprijzen en bouwkosten kan dit ervoor zorgen dat een woningbouwproject niet meer rendabel is voor een investering en dit gaat ten koste van de nieuwe productie.

#### 2.4.2 Regulering

De Nederlandse woningmarkt wordt van oudsher gekenmerkt door een sterke mate van regulering. We hebben een systeem waarbij sociale huurwoningen middels subsidies betaalbaar worden gehouden voor doelgroepen met een beperkt inkomen. Daarnaast hebben we koopwoningen waarmee middels subsidie in de vorm van hypotheekrenteaftrek woningbezit stimuleren. De vrije huursector is echter een segment dat lange tijd vrij is geweest van regulering. Daar komt echter verandering in.

Op Prinsjesdag 2020 werd officieel bekend gemaakt dat er per 1 januari 2021 een aanpassing in de overdrachtsbelasting wordt doorgevoerd. Vanaf dat moment wordt de overdrachtsbelasting voor een starter (die niet ouder is dan 34 jaar) verlaagd naar 0%. Hiermee moeten starters meer kans krijgen om een woning te kopen in een verhitte markt. De rekening hiervoor wordt bij de woningbelegger neergelegd, zij gaan vanaf dat moment een verhoogd tarief van 8% betalen (Rijksoverheid, 2020).

De aanpassing van de overdrachtsbelasting is een direct gevolg van de maatschappelijke discussie die al enige tijd wordt gevoerd omtrent de verhoudingen op de woningmarkt. Een gebrek aan aanbod van woningen heeft er mede voor gezorgd dat de huizenprijzen fors zijn opgelopen in de afgelopen jaren. Ondertussen zijn de leennormen na de crisis aangescherpt, waardoor het voor starters moeilijker is geworden om een woning te kopen. Diegene die niet in aanmerking komen voor een sociale huurwoning zijn hierdoor aangewezen op de vrije huurmarkt. Deze ontwikkelingen hebben er echter ook voor gezorgd dat de prijzen in deze huurmarkt ook zijn opgelopen, waardoor het voor deze groep huurders moeilijker wordt om eigen vermogen op te bouwen. Het wordt voor hen daardoor nog moeilijker om een eigen woning in bezit te krijgen. Hierbij wordt er vaak op een negatieve manier gekeken naar de rol van de particuliere woningbelegger op deze markt. Deze zou immers profiteren van het misstanden op de woningmarkt. De aanpassing van de overdrachtsbelasting moet starters een voordeel geven ten aanzien van de woningbelegger. De Raad van State heeft overigens geadviseerd om het voorstel niet in zijn huidige vorm in te dienen bij de tweede kamer. De Raad van State heeft twijfels bij de doelmatigheid van het voorstel, de handhaafbaarheid en over de evaluatie van de voorgestelde vrijstelling (Raad van State, 2020).

De gemeente Amsterdam is al jaren op zoek naar een oplossing voor de veranderde machtsverhoudingen op de woningmarkt. Zij ziet een ontwikkeling die ervoor zorgt dat er alleen nog maar rijke mensen in de stad kunnen wonen, wat ervoor zorgt dat de stad zijn exclusieve karakter lijkt te verliezen. Hierbij schroomt de gemeente niet om kritiek te leveren op de nationale overheid. De verhuurdersheffing die na de crisis door de overheid werd ingevoerd, zorgt er in de ogen van de gemeente voor dat de woningcorporaties niet de middelen hebben om in het lage- en middensegment voldoende woningen bij te bouwen. De (inmiddels afgetreden) Amsterdamse wethouder Wonen (Laurens Ivens) pleit daarom ook voor een onmiddellijke afschaffing van de verhuurdersheffing (Ivens, 2020).

Ondertussen is voor nieuwbouwprojecten een zelfbewoning plicht in het leven geroepen, waardoor deze woningen niet meer aantrekkelijk zijn voor beleggers.

De overheid onderzoekt verder al langere tijd naar een mogelijkheid om een 'noodknop' in te voeren. Hiermee zou de mogelijkheid voor de overheid ontstaan om in bepaalde populaire wijken de huurgrens in de vrije sector aan banden te leggen. Door onder andere

grote weerstand vanuit beleggers, zij zien immers hun rendement drastisch verlaagd worden, is deze maatregel nog niet doorgevoerd.

Het voorstel wat er nu ligt voorziet in een maximale jaarlijkse huurverhoging van 1% plus inflatie. Op 13 oktober 2020 heeft de Raad van State echter een advies uitgebracht, waarin aangegeven is dat zij vinden dat er vooralsnog onvoldoende nut en noodzaak is aangetoond in het voorstel. Er wordt onder andere aangegeven dat er te weinig stil wordt gestaan bij de positie van de verhuurder. Daarnaast voorziet het voorstel alleen in wijzigingen in de huurverhogingen en niet in de hoogte van de aanvangshuur (Raad van State, 2020).

Al deze ontwikkelingen zorgen voor een onzekere toekomst voor woningbeleggers en dit heeft zijn weerslag op het risico- en rendementsprofiel van een vastgoedbelegging.

### 2.4.3 Belastingen

Een particuliere belegger mag zijn verhuurde woningen in box III opgeven indien het een passieve belegging betreft. In box III wordt niet het inkomen belast, maar het eigen vermogen. Dit noemen we vermogensrendementsheffing. Dit zorgt ervoor dat er geen afrekening volgt over de huurinkomsten en dit maakt een vastgoedbelegging vanuit fiscaal oogpunt aantrekkelijk voor een belegger.

In 2020 wordt het vermogen in box III (waarde belegging minus schulden) afhankelijk van de grootte van het vermogen belast met een effectieve belastingdruk tussen de 0% en 1,58%.

In 2019 heeft het kabinet echter aangekondigd dat ze hier wijzigingen in wil aanbrengen, waarbij het nieuwe systeem meer moet aansluiten op de werkelijke rendementen die behaald kunnen worden. De aftrekbaarheid van de schulden moet daarnaast gevoelig worden voor de renteontwikkelingen. Per saldo zal het erop neer komen dat de effectieve belastingdruk voor beleggers verhoogd wordt, waarbij voor spaargelden een lagere belastingdruk zal gaan gelden. Het is de verwachting dat dit zal zorgen voor een verdubbeling van de effectieve belastingdruk.

Het oorspronkelijk voorstel vanuit het kabinet is overigens nog niet definitief doorgevoerd. Kritiek vanuit meerdere hoeken heeft ervoor gezorgd dat alle voor en nadelen nog grondig geëvalueerd worden. Mogelijk volgen hier nog aanpassingen uit (Rijksoverheid, 2020).

### 2.4.4 Toegang tot kapitaal

De stijging van de huizenprijzen wordt vaak in grote mate gekoppeld aan de lage en dalende hypotheekrente van de afgelopen jaren (DNB, 2020). De stijgende huizenprijzen zorgen voor een indirect rendement voor de woningbeleggers.

Daarnaast valt er sinds de crisis een andere ontwikkeling op dit gebied waar te nemen, de opkomst van kredietverstrekkers die zich specifiek richten op de kleine particuliere belegger. Het zijn niet alleen meer de traditionele grootbanken die financieringen in dit segment aanbieden, maar ook een veelvoud aan andere partijen. Er wordt zeer actief geadverteerd met zogeheten 'buy-to-let' hypotheeklen. Hierbij spelen internationale en institutionele beleggers vaak een rol. Een voorbeeld hiervan is het Amerikaanse Citigroup, dat naar verluidt EUR 1 miljard beschikbaar heeft gesteld om via diverse aanbieders weg te zetten in



deze specifieke hypotheekmarkt. Vervolgens worden deze hypotheeklen in bundels door verkocht aan institutionele beleggers (FD, 2020).

Dit geeft de particulier meerdere opties om vreemd vermogen aan trekken, waardoor hij in staat is om meer te investeren. Onderzoek van het PBL onder leden van Vastgoedbelang geeft aan dat voor de periode na 2014 een kleine 40% van de particuliere beleggers gebruik heeft gemaakt van een financiering. Voor de crisis lag dit percentage overigens hoger (PBL, 2019). Het verschil met de huidige tijd is echter dat er nu verschillende aanbieders zijn die zich specifiek richten op de kleine belegger, middels 'buy to let' hypotheeklen.

Externe financiering geeft een belegger de mogelijkheid om het hefboomeffect toe te passen op zijn belegging. Daarnaast zorgt het ervoor dat er minder eigen vermogen benodigd is om een belegging aan te kopen. Deze aanbieders bieden vaak de mogelijkheid om tegen een hoge 'loan to value' te financieren. Tachtig procent financiering is hierbij geen uitzondering, waarbij er door het hogere risicoprofiel hogere rentes gehanteerd worden dan op de reguliere hypotheekmarkt. In een markt waar de directe beleggingsrendementen onder druk staan zorgt dit voor extra risico, omdat beleggers met een beperkt eigen vermogen een financiering kunnen aantrekken. Dit maakt ze kwetsbaar bij veranderende marktomstandigheden, omdat er dan een beperkte buffer aanwezig is om waarde correcties op te vangen. Een hoge LTV verhoogt daarnaast de gevoeligheid voor renteschommelingen. Er is momenteel sprake van een historisch laag renteniveau, maar het is helaas niet vast te stellen hoe dit zich op termijn zal ontwikkelen. Vaak wordt er verwezen naar Japan, waar onder andere de demografische ontwikkelingen (vergrijzing) al meer dan 20 jaar zorgen voor een lage rentestand (Waard, 2019).

#### 2.4.5 Pensioenontwikkelingen

Er is de afgelopen jaren veel te doen geweest omtrent ons pensioenstelsel. Nederland kent een vergrijzende samenleving, waardoor de pensioenlasten stijgen. De vergrijzing zorgt er ook voor dat deze lasten door een kleinere groep moet worden opgebracht. Meerdere grote pensioenfondsen hebben moeite om hun dekkingsgraad op het vereiste niveau te houden en kortingen op de pensioenen kunnen hiervan een gevolg worden. Om er zeker van te zijn dat men op de pensioengerechtigde leeftijd voldoende inkomen heeft, valt het dus aan te raden om zelf voor een aanvullend pensioen te zorgen. Tijdig in een verhuurde woning investeren kan hier een oplossing voor bieden.

Ondernemers zijn al langer zelf verantwoordelijk voor de opbouw van hun eigen pensioen. Voor hen geldt een verhuurde woning als een aantrekkelijke aanvulling op hun pensioen, omdat deze belegging zich kenmerkt door zijn stabiele kasstroom.

#### 2.4.6 Erfpacht

In Amsterdam is de gemeente eigenaar van 80% van de grond. Wie een huis heeft op deze grond moet vergoeding (Canon) aan de gemeente voor betalen voor het gebruik van deze grond. Dit heet erfpacht (MVA, 2020).

De gemeenteraad van Amsterdam heeft in 2016 besloten dat het erfpachtstelsel grondig aangepast moest worden. Huizenbezitters moesten de mogelijkheid krijgen om te kiezen of ze de erfpacht wilden afkopen. Huizenbezitters hebben tot 31 december 2019 de

mogelijkheid gehad om de erfpacht tegen een korting af te kopen of om hem langdurig vast te zetten.

Tegelijkertijd is er echter ook een nieuwe rekenmethodiek van toepassing geworden op de huizen waarbij de eeuwigdurende erfpacht niet is afgekocht of vastgezet. Zonder te veel op de technische details in te willen zoemen komt het erop neer dat deze woningen in de toekomst te maken krijgen met een explosieve stijging van de erfpacht canon. In sommige gevallen zal de jaarlijkse canon stijgen met meer dan 200% (de Reus, 2020).

Voor een appartement in het Centrum van Amsterdam kan dit resulteren in een canon die overeenkomt met 1,05% van de waarde van het appartement. Aan de hand van onze data hebben we een berekening gemaakt waaruit blijkt dat dit neer komt op circa 23% van het huidige rendement van een dergelijk appartement. Beleggers zullen hier hun afwegingen op moeten afstemmen. Appartementen waarvoor geen keuze gemaakt is zullen vanuit rendementsoogpunt minder aantrekkelijk worden.

