

Woonfondsen: een revolutie op de huizenmarkt

P.M.A. Eichholtz en D. Geltner*

Het risico van aandelen- en obligatieportefeuilles is gemakkelijk te spreiden, maar dat geldt niet voor woningen. De meeste eigen-woningbezitters hebben immers maar één huis, dat bovendien een groot deel van hun vermogen in beslag neemt. In dit artikel pleiten wij voor de introductie van woonfondsen die participaties in woningen kunnen nemen. Deze fondsen kunnen ervoor zorgen dat eigenwoningbezitters hun bezit kunnen delen met anderen, en dat zij ook aandelen kunnen nemen in woningen van anderen. Dit zal ertoe leiden dat woningbezitters net als aandelen- en obligatiebezitters ook aan risicospreiding kunnen gaan doen.

Het probleem: specifiek risico

Het Capital Asset Pricing Model leert dat het risico van een investering bestaat uit twee delen: het specifieke risico, dat alleen geldt voor die bewuste investering, en het marktrisico, dat geldt voor alle investeringen. Door diversificatie toe te passen kan het specifieke risico van een belegging worden geëlimineerd, zodat slechts het marktrisico overblijft.

Dit inzicht heeft revolutionaire gevolgen gehad voor de beleggingspraktijk. Er zijn tal van nieuwe financiële producten ontwikkeld om de risico's van aandelenportefeuilles beter te kunnen spreiden. Aandelen-indexfondsen zijn daar een voorbeeld van en ook het toenemende belang van het internationaal beleggen is een onderdeel van deze ontwikkelingen.

Dat is mooi voor institutionele beleggers, maar voor de gemiddelde burger vormen aandelen niet het grootste deel van de investeringsportefeuille. Die positie wordt ingenomen door het huis. Echter, wat geldt voor aandelen, geldt ook voor dat huis: het risico van de investering is gedeeltelijk specifiek voor dat huis en komt gedeeltelijk voort uit de huizenmarkt als geheel. Renteveranderingen, bij voorbeeld, hebben een effect op de gehele Nederlandse huizenmarkt, en zijn dus een determinant van marktrisico. Voorbeelden van specifiek risico voor een huis zijn ook gemakkelijk te geven: de kans dat er een snelweg vlak langs de voordeur wordt aangelegd, dat een aanvliegroute van baan 5 van Schiphol over het terras komt, dat er gif in de achtertuin zit, of dat een mooi uitzicht wordt vervangen door een lelijke nieuwbouwwijk. Het lijkt er op dat dit soort risico's door de dichtere bebouwing belangrijker worden en het zou dus mooi zijn als deze risico's konden worden weg-gediversifieerd, net als bij aandelen. Helaas, voor de gemiddelde huizenbezitter is dat niet mogelijk, want die bezit maar één huis.

Voor Nederland is er nog weinig onderzoek gedaan naar de volatiliteit van huizenprijzen. In de Verenigde Staten echter, is hierover baanbrekend werk verschenen. Karl Case en Robert Shiller hebben aangetoond dat bewegingen in huizenprijzen wat betreft intensiteit en timing sterke regionale verschillen laten zien¹. Dit betekent dat specifiek risico een relatief grote rol speelt voor huizenprijzen.

Het marktrisico van huizenprijzen is gemakkelijker te bepalen. Net als voor veel andere landen zijn er ook voor Nederland data beschikbaar over het verloop van de huizenprijzen. Deze data wordt bijgehouden door de Nederlandse Vereniging van Makelaars. Tussen 1975 en 1994 stegen de huizenprijzen in Nederland gemiddeld 4,43% per jaar, met een standaarddeviatie van 11,05%.

Huizenprijzen vertonen dus naast specifiek risico ook een redelijk hoog marktrisico. Echter, huizenbezitters financieren hun aankoop doorgaans niet helemaal zelf. Ze lenen geld om dat te doen. Dat betekent voor hen een nog groter risico dan uit bovenstaande cijfers naar voren komt. Stel, dat iemand een huis heeft gekocht van f 200.000. Als dit huis geheel met eigen geld is gefinancierd, geven de bovenstaande cijfers een goed beeld van het verwachte rendement en risico van de investering. Echter, indien er slechts 20