## Samenvatting hoofdstuk 2

Betrouwbare data ontbreekt om een zuiver beeld vast te stellen van het aandeel van de niet professionele woningbelegger. Er zijn echter voldoende aanwijzingen te vinden die erop duiden dat dit aandeel substantieel en groeiende is. In Amsterdam zijn er voorbeelden van stadsdelen waar meer dan 20% van de transacties door deze beleggers gedaan wordt.

De particuliere beleggers zijn een heterogene groep en er zijn verschillende definities te vinden omtrent de omschrijving van deze beleggers. Dit onderzoek richt zich op particulieren die 4 of 5 verhuurde woningen in Amsterdam vanuit box III verhuurt en verder geen andere beleggingen aanhoudt. Eerder onderzoek heeft aangetoond dat deze belegger zijn afwegingskader niet volledig rationeel inricht, maar zich ook laat beïnvloeden door een bepaalde mate van emotie.

Deze belegger richt zich qua type woningen met name op appartementen met een oppervlakte van maximaal 100 m<sup>2</sup> en WOZ waarde van minimaal EUR 250.000,- welke binnen de vrije sector verhuurd worden.

De omstandigheden waar de particuliere Amsterdamse woningbelegger mee moet omgaan kunnen als dynamisch gekenmerkt worden, waarbij er meerdere ontwikkelingen gaande zijn die onzekerheid met zich meebrengen.

De Nederlandse woningmarkt wordt momenteel gekenmerkt door een tekort aan zowel huur- als koopwoningen en Amsterdam is hier geen uitzondering op. Er zijn weinig signalen die aangeven dat dit in de aankomende jaren verandert. Toenemende mate van regulering vanuit de overheid zorgt verder voor onzekerheden op deze beleggingsmarkt. De overheid heeft tevens een aanpassing in het belastingstelsel door gevoerd, welke met name nadelig is voor de kleine particuliere belegger.

Kleine particuliere beleggers hebben in steeds grotere mate toegang tot kapitaal vanwege de opkomst van kredietverstrekkers die zich specifiek op de 'buy-to-let' hypotheek richten. Dit geeft deze beleggers de mogelijkheid om een hefboom toe te passen op hun belegging en het maakt het beleggen in vastgoed minder kapitaalintensief. Het brengt echter ook financieringsrisico's met zich mee.



Erfpacht speelt een grote rol op de woningmarkt. Voor beleggers heeft dit impact op het rendement dat zij kunnen behalen en met name in Amsterdam heeft dit grote gevolgen. Aanpassingen in de erfpacht systematiek zorgen ervoor dat voor een grote groep huiseigenaren in de toekomst de erfpacht lasten drastisch zullen stijgen. Dit heeft uiteraard ook gevolgen voor de aantrekkelijkheid van een belegging in een dergelijke woning.

### 3. Theoretisch kader rondom de werking van rendement, risico en spreiding

In dit hoofdstuk wordt stil gestaan bij de werking van rendement, risico en spreiding vanuit een theoretisch perspectief.

Belangrijke aspecten bij beleggen zijn risico, rendement en spreiding. Elke belegger zal in meer of mindere mate een investering beoordelen langs deze parameters. Er zijn verschillende rationele economische theorieën en modellen die diepgang geven aan deze begrippen. Onder andere de Moderne Portefeuille Theorie (Markowitz H. , 1952) en het Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964) geven weer hoe een rationele belegger in staat is om middels spreiding en diversificatie te komen tot een maximaal rendement met minimaal risico.

De efficiënte-markthypothese (Fama, 1970) draait om marktwerking en prijsvorming. Hierbij gaat het erom in welke mate informatie verwerkt wordt in de prijs van een belegging.

Deze theorieën hanteren de aanname dat de belegger rationeel handelt en dat alle beschikbare informatie gebruikt is bij de prijsvorming van een belegging. Hier komt echter ook de kritiek op deze theorieën vandaan. Het is niet realistisch om te veronderstellen dat alle beleggers volledig rationeel handelen. Daarnaast beschikt niet elke belegger over dezelfde informatie, waardoor er onderlinge verschillen ontstaan met verschillende prijsvormingen als gevolg. Dit lijkt zeker van toepassing in de vastgoedmarkt, die algemeen genomen als meer heterogeen wordt gezien dan bijvoorbeeld de aandelenmarkt.

Deze kritiek lijkt ook van toepassing op de niet professionele particuliere woningbelegger. Gezien de beperkte omvang van zijn portefeuille valt het te verwachten dat hij minder gebruik maakt van rationele beleggingstheorieën, omdat hier een bepaalde mate van professionaliteit voor nodig is. Hij zal daarnaast vaak andere informatievoorzieningen hebben dan de professionele belegger.

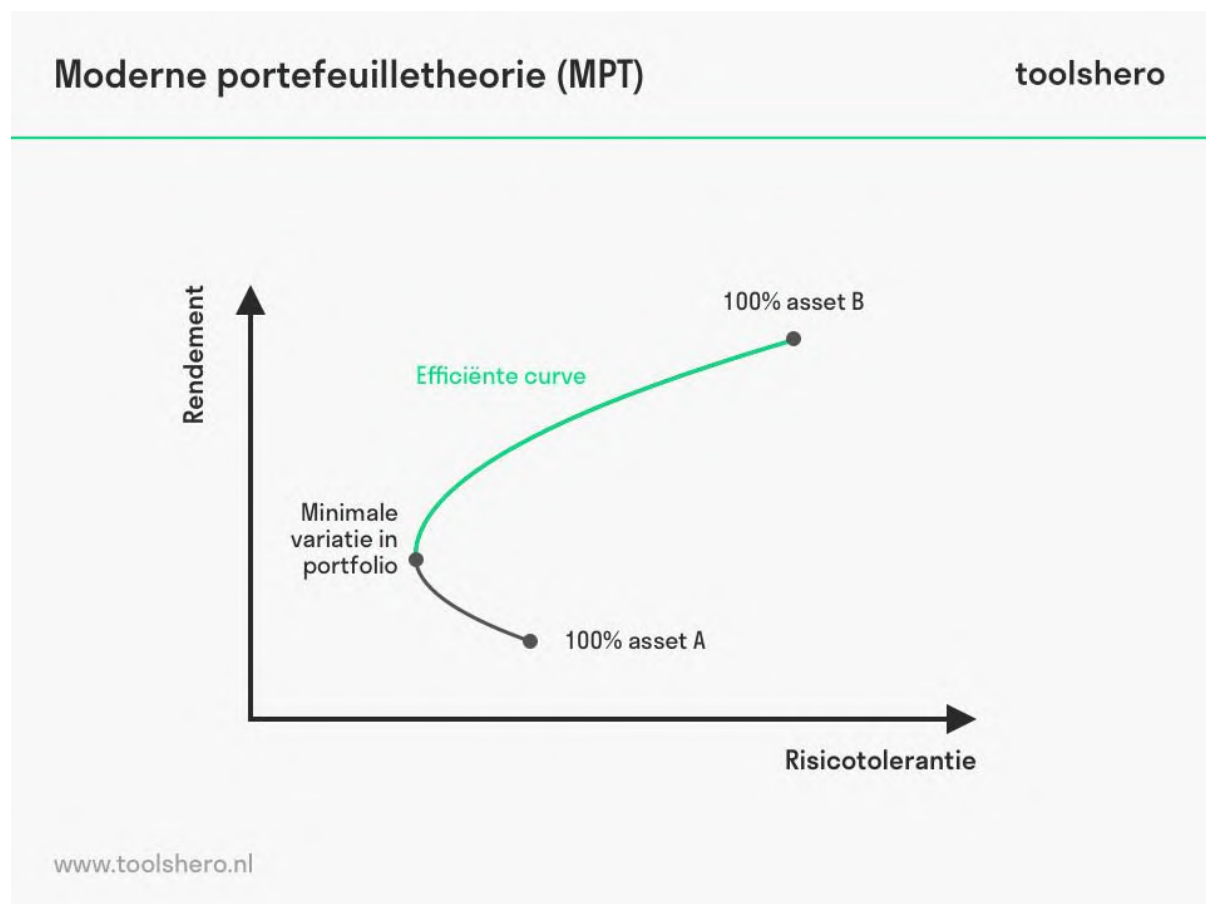
Hierdoor valt te veronderstellen dat deze theorieën niet volledig opgaan voor de niet professionele belegger. Eerder onderzoek (Schols, 2013) naar de particuliere belegger verwijst naar het vakgebied Behavioral Finance om de beweegredenen van deze belegger te verklaren. Door het gebrek aan verslaglegging en onderzoek bij niet professionele particuliere beleggers is deze groep toen niet meegenomen in het onderzoek. De resultaten van dit onderzoek kunnen gebruikt worden om te beoordelen in welke mate de theorie en praktijk op elkaar aansluiten.

#### 3.1 Moderne Portefeuille Theorie

In 1952 publiceerde de econoom Harry Markowitz zijn essay 'portfolio selection', waarin hij de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) introduceerde. De MPT legt een verband tussen de werking van risico en rendement in combinatie met spreiding (diversificatie) binnen een beleggingsportefeuille. Er werd aangetoond dat diversificatie binnen een

beleggingsportefeuille ervoor kan zorgen dat specifiek risico verminderd kan worden, zodat er een optimale risico-rendementsverhouding ontstaat. Dit mechanisme ontstaat door de onderlinge covarianties binnen een beleggingsportefeuille. Een negatieve covariantie zorgt er namelijk voor dat de standaard deviatie van de portefeuille verlaagd wordt, waardoor er een betere risico- rendementsverhouding kan ontstaan.

Hiermee werd er tevens een mechanisme ontworpen waarmee een beleggingsportefeuille getoetst kon worden op efficiëntie. Portefeuilles met een optimale risico-rendementsverhouding zijn gelegen op de zogeheten efficiënt frontier (efficiënte curve) (Markowitz H. , 1952).



William Sharpe wist een aspect toe te voegen aan de MPT, waardoor de Capital Market Line ontstaat. Deze theorie, de Sharpe Ratio (Sharpe, Mutual Fund Performance, 1966), gaat er vanuit dat een belegger risicoloos kan sparen en beleggen tegen eenzelfde rente. Dit geleende geld kan belegd worden in een portefeuille, waardoor de risico-rendementsverhouding verbetert. Het toevoegen van een risicoloze belegging aan een risicodragende portefeuille kan dus zorgen voor een hoger rendement, zonder dat het risico toeneemt.

De formule van de Sharpe ratio geeft als uitkomst een maatstaf voor de risicopremie behorende bij een bepaalde belegging. Voor een belegger is een belegging met de hoogste Sharpe ratio aantrekkelijk.

### 3.2 Capital Asset Pricing Model

Voortbordurend op de MPT ontstond het Capital Asset Pricing Model (CAPM). De CAPM formule relateert het risico van een individuele belegging aan de totale marktportefeuille. Dit wordt weergegeven middels de Bèta van een belegging, welke de volatiliteit van een individuele asset relateert aan die van de markt (Sharpe, 1964). Hiermee kan een rendementseis voor een individuele belegging worden opgesteld. Dit resultaat wordt ook wel de 'cost of capital' genoemd, het verwachte rendement van een alternatieve investering met eenzelfde risicoprofiel (Berk, J. B en DeMarzo P. M., 2014).

Voor dit onderzoek is dit relevant, omdat hiermee kan worden vastgesteld in hoeverre de huidige markttrendementen aansluiten op deze rendementseis.

De CAPM theorie functioneert onder een aantal uitgangspunten:

- Beleggers hebben toegang tot de gehele beleggingsmarkt en hebben dezelfde verwachtingen over de marktontwikkelingen.
- Beleggers handelen rationeel en zijn risico avers.
- De markt is efficiënt. Beleggers hebben (toegang tot) dezelfde kennis.
- Investeerders kunnen beleggen in een risico vrije belegging en er zijn geen restricties met betrekking tot het lenen en uitlenen van tegen een risico vrije rente.

Door de jaren heen is er veel discussie geweest of het CAPM kan worden toegepast op vastgoed investeringen, aangezien het discutabel is of bovenstaande uitgangspunten opgaan voor de vastgoedmarkt. Doordat er steeds meer data beschikbaar komt over de vastgoedmarkt wordt deze echter wel steeds transparanter. Hierdoor zou de theorie steeds beter moeten aansluiten op de praktijk. Vanuit kostenperspectief is kennis echter nog steeds toegankelijker voor de professionele en institutionele beleggers dan voor niet professionele beleggers. Zij hebben namelijk meer middelen tot hun beschikking om kennis en data te verwerven.

Er kan ook worden vastgesteld dat de overige uitgangspunten niet volledig opgaan voor de niet professionele particuliere belegger. Zo heeft deze belegger niet vanzelfsprekend de mogelijkheid om te lenen en uit te lenen tegen een risico vrije rente, hiervoor is hij immers mede afhankelijk van een financieringsinstelling. Hetzelfde gaat op voor toegang tot de beleggingsmarkt. Daarnaast heeft eerder onderzoek al uitgewezen dat de niet professionele belegger niet altijd rationeel handelt (Schols, 2013). Bij het analyseren van de uitkomsten van het onderzoek in hoofdstuk 5 zal hier waar nodig nog op gereflecteerd worden.

### 3.3 Jensen's Alpha

Het CAPM kan inzichtelijk maken of een belegging het vereiste rendement laat zien. In de praktijk wijkt het werkelijke rendement af van de gestelde rendementseis. Dit gegeven is door Michael Jensen (Jensen, 1968) gebruikt om een formule te ontwerpen die dit verschil concretiseert. Deze variabele staat bekend als Jensen's Alpha en wordt nu gebruikt om beleggingsportefeuilles te beoordelen op hun prestaties. In dit onderzoek zal de Jensen's

Alpha ook berekend worden voor de verschillende portefeuilles. De portefeuille met de hoogste Alpha presteert het beste ten aanzien van het vereiste rendement.

### 3.4 Efficiënte Markthypothese

De efficiënte markt hypothese (EMH), (Fama, 1970) heeft betrekking op marktwerking en dan met name op het vraagstuk hoe snel informatie op de markt verwerkt wordt in de prijs van activa. De hypothese stelt dat het in een efficiënte markt niet mogelijk is om op lange termijn betere resultaten te boeken dan de markt, omdat die alle beschikbare informatie al verwerkt in de prijzen en toekomstige ontwikkelingen onzeker zijn en dus niet worden meegewogen in de prijsvorming van een activa. Beleggers die op lange termijn betere resultaten behalen dan de markt hebben dit volgens de theorie te danken aan geluk en niet aan kennis.

Deze theorie is niet onomstreden, waarbij critici er met name op wijzen dat beleggers en markten niet volledig rationeel functioneren. Desalniettemin bevat de theorie elementen die van toepassing kunnen zijn op dit onderzoek.

Er wordt onderscheid gemaakt in een drietal verschillende gradaties. In de zwakke vorm van een efficiënte markt wordt slechts historische data verwerkt in de prijsvorming van een activa. In de semi sterke vorm van een efficiënte markt is het uitgangspunt dat nieuwe informatie op korte termijn wordt verwerkt in de prijzen. Hierdoor zou het voor beleggers met enige mate van voorkennis mogelijk moeten zijn om extra rendement te behalen ten opzichte van de markt. In een sterke vorm van een efficiënte markt is het zelfs voor beleggers met voorkennis niet mogelijk om de marktresultaten te verslaan, omdat de acties van een belegger met voorkennis er direct voor zorgen dat de prijs van een activa zich hierop aanpast.

Deze theorie zal niet actief gebruikt worden bij het kwantitatieve onderzoek in deze scriptie, maar is desalniettemin van toepassing op de onderzoeksdoelgroep. Met name de semi sterke vorm van een efficiënte markt kan later worden aangehaald bij de onderzoeksresultaten. De niet professionele particuliere belegger zal zich door zijn beperkte portefeuille omvang en kennis van de totale vastgoedmarkt vaak beperken tot investeringen in zijn directe omgeving. Hierbij is het aannemelijk dat hij bepaalde voorkennis heeft die nog niet bekend is op de markt, aangezien deze belegger meer mogelijkheden heeft om informatie te vergaren in zijn eigen omgeving. Denk hierbij bijvoorbeeld aan de gezondheidstoestand van een buurman, die tegen een lage huursom een woning van een andere belegger betreft. Een dergelijke situatie kan op korte termijn zorgen voor een verbeterde kasstroom uit de woning, zonder dat de markt hiervan op de hoogte is. In de reflectie van dit onderzoek zal de toepasbaarheid van deze theorie beoordeeld worden (Fama, 1970).

### 3.5 Samenvatting theoretisch kader

In het laatste gedeelte van hoofdstuk twee is er kort ingegaan op de theorie vanuit behavioral finance, waar een verklaring in gevonden kan voor het gebrek aan rationaliteit bij de particuliere belegger. De particuliere belegger heeft doorgaans minder middelen en kennis tot zijn beschikking dan een professionele belegger, waardoor hij eerder vanuit een bepaalde emotie zal handelen.

De neoklassieke theorieën, die in dit onderzoek van toepassing zijn, gaan echter uit van een bepaalde mate van rationaliteit bij de belegger. De theorie gaat ervan uit dat alle beleggers dezelfde toegang tot kennis hebben en risico avers zijn. Ze kunnen beleggen in de gehele beleggingsmarkt en de markten zijn efficiënt. Er is in de loop der jaren ook veel kritiek geweest op deze theorieën. In de praktijk blijkt vaak dat de aannames waaronder deze theorieën functioneren niet volledig van toepassing zijn.

Dit onderzoek kan daar verder duiding aan geven.

De verschillende theorieën richten zich met name op de relatie tussen rendement, risico en spreiding. De Moderne Portefeuille Theorie legt een verband tussen de werking van risico en rendement in combinatie met spreiding (diversificatie) binnen een beleggingsportefeuille. Negatieve covariantie tussen verschillende beleggingscategorieën kan ervoor zorgen dat het risico binnen een portefeuille verlaagd wordt, zodat er een optimalere rendements-risicoverhouding ontstaat.

De Sharpe ratio formuleert een maatstaf voor de risicopremie behorende bij een bepaalde belegging. Hiermee kunnen beleggingen en beleggingsportefeuilles getoetst worden op efficiëntie.

Het Capital Asset Pricing Model relateert het risico van een individuele belegging aan de totale marktportefeuille. Hiermee ontstaat de mogelijkheid om een rendementseis voor een individuele belegging te berekenen.

De Jensen's Alpha maakt inzichtelijk hoe het werkelijke rendement zich verhoudt tot de rendementseis zoals door het CAPM gesteld is.

De Efficiënte Markt Hypothese legt een relatie tussen beschikbare informatie en de wijze waarop dit verwerkt wordt in de rendementen van beleggingen. In een efficiënte markt zou het daardoor niet mogelijk moeten zijn voor een belegger om op lange termijn betere resultaten te boeken dan de markt, omdat die alle beschikbare informatie al verwerkt in de prijzen en onderliggende rendementen. Dit onderzoek moet daarmee een reflectie kunnen geven op de efficiënte van de Amsterdamse Woningbeleggingsmarkt.

Er kan geconcludeerd worden dat het theoretisch kader rondom risico en spreiding functioneert rondom diversificatie, samenhang, rationaliteit, transparantie en kennis. Het biedt daarnaast een kader om de prestaties van deze beleggingen te beoordelen en om een rendementseis te formuleren voor een belegging in een Amsterdamse huurwoning.

Dit onderzoek moet verder uitwijzen in welke mate deze uitgangspunten ook van invloed zijn op de beleggingsresultaten van de niet professionele woningbelegger.

## 4. Methodologie

In dit hoofdstuk wordt uitleg gegeven over de onderzoeksmethodes die zijn toegepast voor ons onderzoek. Het onderzoek moet de risico's van een particuliere niet professionele woningbelegger door een gebrek aan spreiding kwantificeren. Om dit vraagstuk te beantwoorden is er gekozen voor een toetsend onderzoek, waarmee er een cijfermatige en objectieve onderbouwing ontstaat voor de beantwoording van de hoofdvraag. Middels een aantal meervoudige regressie analyses is de verzamelde data geanalyseerd.

### 4.1 Conceptueel model

In deze scriptie wordt onderzocht hoe risico, rendement en spreiding functioneren bij de beleggingen van een Amsterdamse particuliere niet professionele woningbelegger. In hoofdstuk twee is het institutioneel kader rondom deze belegger in kaart gebracht, zodat duidelijk wordt wie deze belegger is en welke ontwikkelingen er rondom deze belegger van invloed zijn.

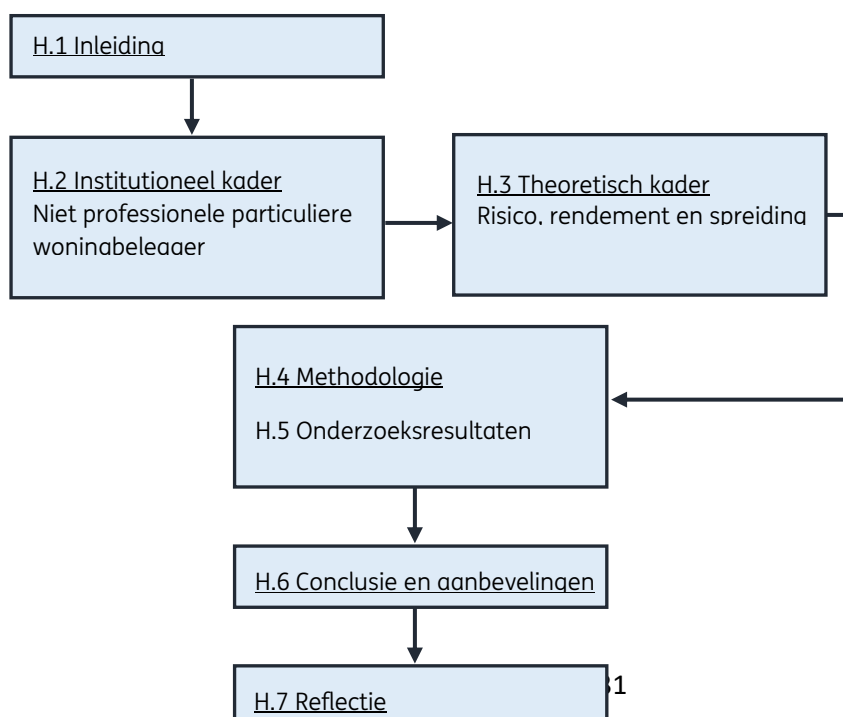
In hoofdstuk drie wordt vervolgens dieper ingegaan op de theorie rondom risico, rendement en spreiding. Dit biedt een eerste kader voor de verdere toetsing van deze belegger en zijn prestaties.

Hoofdstuk 4 geeft een verdere verantwoording van de wijze waarop het onderzoek verder tot stand is gekomen. Hierbij wordt afgesloten met een tweetal hypothesen die middels de onderzoeksresultaten beantwoord moeten worden.

Deze onderzoeksresultaten worden behandeld in hoofdstuk 5.

Uit deze onderzoeksresultaten volgen de conclusies en aanbevelingen, welke in hoofdstuk 6 behandeld worden.

Tot slot biedt hoofdstuk 7 een persoonlijke reflectie op het onderzoek.



## 4.2. Verantwoording en overwegingen in keuze voor kwantitatief onderzoek

De particuliere belegger heeft de afgelopen jaren veel in de publiciteit gestaan en niet altijd vanuit een positieve invalshoek. Zijn activiteiten worden veelal in verband gebracht met de huidige onmacht van de starter op de woningmarkt.

Er zijn verschillende onderzoeken gepubliceerd die deze onderzoeksdoelgroep verder in kaart hebben gebracht. Hierbij is er zowel kwalitatief als kwantitatief onderzoek toegepast. Er is kwalitatief onderzoek gedaan naar de rationaliteit in de portefeuille strategieën (Schols, 2013) en naar de activiteiten, investeringsmotieven en beleggingsstrategieën van deze beleggers (PBL, 2019). Er is kwantitatief onderzoek gedaan naar de invloed van de particuliere beleggers op de woningmarkt (de Vries, 2019) en de veranderende eigendomsverhoudingen op de woningmarkt (Harst, 2019).

Er ontbreekt echter recent onderzoek, waarbij het risico dat deze groep beleggers loopt, centraal staat.

Dit lijkt haaks te staan op de beweging die mede ingegeven door de kredietcrisis is ingezet en met name betrekking heeft op de financiële dienstverlening. Een beweging die ervoor moest zorgen dat de woningmarkt en zijn gebruikers beter beschermd zijn tegen economische tegenslag. Hypotheeknormeringen zijn aangescherpt, de bankierseed heeft zijn intrede gedaan en er is een nieuwe hypotheekrichtlijn doorgevoerd (MCD, 2016). In deze wetgeving wordt ook aandacht gegeven aan de zorgplicht van banken bij het financieren van beleggingsvastgoed bij particulieren.

Met dit onderzoek wordt dan ook beoogt om verder inzicht te geven in de risico's die deze groep beleggers al dan niet loopt, om hiermee een aanvulling te geven aan de bestaande onderzoeken. Waar kwalitatief onderzoek zich er goed voor leent om de motieven achter de investeringen in kaart te brengen, is het minder geschikt om de risico's te specifiek en concreet te beoordelen. Voor dit onderzoek is er daarom gekozen voor kwantitatief onderzoek, om hiermee zo objectief mogelijk tot een beantwoording van de centrale vraag te komen.

Het onderzoek zal zich centreren rondom een aantal portefeuilles. Vanuit de MPT worden er meerdere marktportefeuilles ontworpen. Deze portefeuilles zijn dusdanig sterk gediversifieerd dat er geen sprake meer is van specifiek risico, alleen het marktrisico is nog van toepassing. Voor de opbouw van de marktportefeuilles is er onder andere een verdeling gehanteerd zoals hij eerder door Geltner, Miller, Clayton en Eichholtz (Geltner, D., N. Miller, J. Clayton & P. Eichholtz, 2014) is opgesteld. Drie gelijke delen met aandelen, vastrentende waarde en vastgoed.

Voor het deel aandelen is gekozen voor de MSCI World index. Deze index bestaat uit 1585 verschillende aandelen uit 23 'ontwikkelde' landen, waaronder Nederland. Deze index bestaat sinds 1987 en dekt circa 85% van de verhandelbare marktkapitalisatie in de opgenomen landen. Deze index kenmerkt zich dan ook door de grote diversificatie.



Voor het aandeel vastgoed is gekozen voor de MSCI World Real Estate Index. Deze index kan gezien worden als de vastgoed equivalent van de hierboven beschreven MSCI World Index. Met dekking in 23 landen is ook hier sprake van grote diversificatie. Het nadeel is echter dat het een index is van beursgenoteerd onroerend goed met wereldwijde spreiding. Het is daarmee geen representatieve weergave van de rendementen van privaat onroerend goed in Nederland. Om dit te ondervangen is er voor dit onderzoek ook een alternatieve marktportefeuille samengesteld, waarbij het aandeel vastgoed is gebaseerd op een index die voor dit onderzoek is opgesteld vanuit de data van de Amsterdamse woningmarkt. Er is namelijk geen openbare database beschikbaar van de rendementen van Nederlands beleggingsvastgoed.

Om tot een optimale marktportefeuille te komen is de weging van de drie asset classes aangepast, zodat er een optimale rendements- risicoverhouding ontstaat. Dit zorgt voor vergelijkingsmateriaal voor de modelportefeuille van de kleine particuliere woningbelegger. Er zijn verschillende scenario's gemodelleerd om de gemiddelde portefeuilles van ons onderzoeksdoelgroep inzichtelijk te krijgen. Deze portefeuilles worden afgezet tegen de markt en optimale portefeuille.

Er is geen data openbaar beschikbaar die het mogelijk maakt om letterlijk de mogelijke portefeuille van deze belegger inzichtelijk te maken. Er zal dan ook met verschillende scenario's gewerkt worden, waarbij er binnen de hierboven geschetste kaders een aantal portefeuilles wordt samengesteld. Hiermee moet er een compleet beeld ontstaan van de mogelijke portefeuilles van deze beleggers.

Dit onderzoek richt zich op portefeuilles met maximaal 5 verhuurde vrije sector appartementen in Amsterdam met een minimale waarde van EUR 250.000,- en een grootte van maximaal 100 m<sup>2</sup>.

Door het gebrek aan betrouwbare historische data omtrent deze beleggingen zullen de scenario's berekend worden met als uitgangspunt dat de portefeuilles sinds 2014 zijn opgebouwd. Dit kan zorgen voor een vertekent beeld, aangezien de huizenprijzen sindsdien een stijgende lijn laten zien. Om dit in enig perspectief te plaatsen is er tevens een vergelijking gemaakt met de waardeontwikkeling van Amsterdamse woningen sinds 1995.

#### 4.3 Kwaliteit van het onderzoek en de data.

De primaire doelstelling van dit onderzoek is het verschaffen van inzicht in de mate waarin de portefeuilles van de niet professionele particuliere woningbelegger goed gespreid zijn in het kader van risico en rendement. Dit is beoordeeld aan de hand van verschillende ratio's, welke binnen het theoretisch kader zijn vastgesteld. Toetsend en kwantitatief onderzoek zorgt voor een objectieve benadering en beantwoording van deze doelstelling.

In eerdere onderzoeken wordt het gebrek aan betrouwbare data vaak als argument aangevoerd om geen kwantitatief onderzoek te doen naar de deze groep beleggers. De particuliere belegger heeft geen publicatieplicht over zijn beleggingsactiviteiten, wat er mede voor zorgt dat er weinig openbare data voorhanden is om een analyse op de rendementen uit te voeren.

Het Kadaster heeft hierin een bepaalde uitzonderingspositie. Zij heeft namelijk inzage in alle eigendomsgegevens binnen de Nederlandse woningmarkt. Dit gebruikt zij ook voor haar recente publicaties. De data die het Kadaster hiervoor gebruikt heeft, is echter niet openbaar en alleen tegen een (forse) vergoeding te verkrijgen. Navraag leert dat deze data ook niet voor academische doeleinden beschikbaar wordt gesteld.

Voor dit onderzoek is deze data echter ook niet volledig, omdat het geen inzicht verschaft in de rendementen die van toepassing zijn op de particuliere beleggers. Meta analyse (Baarda, 2009) helpt ons om tot een representatieve dataset te komen. In hoofdstuk 2.3 is er data van PBL, CBS en het Kadaster gecombineerd om tot een gemiddelde portefeuille van deze belegger te komen. Dit moest echter nog worden aangevuld met statistieken omtrent rendementen.

Voor ons onderzoek is daarom de samenwerking gezocht met de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM). Deze brancheorganisatie bestaat sinds 1898 en heeft met ruim 4.400 aangesloten makelaars en taxateurs de grootste ledenorganisatie van Nederland (NVM, n.d.). Door hun positie in de markt hebben zij zowel inzicht in verhuur- als verkooptransacties. Door een koppeling te maken tussen beide deelgebieden ontstaat de mogelijkheid om tot een rendementsprofiel te komen.

#### 4.4 Kanttekeningen met betrekking tot de data

Vanuit wetenschappelijk oogpunt valt een aantal kanttekeningen te maken bij het gebruik van de data van de NVM. Een vermelding hiervan is belangrijk voor een juiste interpretatie van de onderzoeksresultaten.

De data biedt inzicht in transacties die begeleid zijn door een NVM makelaar. Gezien de aanname dat een particuliere belegger vaak beperkte kennis en ervaring heeft met het aankopen en verhuren van een beleggingswoning is het aannemelijk dat deze zich laat bijstaan door een makelaar die aangesloten is bij de NVM. Het onderzoek is gedaan op basis van 45.488 huurtransacties die zijn geregistreerd in de periode 2014-2020. Uitgaande van een minimale waarde van een woning van EUR 250.000,- komt dit neer op een gemiddeld jaarlijks investeringsvolume van minimaal EUR 1.6 miljard. Onderzoek heeft uitgewezen dat er in 2019 in heel Nederland voor EUR 9,3 miljard in huurwoningen is geïnvesteerd (Capital Value en ABF Research, 2020). Hiermee kan gesteld worden dat de omvang van de steekproef toereikend is en voldoende dekking heeft.

Een groot deel van de Amsterdamse woningen staat op grond welke belast is met erfpacht. De complexe systematiek van het erfpachtstelsel maakt het onmogelijk om de exacte canon per woning in kaart brengen. Aangezien 80% van de grond in Amsterdam in bezit is van de gemeente, is het wel een variabele die van invloed is op het rendement van het merendeel van de beleggingsobjecten. De canon wordt onder andere bepaald aan de hand van de grondwaarde van de betreffende woning. In het bepalen van die grondwaarde spelen de buurtstraatquote (BSQ) en WOZ-waarde een grote rol.

Voor dit onderzoek is er gekozen om per stadsdeel een canon bedrag te berekenen op basis van de gemiddelde BSQ in Amsterdam in 2017 en de in dit onderzoek berekende gemiddelde woningwaarde per stadsdeel in 2014 of 2015. De hieruit voortvloeiende canon

is vervolgens in mindering gebracht op de netto huur die als grondslag geldt voor de verdere rendementsberekeningen.

In de NVM database met betrekking tot de kooptransacties is verder geen variabele opgenomen die rekening houdt met de staat van onderhoud van de betreffende woning. De kosten die een belegger eventueel moet maken om de woning verhuur klaar te maken zijn hierdoor niet inzichtelijk en kunnen dus niet worden meegewogen in de analyse. Dit wordt echter deels ondervangen door de afslag van 20% die is genomen op de brutohuur voor exploitatielasten.

In de rendementsberekeningen is verder ook rekening gehouden met eventuele transactiekosten, ook wel bekend als kosten koper (K.K.). Sinds 2011 moet men 2% overdrachtsbelasting betalen bij de aankoop van een woning en voor een belegger wordt dit 8% vanaf 1 januari 2021. Daarnaast zijn er ook nog bijkomende kosten zoals de kosten voor de makelaar, de notaris en eventuele financieringskosten. In dit onderzoek is rekening gehouden met 3% K.K., berekend per stadsdeel over de gemiddelde woningwaarde van de onderzoeksperiode. De K.K. worden voldaan bij de koop van een woning. Voor dit onderzoek is er echter gekozen om deze kosten over de hele looptijd van de onderzoeksperiode te verdelen. Hiermee wordt voorkomen dat deze kosten onevenredig tot uiting komen in het eerste jaar van de onderzoeksperiode.

Om de hoofdvraag te beantwoorden zal er een vergelijking worden getrokken tussen een huurwoning als belegging enerzijds en een belegging in andere asset classes anderzijds. Hierbij is de keuze gemaakt om het rendement te beoordelen zonder een mogelijke externe financiering met bijbehorende hefboomwerking. Onderzoek van het PBL (PBL, 2019) toont aan dat minimaal 40% van de particuliere beleggers gebruik maakt van enige vorm van externe financiering. Om deze effecten hiervan inzichtelijk te maken, zijn een aantal simulaties gemaakt aan de hand van de index. Deze resultaten worden ook besproken bij de evaluatie van het praktijkonderzoek.

#### 4.5 Opbouw index

Voor dit onderzoek is een index samengesteld op basis van data van de NVM. Hier is toegang tot verkregen via Fris Makelaardij. Zij hebben deze data ook verrijkt aan de hand van hun eigen database. Hun database is opgebouwd middels hun activiteiten in de makelaardij (aan- en verkoop), beheer en taxaties in de regio groot Amsterdam.

De NVM database omvat alle verhuur- en aankooptransacties vanaf 2014 die begeleid zijn door een NVM makelaar. Bij de aankooptransacties is echter niet opgenomen wat het doel van de transactie was; verhuur of eigen bewoning. Bij de verhuurtransacties is er niet opgenomen wat de aankoopprijs van de betreffende woning is geweest. Deze koppeling is echter wel noodzakelijk om tot een rendement te komen.

Voor dit onderzoek is dan ook een koppeling gemaakt tussen de data van de huur en kooptransacties. Voor de kooptransacties is er is per jaar en per stadsdeel inzichtelijk gemaakt wat de gemiddelde transactieprijs per m<sup>2</sup> was. Daarnaast is er voor de huurtransacties een analyse gemaakt van de gemiddelde m<sup>2</sup> van een verhuurd appartement per stadsdeel en per jaar. Hiermee ontstaat er een gemiddelde m<sup>2</sup> prijs voor een verhuurd appartement, waarmee er een concrete variabele ontstaat voor de

aankoopsom van een gemiddeld verhuurd appartement per stadsdeel en per jaar. Deze variabele biedt tevens de mogelijkheid om de waardeontwikkeling van de appartementen inzichtelijk te maken, het indirecte rendement.

De verhuurtransacties zijn op een soortgelijke wijze geanalyseerd. Per jaar en per stadsdeel is er een analyse gedaan op het aantal m<sup>2</sup>. Dit is vervolgens gebruikt om tot een gemiddelde huurprijs per m<sup>2</sup> te komen. Door dit af te zetten tegen de hierboven genoemde waarde van de appartementen ontstaat er een bruto rendement. Om tot het netto rendement te komen is er vervolgens een afslag van 20% genomen op de brutohuur in verband met exploitatielasten. Aangezien er over dit onderwerp geen recente publicaties te vinden zijn, is er gekozen om input uit de markt op te halen. ING Real Estate Finance hanteert voor de kleine beleggers deze afslag bij het beoordelen van hun kredietportefeuille.

Om bovenstaande te illustreren geef ik onderstaand een voorbeeld van een rendementsberekening van een appartement in de klasse tot en met 75 m<sup>2</sup> in stadsdeel Centrum in 2019.

In 2019 was een appartement in deze klasse gemiddeld 56 m<sup>2</sup> groot. Dit gemiddelde ging zowel voor de koop- als de huurtransacties op.

De gemiddelde m<sup>2</sup> transactieprijs voor een dergelijk appartement bedroeg EUR 7.752,-. De gemiddelde koopsom (exclusief KK) bedroeg hiermee EUR 432.135,-.

Voor een dergelijk appartement werd gemiddeld EUR 1.710 aan maandelijkse huur betaald. Dit zorgt voor een bruto direct rendement van 4,75%.

Om tot het netto rendement te komen is er vervolgens een correctie gedaan voor de KK, erfpachtcanon en onderhoudslasten.

KK: EUR 1.508,-

Erfpachtcanon: EUR 1.333,-

Onderhoudslasten: EUR 4.104,-

De last voor de KK is berekend door 3% te nemen van de gemiddelde koopsom van de betreffende categorie en stadsdeel en te verdelen over de looptijd van de meetperiode (7 jaar).

De jaarlijkse erfpachtcanon is berekend door de gemiddelde BSQ van 2017 te hanteren en toe te passen op de gemiddelde koopsom van de betreffende categorie in 2017.

Voor deze voorbeeldberekening zorgt dit ervoor dat het bruto directe rendement vertaald wordt naar een netto direct rendement van 3,12%.

Het indirecte rendement is berekend door de gemiddelde transactieprijs per m<sup>2</sup> af te zetten tegen het daaropvolgende jaar. In dit geval nam de prijs per m<sup>2</sup> toe van EUR 7.752 in 2019 tot EUR 8.122 in 2020. Dit geeft een indirect rendement van 4,78%.

De data van NVM is verder gefilterd in een index om tot een representatieve populatie te komen. Het onderzoek van PBL, het Kadaster en het CBS heeft uitgewezen dat de kleine

belegger zich voor nieuwe aankopen richt op appartementen in de vrije sector, met een minimale waarde van EUR 250.000,- en een oppervlakte tot en 75 m<sup>2</sup> of 100 m<sup>2</sup>. Hier is de data op gefilterd. Onderstaand een overzicht van het aantal gehanteerde transacties in de index.

<b>Categorie</b>	<b>Jaar</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>totaal</b>
tm 75 m <sup>2</sup>	Huur	697	831	2114	2323	2802	3325	4989	<b>17081</b>
	Koop	1985	2710	3192	3080	3290	4193	4395	<b>22845</b>
tm 100 m <sup>2</sup>	Huur	811	950	1259	1434	1552	1804	2357	<b>10167</b>
	Koop	1477	2092	2034	1759	1993	2277	2717	<b>14349</b>

Tabel 1 Aantal transacties huur/koop per jaar en categorie.

#### 4.6 Hypothesen

Dit onderzoek is toetsend van aard en komt mede voort vanuit een aantal aannames met betrekking tot de kleine particuliere woningbelegger. Er zijn twee hypothesen die in de conclusies beantwoord moeten worden:

- Een particuliere niet professionele woningbelegger loopt meer risico dan een belegger met een breed gespreide portefeuille.
- De druk op de Nederlandse woningmarkt heeft ervoor gezorgd dat de rendementseis, zoals deze bepaald kan worden met het CAPM, niet meer behaald wordt.

## 5. Resultaten onderzoek

In dit hoofdstuk worden de resultaten van het onderzoek weergegeven.

Er worden verschillende beleggingsportefeuilles beoordeeld en op een aantal punten met elkaar vergeleken. De rendementen van de verschillende portefeuilles en beleggingscategorieën zijn gemeten voor de periode 2014-2020.

De modelportefeuilles zijn een weergave van verschillende portefeuilles die zijn samengesteld met verhuurde woningen uit verschillende stadsdelen in Amsterdam. Wegens het gebrek aan diversificatie kennen deze portefeuilles een beperkte spreiding.

De marktportefeuille is een breed samengestelde beleggingsportefeuille, welke is opgebouwd uit drie verschillende beleggingscategorieën; aandelen, vastgoed en vastrentende waarde. Voor het deel aandelen is gekozen voor de MSCI World Index. Het deel vastgoed is gebaseerd op de MSCI World Real Estate Index en voor de vastrentende waarden is gekozen voor 10 jaars Nederlandse staatsobligaties. Door de brede spreiding van deze portefeuille hoort het risico een zuivere weergave te zijn van het marktrisico. Het specifieke risico is binnen deze portefeuille immers weg ge diversifieerd.

Er is tevens een alternatieve marktportefeuille opgesteld, waarbij het deel vastgoed is vervangen door een index die voor dit onderzoek is opgemaakt. Hierbij is de data van de 7 verschillende stadsdelen en twee oppervlakte categorieën gebruikt om tot een index te komen. Deze index is een weergave van de behaalde rendementen voor heel Amsterdam voor het hierboven beschreven vastgoed. Deze index geeft een representatiever beeld van de Nederlandse vastgoedmarkt dan dat het geval is bij de MSCI World Real Estate Index. Voor beide marktportefeuilles is tevens een optimale portefeuille opgesteld.

### Resultaten index Amsterdamse beleggingswoningen en overige beleggingscategorieën.

Voordat de verschillende portefeuilles met elkaar worden vergeleken, zal er kort worden stil gestaan bij de resultaten van de afzonderlijke beleggingscategorieën. Dit geeft verdere context bij het interpreteren van de resultaten van de verschillende portefeuilles.

De index met betrekking tot de resultaten van de Amsterdamse beleggingswoningen die is samengesteld voor dit onderzoek, is verdeeld op basis van twee oppervlakte categorieën (tot met 75 m<sup>2</sup> en 76 m<sup>2</sup> tot en met 100 m<sup>2</sup>) en 7 stadsdelen.

In de categorie tot en met 75 m<sup>2</sup> is stadsdeel Zuid-Oost niet opgenomen in de index wegens een gebrek aan verhuurtransacties voor meerdere jaren. Hierdoor was het niet mogelijk om tot een verantwoorde statistische beoordeling te komen. In het vervolg van deze scriptie worden de twee categorieën benoemd als categorie 1 (tot en met 75 m<sup>2</sup>) en 2 (76 m<sup>2</sup> tot en met 100 m<sup>2</sup>). Het weergegeven rendement betreft het netto totaalrendement (zowel direct als indirect rendement) van de beleggingen.

In tabel 2 zijn de resultaten opgenomen van de gehele populatie. Het gemiddelde rendement dat in Amsterdam is behaald bedraagt 12,06% met een risico van 5,05%. Het valt hierbij op dat het gemiddelde indirecte rendement 8,67% bedraagt.

Aangezien er sprake is van een relatieve korte dataperiode (2014-2020) kan het zijn dat er sprake is van een vertekend beeld. De Amsterdamse woningmarkt heeft in die periode namelijk een sterk positieve trend laten zien, terwijl er in het verleden ook periodes geweest zijn dat er sprake was van een negatieve trend.

Het CBS heeft de ontwikkeling van de Amsterdamse woningmarkt tussen 1995 en 2020 in kaart gebracht. In deze 25 jaar was er twintig keer sprake van een waardestijging en vijf keer sprake van een waardedaling in de markt. Tweemaal (2003/2004 en 2012/2013) was er sprake van een waardedaling die twee jaar achter elkaar plaats vond. Over de gehele tijdsperiode van 25 jaar heeft het CBS een gemiddelde waardegroei in Amsterdam gemeten van 7,2%. Dit lijkt dus te onderschrijven dat de beweging in de periode 2014-2020 geen uitzondering is geweest.

De laatste keer dat er zeven jaar op rij sprake was van groei, was in de periode 1996-2002. In 2003, twee jaar na de aanslagen tijdens 9/11 in de VS, was er sprake van een waardedaling van 8% en 2% (2004) op Amsterdamse woningmarkt. Hoewel de economische impact van de Covid-19 pandemie nog niet volledig duidelijk is, is het niet onvoorstelbaar dat deze wereldwijde crisis ook zijn uitwerking zal hebben op de huizenprijzen in Amsterdam. De uitspraak *'resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst'* kan hierbij dan ook van toepassing zijn.

Een vergelijking met andere (buitenlandse) steden kan hierbij ook nog voor enige context zorgen. In de Global Residential City Index (Knight Frank, 2021) wordt sinds 2016 bijgehouden hoe de huizenprijzen in 150 steden over de hele wereld zich jaarlijks ontwikkelen. Zie tabel 3 voor een kort overzicht. Hier kan uit geconcludeerd worden dat Amsterdam beter presteert op dit vlak dan verschillende andere Europese hoofdsteden en dat ook de index in zijn geheel een minder sterke groei laat zien.

		Rendement	Risico
Heel Amsterdam	direct	3.39%	
	indirect	8.67%	
	<b><u>totaal</u></b>	<b><u>12.06%</u></b>	<b><u>5.05%</u></b>

Tabel 2 rendement heel Amsterdam en beide categorieën

Jaar	London	Brussel	Madrid	Rome	Parijs	Index 150 wereld steden
2020	4.30%	5.70%	-3.70%	2.10%	7.70%	5.60%
2019	1.80%	4.80%	4.90%	-2.00%	3.90%	3.70%
2018	-0.70%	2.60%	8.10%	-2.00%	5.00%	4.30%
2017	2.00%	1.70%	8.90%	-2.60%	4.60%	4.50%
2016	7.50%	1.80%	4.80%	-2.60%	3.00%	6.60%
<b>Gemiddelde</b>	<b>2.98%</b>	<b>3.32%</b>	<b>4.60%</b>	<b>-1.42%</b>	<b>4.84%</b>	<b>4.94%</b>
<b>Risico</b>	<b>2.76%</b>	<b>1.63%</b>	<b>4.47%</b>	<b>1.78%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.03%</b>

Tabel 3 waarde ontwikkeling huizenmarkt andere steden.

Onderstaand een overzicht per stadsdeel van de behaalde rendementen, zowel direct als indirect. Daarbij de bijbehorende standaarddeviatie (SD) als een weergave van het risico.

Het eerste wat opvalt is dat beide categorieën en alle stadsdelen minimaal 10% aan jaarlijks rendement behaald hebben, met uitschieters van ruim 14%. Het hoogste rendement werd in Noord gerealiseerd in de tweede categorie. Over de gehele linie werden de beste rendementen behaald in de eerste categorie een gemiddeld rendement van 13,06% tegenover 12,26% in de tweede categorie.

De onderstaande rendementen zijn berekend zonder rekening te houden met een financiering en de bijbehorende hefboomwerking. Er is een simulatie gemaakt voor het rendement op het eigen vermogen, ervanuit gaande dat er sprake is van 60% financiering tegen 2,25% rente. Voor een belegging in een appartement in stadsdeel Centrum zorgt dit voor een rendementen van 24,19% (appartement tot 75 m2) en 23,41% (appartement 76-100 m2). Dit is een toename van bijna 100% ten aanzien van het rendement zonder financiering.

Categorie		75m2		100m2	
Stadsdeel		Rendement	Risico	Rendement	Risico
Centrum	direct	3.41%		2.78%	
	indirect	8.88%		9.26%	
	<b>totaal</b>	<b>12.30%</b>	<b>4.72%</b>	<b>12.04%</b>	<b>8.39%</b>
Zuid	direct	3.63%		3.01%	
	indirect	10.12%		8.84%	
	<b>totaal</b>	<b>13.75%</b>	<b>7.45%</b>	<b>11.85%</b>	<b>7.79%</b>
Oost	direct	3.35%	<b>5.67%</b>	2.83%	<b>5.32%</b>



	indirect	11.07%		10.56%	
	<b>totaal</b>	<b><u>14.42%</u></b>		<b><u>13.39%</u></b>	
West	direct	3.84%		3.06%	
	indirect	10.56%		8.58%	
	<b>totaal</b>	<b><u>14.40%</u></b>	<b><u>6.88%</u></b>	<b><u>11.63%</u></b>	<b><u>5.29%</u></b>
Zuid-Oost	direct			3.64%	
	indirect			7.04%	
	<b>totaal</b>	-	-	<b><u>10.68%</u></b>	<b><u>7.23%</u></b>
Nieuw-West	direct	3.78%		3.46%	
	indirect	7.68%		7.99%	
	<b>totaal</b>	<b><u>11.46%</u></b>	<b><u>9.06%</u></b>	<b><u>11.45%</u></b>	<b><u>6.76%</u></b>
Noord	direct	3.32%		3.34%	
	indirect	8.70%		11.41%	
	<b>totaal</b>	<b><u>12.02%</u></b>	<b><u>11.42%</u></b>	<b><u>14.75%</u></b>	<b><u>10.84%</u></b>

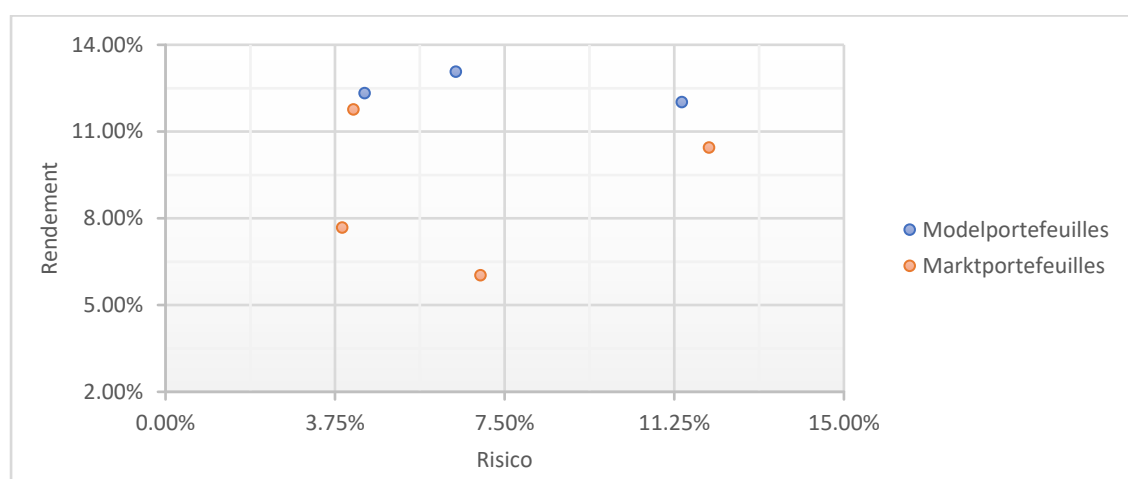
Tabel 4 index resultaten Amsterdamse beleggingswoningen

Onderstaand in tabel 3 een overzicht van het rendement en risico van de verschillende beleggingen uit de marktportefeuille. Hieruit wordt al duidelijk dat deze drie beleggingen allen een minder gunstig rendement laten zien dan de Amsterdamse beleggingswoningen. De MSCI World Index heeft het hoogste rendement met 10,44%, maar doet daarmee zelfs onder voor de slechts presterende categorie van de Amsterdamse beleggingswoningen (Zuid-Oost 100 m2 met 10,68%). Met een risico van 10,44% voor de MSCI World Index kan er ook niet gesteld worden dat deze belegging een laag risicoprofiel kent.

	MSCI World Index	MSCI World RE Index	Staatsobligatie
Rendement	10.44%	7.09%	0.54%
Risico	12.02%	10.39%	0.66%

## 5.1 Hoe presteren de verschillende portefeuilles in termen van risico en rendement?

Er zijn 7 portefeuilles samengesteld die in dit hoofdstuk verder met elkaar vergeleken worden. Een 3-tal modelportefeuilles, die zijn samengesteld uit de index van Amsterdamse beleggingswoningen en een 4-tal verschillende marktportefeuilles. Het rendement van de portefeuilles wordt berekend door middel van het gewogen gemiddelde van de rendementen van de afzonderlijke beleggingen bij elkaar op te tellen aan de hand van de samenstelling van de portefeuille. Voor het bepalen van het risico van de portefeuilles wordt er nog een derde variabele gehanteerd, namelijk de correlatie of covariantie tussen de beleggingen. Deze variabelen kunnen ervoor zorgen dat er risicoreductie binnen een portefeuille plaats vindt, zonder dat dit ten koste gaat van het rendement.



figuur 1 Risico en rendement model- en marktportefeuilles.

### Marktportefeuilles

Onderstaand in figuur 2 de resultaten van de marktportefeuille en de optimale marktportefeuille.

Ten aanzien van de rendementen van de Amsterdamse beleggingswoningen blijft de marktportefeuille duidelijk achter met een rendement van 6,03%. Dit kan deels verklaard worden door het aandeel van Nederlandse staatobligaties, welke met een gemiddeld rendement van 0,54% het portefeuillerendement substantieel verlaagd. Het lage rendement op (Nederlandse) staatobligaties van de afgelopen jaren kan gezien worden als een direct gevolg van het stimuleringsbeleid van de centrale banken sinds de kredietcrisis. Ook wel 'quantitative easing' genoemd. Het op grote schaal opkopen van obligaties heeft gezorgd voor kunstmatig lage rendementen op de obligatiemarkt. Het is hiermee de vraag in hoeverre dit ook representatief is voor de toekomst, maar de bestrijding van de

economische impact van de huidige Covid pandemie laat zien dat de centrale banken vooralsnog geen alternatief voor deze strategie hebben ontdekt.

Voor dit onderzoek is er tevens gekeken naar de optie om de Nederlands staatsobligaties te vervangen voor 10 jaar staatsobligaties uit de VS. Deze obligaties laten een hoger rendement zien dan de Nederlandse, namelijk 2,4% ten opzichte van 0,5% (Nederlandse). Het rendement van de marktportefeuille zou hiermee verhoogd worden naar 6,64%. Voor de samenstelling van de optimale marktportefeuille heeft het echter geen gevolgen, deze blijft hetzelfde ongeacht de keuze voor Nederlandse of Amerikaanse 10 jaar staatsobligaties.

De optimale marktportefeuille bestaat voor 100% de MSCI World Index. Hiermee wordt direct inzichtelijk dat er binnen deze marktportefeuille geen diversificatiepotentieel zit.

Marktportefeuille			
Gemiddeld rendement		Risico	
6.03%		6.97%	
Samenstelling	MSCI World Index	MSCI World RE Index	Staatsobligatie
	33%	33%	33%
Optimale marktportefeuille			
Gemiddeld rendement		Risico	
10.44%		12.02%	
Samenstelling	MSCI World Index	MSCI World RE Index	Staatsobligatie
	100%	0%	0%

tabel 6 Overzicht marktportefeuille en optimale marktportefeuille.

### Alternatieve Marktportefeuilles

In de alternatieve marktportefeuilles is het aandeel MSCI World Real Estate Index vervangen door de index van Amsterdamse beleggingswoningen. Ten aanzien van de marktportefeuille wordt duidelijk dat deze portefeuille een hoger rendement kent en een lager risico. Het rendement van de portefeuille blijft achter ten aanzien van de Amsterdamse beleggingswoningen, maar dat valt te verklaren door met name het lage rendement op een Nederlandse staatsobligatie.

Uit de resultaten van de alternatieve optimale marktportefeuille wordt duidelijk dat er hier sprake is van een diversificatie potentieel. Een portefeuille welke voor 81% bestaat uit Amsterdamse beleggingswoningen en 19% uit de MSCI World Index heeft een optimale rendements- en risicoverhouding. In hoofdstuk 5.3. wordt hier dieper op in gegaan middels het vergelijken van de verschillende Sharpe ratio's.

Alternatieve marktportefeuille			
Gemiddeld rendement		Risico	
7.68%		3.91%	
Samenstelling	MSCI World Index	Index Amsterdam	Staatsobligatie
	33%	33%	33%
Alternatieve optimale marktportefeuille			
Gemiddeld rendement		Risico	
11.76%		4.15%	
Samenstelling	MSCI World Index	Index Amsterdam	Staatsobligatie
	19%	81%	0%

tabel 7 Overzicht alternatieve en optimale marktportefeuille.

### Modelportefeuilles

Onderstaand een 3-tal modelportefeuilles welke zijn samengesteld aan de hand van de index van Amsterdamse beleggingswoningen.

De portefeuille met het laagste risico (minimale variantie) is tevens de portefeuille die het meest efficiënt functioneert op het vlak van risico en rendement, de optimale portefeuille. Er is tevens een portefeuille samengesteld die van alle verschillende combinaties het minst efficiënt fungeert. Niet geheel toevallig bestaat deze portefeuille voor 100% uit de categorie met het hoogste risico (Noord 75 m<sup>2</sup>, risico 11,42%).

De gemiddelde modelportefeuille is samengesteld aan de hand van het transactievolume van de verhuurtransacties uit de index. Deze portefeuille laat met een rendement van 13,07% en een risico van 6,46% een gunstiger rendements- en risicoprofiel zien dan de beide marktportefeuilles. De gemiddelde portefeuille bestaat voor 75% uit appartementen uit de eerste klasse en voor 25% uit de tweede klasse. Hieruit blijkt dat beleggers een voorkeur hebben voor de kleinere appartementen en de stadsdelen Centrum, Zuid en West.

Wat verder opvalt is dat de optimale portefeuille overwegend is samengesteld met appartementen uit de tweede klasse. De optimale modelportefeuille bestaat voor 80% uit klasse 2 (West en Noord) en 20% klasse 1 (Noord). Dit is opvallend, aangezien er eerder in dit hoofdstuk is vastgesteld dat de appartementen in de eerste klasse gemiddeld genomen een hoger rendement laten zien. Hier kan al uit geconcludeerd worden dat de appartementen uit de tweede klasse een hoger diversificatiepotentieel hebben.

Tevens valt er een duidelijke afwijking vast te stellen tussen de gemiddelde modelportefeuille en de optimale modelportefeuilles. De appartementen uit de gemiddelde modelportefeuille komen hier namelijk niet in terug. Hier kan dus al de conclusie uit worden getrokken dat deze groep beleggers niet volledig rationeel handelen, aangezien ze niet kiezen voor de beste belegging of portefeuille met de beste risico- en rendementsverhouding.

Gemiddelde modelportefeuille				
Gemiddeld rendement		Risico		
13.07%		6.42%		
Samenstelling	Zuid 100 m2	Centrum 75 m2	Zuid 75 m2	West 75 m2
	25%	25%	25%	25%
Minimale variantie / optimale modelportefeuille				
Gemiddeld rendement		Risico		
12.33%		4.40%		
Samenstelling	West 100 m2	Noord 100 m2	Noord 75 m2	
	60%	20%	20%	
Modelportefeuille met de laagste Sharpe ratio				
Gemiddeld rendement		Risico		
12.02%		11.42%		
Samenstelling	Noord 75 m2			
	100%			

tabel 8 Overzicht modelportefeuilles.

## 5.2 Hoe verhouden de Sharpe ratio's van de portefeuilles zich?

De niet professionele woningbelegger zal net zoals andere beleggers in meer of mindere mate een afweging maken tussen het rendement dat hij verwacht te realiseren, afgezet tegen het risico dat hij loopt. Het is niet logisch om meer risico te nemen, als het rendement hier niet door vergroot wordt. Risico en rendement communiceren wat dat betreft met elkaar. In deze paragraaf worden de Sharpe ratio's van de verschillende portefeuilles met elkaar vergeleken. De Sharpe ratio geeft inzicht in de mate waarop extra rendement opweegt tegen het risico dat van toepassing is. De portefeuille met de hoogste Sharpe ratio hoort de voorkeur van een belegger te hebben, omdat deze de beste risico-rendementsverhouding laat zien (van Gool et al, 2007).

De Sharpe ratio wordt geformuleerd rondom het standpunt dat een belegger rendement kan realiseren zonder enig risico. Dit wordt ook wel de risico vrije rente ( $R_f$ ) genoemd. Voor deze variabele is er een rente gehanteerd van 2,25%.

$R_x$  is hierbij een weergave van het rendement van de betreffende portefeuille.  $Stdev(x)$  betreft het risico van de portefeuille.

### Sharpe ratio

$$\text{Sharpe ratio} = \left( \frac{r_x - R_f}{stdev(x)} \right)$$

Afbeelding 1 Formule Sharpe Ratio

	Risico	Rendement	Sharpe
Gemiddelde modelportefeuille	6.42%	13.07%	1.639
Minimale variantie en optimale modelportefeuille	4.40%	12.33%	2.222
Modelportefeuille met laagste sharpe ratio	11.42%	12.02%	0.829
Marktportefeuille	6.97%	6.03%	0.499
Optimale marktportefeuille	12.02%	10.44%	0.657
Alternatieve marktportefeuille	3.91%	7.68%	1.312
Optimale alternatieve marktportefeuille	4.15%	11.76%	2.217

RF	2.55%
----	-------

Tabel 9 Sharpe ratio's van de verschillende portefeuilles en risico vrije rente (Rf)

Uit figuur 5 blijkt dat de twee marktportefeuilles het laagst scoren qua Sharpe Ratio. Deze portefeuilles scoren zelfs lager dan de woningportefeuille welke is samengesteld op basis van de Amsterdamse Beleggingswoningen index met de laagst mogelijke Sharpe Ratio. Hiermee wordt direct duidelijk dat een brede spreiding, waar sprake van is bij de marktportefeuille, niet altijd leidt tot een optimale risico- en rendementsverhouding.

De alternatieve marktportefeuilles laten duidelijk een betere score zien, waarbij de optimale alternatieve marktportefeuille nagenoeg eenzelfde Sharpe Ratio behaalt als de optimale modelportefeuille. De optimale modelportefeuille laat hierbij een iets hoger rendementsprofiel zien, maar daar staat ook een hoger risico tegenover. Per saldo zorgt het echter wel voor de beste risico- en rendementsverhouding van de verschillende portefeuilles. Hieruit blijkt ook dat een particuliere belegger meer gebaat is bij spreiding binnen de Amsterdamse woningmarkt dan met andere beleggingscategorieën.

### 5.3 CAPM en de Amsterdamse woningbeleggersmarkt, welke rendementen moeten er behaald worden?

In deze paragraaf worden de rendementen die behaald worden op de Amsterdamse woningbeleggersmarkt verder geanalyseerd. Hiermee wordt verder inzichtelijk gemaakt of de huidige druk op de woningmarkt ervoor zorgt dat de risico- en rendementsverhouding uit balans is geraakt.

Dit wordt gedaan aan de hand van het Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964). Het CAPM biedt de mogelijkheid om het marktrisico van een specifieke belegging inzichtelijk te maken. Dit marktrisico voor een individuele belegging wordt gemeten middels een bèta. Deze variabele geeft aan in welke mate de belegging reageert op de ontwikkeling van de markt. Een bèta van 1 toont aan dat het marktrisico van een belegging exact gelijk is aan het marktrisico van de gehele marktportefeuille.

De bèta van een belegger kan vervolgens gebruikt worden om een rendementseis ( $E_r$ ) te berekenen voor die individuele belegging. Hiermee kan beoordeeld worden of de belegger

voldoende gecompenseerd wordt voor het marktrisico dat er gelopen wordt met de betreffende belegging (van Gool et al, 2007).

Figuur 5 geeft een overzicht van zowel de bèta als de Er van de verschillende categorieën in de Amsterdamse woningbeleggersmarkt ten opzichte van zowel de marktportefeuille als de alternatieve marktportefeuille. Nr 1 heeft hierbij betrekking op de marktportefeuille en nr 2 op de alternatieve marktportefeuille. Voor een volledig beeld is ook de gehele index van Amsterdamse beleggingswoningen opgenomen als categorie.

In de laatste twee kolommen is tweemaal de statistiek Jensen's Alpha opgenomen. Deze variabele is een weergave van het extra rendement dat een belegging of portefeuille behaalt ten aanzien van een marktportefeuille.

Daaronder een overzicht van de risico vrije rente en het rendement en variantie van beide marktportefeuilles.

Ten opzichte van de marktportefeuille valt op dat 9 van de 14 beta's een negatieve waarde laten zien. Dit houdt in dat deze beleggingen tegengesteld bewegen ten aanzien van de marktportefeuille. Dit is een kenmerk van een anticyclische belegging. Een negatieve Beta zorgt voor een lage rendementseis. Hierdoor zijn er meerdere categorieën met een rendementseis van 2% of lager.

Dit zijn ook de categorieën die hoog scoren op de Jensen's Alpha. De categorieën Oost 100 m2, Zuid 75 m2 en West 75 m2 behalen hierbij ten opzichte van beide marktportefeuilles een score die hoger ligt dan 10%. Als individuele belegging kunnen deze categorieën daarmee als beste beoordeeld worden.

Alle categorieën behalen in werkelijkheid een hoger rendement dan de gestelde rendementseisen. In 35% van de categorieën ligt zelfs het netto rendement hoger dan de rendementseis.

	<u>Beta 1</u>	<u>Beta 2</u>	<u>CAPM Er 1</u>	<u>CAPM Er 2</u>	<u>JA 1</u>	<u>JA 2</u>
Centrum 100 m2	-0.13	0.24	2.08%	3.77%	9.95%	8.66%
Zuid 100 m2	-0.32	-0.18	1.42%	1.62%	10.43%	9.93%
Oost 100 m2	-0.24	-0.11	1.71%	1.89%	11.69%	11.24%
West 100 m2	-0.20	-0.21	1.85%	1.34%	9.79%	9.81%
Zuid-Oost 100 m2	-0.11	0.22	2.16%	3.70%	8.52%	7.35%

Nieuw-West 100 m2	-0.07	0.26	2.31%	3.87%	9.14%	8.00%
Noord 100 m2	0.15	0.86	3.09%	7.55%	11.66%	9.19%
Centrum 75 m2	0.10	0.40	2.90%	4.84%	9.40%	8.37%
Zuid 75 m2	-0.20	0.08	1.84%	3.02%	11.92%	10.92%
Oost 75 m2	0.24	0.63	3.38%	6.18%	11.05%	9.70%
West 75 m2	-0.10	0.23	2.21%	3.85%	12.19%	11.06%
Nieuw-West 75 m2	0.23	0.79	3.36%	7.12%	8.11%	6.17%
Noord 75 m2	0.83	1.73	5.44%	12.55%	6.58%	3.47%
Heel Amsterdam	-0.03	0.23	2.45%	3.73%	9.61%	8.72%

tabel 10 Overzicht categorieën Index Amsterdamse Beleggingswoningen

Rf	2.55%
Rm Marktportefeuille	7.68%
Var Marktportefeuille	0.15%
Rm alternatieve Marktportefeuille	6.03%
Var alternatieve Marktportefeuille	0.49%



## 6. Conclusies en aanbevelingen

Centraal in dit onderzoek staan de behaalde rendementen van Amsterdamse beleggingswoningen in verhouding tot breed gespreide beleggingsportefeuilles. Een gebrek aan spreiding hoort er in theorie voor te zorgen dat er geen optimale risico- en rendementsverhouding is door het gebrek aan diversificatiemogelijkheden.

Professionele en institutionele beleggers hebben doorgaans meer kennis en kapitaal beschikbaar dan een niet professionele woningbelegger. Er kan dus ook verondersteld worden dat deze belegger in staat moet zijn om beter presterende portefeuilles samen te stellen dan de niet professionele belegger. Dit onderzoek wijst echter uit dat dit niet volledig opgaat voor de niet professionele Amsterdamse woningbelegger.

Deze belegger heeft maximaal 5 verhuurde appartementen gelegen in Amsterdam. Deze appartementen hebben een oppervlakte tot maximaal 100 m<sup>2</sup> en kunnen in de vrije sector verhuurd worden en hebben een minimale WOZ waarde van EUR 250.000,-. Deze belegger spreidt zijn vermogen verder niet over andere beleggingscategorieën.

Dit staat haaks op een van de basisprincipes van de meeste rationale beleggingstheorieën; spreiding. Harry Markowitz wist met zijn Moderne Portefeuille Theorie aan te tonen dat diversificatie over verschillende beleggingscategorieën ervoor kan zorgen dat er een gunstiger risico- rendementsprofiel ontstaat binnen een beleggingsportefeuille. Samenhang is hierbij een cruciale factor, ook wel correlatie genoemd. Waar het rendement van een beleggingsportefeuille een optelsom is van het gemiddelde rendement van de verschillende beleggingscategorieën, gaat dit niet op voor het portefeuillerisico. In de berekening van het portefeuillerendement kan negatieve correlatie ervoor zorgen dat er een dempende werking ontstaat binnen het risicoprofiel. Voldoende spreiding zorgt ervoor dat het specifieke risico verdwijnt en er alleen sprake is van marktrisico. De marktportefeuille is hier een voorbeeld van. Er zijn verschillende theorieën die invulling geven aan de samenstelling van de marktportefeuille, maar ze centreren zich voornamelijk rondom de beleggingscategorieën aandelen, vastgoed en vastrentende waarden.

De niet professionele Amsterdamse Woningbelegger lijkt er vooral voordeel bij te hebben dat hij niet in vastrentende waarden belegd. Na de kredietcrisis hebben centrale banken op grote schaal gebruik gemaakt van 'quantitative easing'. Het op grote schaal opkopen van obligaties heeft ervoor gezorgd dat de rendementen van deze beleggingscategorie kunstmatig omlaag werden gebracht en gehouden en dit heeft een negatieve uitwerking op het rendement van de marktportefeuille. Ten aanzien van de marktportefeuille kan verder geconstateerd worden dat er binnen de onderzochte tijdslijn geen sprake is van diversificatiepotentieel, aangezien de optimale marktportefeuille voor 100% uit aandelen (MSCI World Index) bestaat.

Bij de alternatieve optimale marktportefeuille, waar het aandeel vastgoed is ingevuld door middel van de index van Amsterdamse beleggingswoningen, is er wel sprake van diversificatiepotentieel. De combinatie van 82% vastgoed en 18% aandelen laat hier de optimale risico- en rendementsverhouding zien.

De gemiddelde portefeuille van een niet professionele Amsterdamse woningbelegger bestaat voor 75% uit appartementen van maximaal 75 m<sup>2</sup> in de stadsdelen Zuid, Centrum en West en voor 25% uit een appartement tussen de 76 en 100 m<sup>2</sup> in Zuid. Deze categorieën zijn echter geen onderdeel van de optimale modelportefeuille, tevens niet van de minimale variantie modelportefeuille. Deze bestaat namelijk voor 60% uit appartementen van 76- 100 m<sup>2</sup> in stadsdeel West en twee keer 20% van stadsdeel Noord (tot en met 75 m<sup>2</sup> en 76 tot en met 100 m<sup>2</sup>). Deze afwijking geeft aan dat deze beleggers geen optimale beleggingsstrategie hanteren. Hun portefeuille presteert echter wel beter dan die van een belegger die in de marktportefeuille belegt, aangezien de categorie met de minst optimale risico- en rendementsverhouding (Noord 75 m<sup>2</sup>) beter presteert dan zowel de marktportefeuille als de optimale marktportefeuille.

De alternatieve marktportefeuille presteert beter dan de marktportefeuille en dit valt te verklaren doordat het aandeel vastgoed in deze portefeuille bestaat uit de goed presterende Amsterdamse beleggingswoningen.

De optimale modelportefeuille laat de hoogste Sharpe zien. Hier blijkt uit dat de particuliere belegger binnen de index van Amsterdamse beleggingswoningen betere diversificatie mogelijkheden heeft dan ten aanzien van de andere beleggingscategorieën.

De rendementseisen voor de beleggingswoningen die berekend zijn aan de hand van het CAPM maken verder duidelijk dat er sprake is van een bovenmatig goed risico- en rendementsprofiel. Zonder uitzondering liggen de daadwerkelijke rendementen hoger dan de rendementseis. In 35% van de gevallen is zelfs alleen het netto directe rendement hoger dan de gestelde rendementseis. In de rendementsberekening is er geen rekening gehouden met een hefboomwerking door middel van financiering. Een financiering van 60% tegen 2,25% rente zorgt voor een rendement op het eigen vermogen wat bijna 100% hoger ligt dan het rendement zonder financiering. Dit maakt duidelijk dat een belegging in een Amsterdamse huurwoning nog sterker kan renderen op het moment dat de belegger toegang heeft tot een financiering. Gezien de huidige financieringsmogelijkheden is dit voor veel beleggers een mogelijkheid.

Alle categorieën van de Amsterdamse beleggingswoningen behalen een rendement dat hoger ligt dan 10%, waarmee ze een hoger rendement halen dan de optimale marktportefeuille. Daarnaast ligt het risico van de optimale marktportefeuille hoger dan dat van elke categorie van de Amsterdamse beleggingswoningen. Hiermee kan er gesteld worden dat de rendementen van deze woningen in juiste verhouding staan tot de risico's en dat het gebrek aan spreiding over meerdere beleggingscategorieën deze belegger geen parten speelt. De portefeuille van deze belegger is niet goed gespreid, maar presteert wel goed in termen van risico en rendement. De huidige druk op de woningmarkt heeft er niet voor gezorgd dat het rendement van een beleggingswoning niet in juiste verhouding staat tot het risico.

## 7. Reflectie

Deze reflectie is het laatste deel dat ik voor deze scriptie schrijf. Dit houdt in dat mijn studietijd aan de ASRE bijna ten einde is. In iets meer dan 2 jaar heb ik heel veel geleerd en deze scriptie is daar het kroonstuk van.

Toen ik begon met de scriptiemodule stonden we aan het begin van de Covid pandemie. Waar ik in eerste instantie dacht dat deze nieuwe situatie een positieve bijdrage kon leveren aan het schrijven bleek dit toch anders uit te pakken. Het thuiswerken en de onderbreking van mijn normale structuur heeft mij meer parten gespeeld dan dat ik ooit had kunnen vermoeden. Ook het gegeven dat we niet meer fysiek naar de ASRE konden heeft niet meegeholpen in mijn proces. Ik heb geleerd dat ik veel beter presteer in een omgeving waar ik omringd word met gelijkgestemden.

Het schrijven van deze scriptie heeft zowel plezier als frustratie gebracht. Ik heb plezier gehad in het uitzoeken en van de theorie en het opzetten en uitvoeren van het onderzoek. De vele drempels die ik gaandeweg ben tegengekomen hebben echter ook voor frustratie gezorgd.

Het gebrek aan medewerking van marktpartijen met betrekking tot het delen van data heeft mij verbaasd. Veel partijen pretenderen transparantie na te streven, maar blijken dit alleen met een financieel motief te willen doen. Gelukkig heb ik een aantal partijen gevonden die hier wel open voor stonden, waarvan ik met name Fris Makelaardij voor wil bedanken. Door hun uitgebreide en secure database ben ik in staat geweest om een relevante en actuele index te bouwen.

Mocht ik nog een keer in de situatie komen dan ik een scriptie mag schrijven, dan wordt dat ook mijn eerste aandachtspunt. Welke informatie en data is er beschikbaar en is dit voldoende om een volledig onderzoek op uit te voeren.

Verder zal ik bij een volgende gelegenheid eerder extra externe hulp zoeken. Ik heb nu te veel op mijn eigen koers en intuïtie gevaren, terwijl ik eerder extra begeleiding had kunnen gebruiken. Dat heb ik niet goed aangepakt, al is de leercurve nu misschien wel beter geweest.

## Bibliography

- AFM. (2016). MCD. <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/hypotheekenrichtlijn>.
- ASRE. (2017). *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam: ASRE.
- Baarda, B. (2009). *Dit is onderzoek*. Houten/Groningen: Noordhoff Uitgevers.
- Berk, J. B en DeMarzo P. M. (2014). *Corporate finance*. Amsterdam: Pearson Education.
- Capital Value. (2020). *De woning(beleggings)markt in beeld 2020*. Utrecht: Capital Value.
- Capital Value en ABF Research. (2020). *De woning (beleggings)markt in beeld 2020*. Capital Value en ABF Research.
- CBS. (2019). Retrieved from <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2019/14/bijna-half-miljoen-woningen-in-particuliere-verhuur>
- de Reus, P. (2020). *Erfpacht in Amsterdam leidt tot vermogensherverdeling*. Retrieved from Decisive Facts: <http://www.decisivefacts.nl/erfpacht-amsterdam-vermogensherverdeling/#uitleg>
- de Vries, P. (2019). *In beeld: de groeiende rol van particuliere verhuurders op de Nederlandse woningmarkt*. Utrecht: Kadster.
- DiPasquale & Wheaton. (1996). *Urban economics and real estate markets*. NJ: Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.
- DNB. (2020, juli 16). *DNBulletin: Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort*. Retrieved from DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2020/dnb389563.jsp>
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 383-417.
- FD. (2020, december 1). *Concurrentie neemt snel toe op bloeiende markt voor verhuurhypotheek*. Retrieved from FD: <https://fd.nl/economie-politiek/1365636/concurrentie-neemt-snel-toe-op-bloeiende-buy-to-let-hypotheekmarkt>
- FD. (2020, januari 18). *FD*. Retrieved from Buy-to-let wordt verguisd, maar de groei is er niet minder om: <https://fd.nl/economie-politiek/1331100/buy-to-let-wordt-verguisd-maar-de-groei-is-er-niet-minder-om>
- Geltner, D., N. Miller, J. Clayton & P. Eichholtz. (2014). *Commercial real estate – analysis & investments*. South-Western.
- gemeente Amsterdam. (2021, juli 5). *Volg het beleid: Wonen*. Retrieved from Amsterdam.nl: <https://www.amsterdam.nl/bestuur-organisatie/volg-beleid/ontwikkeling/wonen/>
- Harst, P. d. (2019). *Kopen om te verhuren*. Utrecht: Kadaster. Retrieved from Kadaster: <https://www.kadaster.nl/documents/1953498/2068671/Kopen+om+te+verhuren.pdf/e659f535-a8cf-4db5-51ca-120703e5d73f?t=1559045138644>

- <https://www.afm.nl>. (2020, november 9). Retrieved from <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/beleggingsondernemingen/doorlopende-verplichtingen/clientclassificatie>: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/beleggingsondernemingen/doorlopende-verplichtingen/clientclassificatie>
- Ivens, L. (2020, Januari 20). Amsterdamse wethouder Ivens strijdt tegen wonen als beleggingsproduct. (S. Claus, Interviewer)
- Jensen, M. (1968). "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964,". *Journal of Finance* 23, 389-416.
- Kamminga, J. (2015, September 2). *zieltogend vastgoed belang weer springlevend*. Retrieved from Vastgoedmarkt: <https://www.vastgoedmarkt.nl/beleggingen/nieuws/2015/09/zieltogend-vastgoed-belang-weer-springlevend-2-10181676>
- Limmen, R. (2020, juli 16). *Vertrouwen particuliere beleggers in woningmarkt neemt toe*. Retrieved from propertynl: <https://propertynl.com/Nieuws/Vertrouwen-particuliere-beleggers-in-woningmarkt-neemt-toe/0e1f63db-e84c-40bf-a433-5fadea5c69ad>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance* .
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7, 77-91.
- Maximus. (2020, november 9). *Artikel 4:18d Wet op het financieel toezicht*. Retrieved from maximus.nl: <https://maxius.nl/wet-op-het-financieel-toezicht/artikel4:18d>
- MCD. (2016, juli 16). Hypothekenrichtlijn MCD. Nederland: Rijksoverheid.
- MVA. (2020). *Erfpacht in Amsterdam*. Retrieved from MVA: <https://www.mva.nl/artikelen/erfpacht-in-amsterdam>
- NVM. (n.d.). *NVM*. Retrieved from NVM: <https://www.nvm.nl/over-nvm/>
- PBL. (2019). *PARTICULIERE VERHUURDERS OP DE NEDERLANDSE WONINGMARKT*. Den Haag: Uitgeverij PBL.
- PBL. (2019). *PARTICULIERE VERHUURDERS OP DE NEDERLANDSE WONINGMARKT* . Den Haag: Uitgeverij PBL.
- Prast. (2004, januari). *Investor psychology: a behavioural explanation of six finance puzzles*.
- Raad van State. (2020, oktober 13). *Voorstel van wet van het lid Nijboer tot wijziging van Boek 7 van het Burgerlijk Wetboek en de Uitvoeringswet huurprijzen woonruimte (Wet maximering huurprijsverhogingen geliberaliseerde huurovereenkomsten)*. Retrieved from Raad van State: <https://www.raadvanstate.nl/actueel/abonnementenservice/samenvattingen/samenvatting/@121378/w04-20-0185/#toonsamenvatting>
- Raad van State. (2020, September 15). *Wet differentiatie overdrachtsbelasting*. Retrieved from Raad van State: <https://www.raadvanstate.nl/@122368/w06-20-0322-iii/>
- Rijksoverheid. (2020). *belastingwijzigingen-voor-ons-allemaal/overdrachtsbelasting*. Retrieved from rijksoverheid.nl: <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/belastingplan/belastingwijzigingen-voor-ons-allemaal/overdrachtsbelasting>

- Rijksoverheid. (2020, juni 26). *Kabinet werkt aan ander voorstel box 3*. Retrieved from Rijksoverheid: <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2020/06/26/kabinet-werkt-aan-ander-voorstel-box-3>
- Schols, I. (2013). *Particuliere vastgoedbeleggers in Nederland*. Groningen.
- Sharpe, W. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK. *Journal of Finance*, 425-442.
- Sharpe, W. (1966, januari). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, pp. 119-138.
- van Gool et al. (2007). *Onroerend goed als een belegging*. Groningen/Houten: Wolters-Noordhoff.
- Waard, M. d. (2019, mei 19). *Lage rente is het nieuwe normaal*. Retrieved from Financieel Dagblad: <https://fd.nl/weekend/1299382/lage-rente-is-het-nieuwe-normaal>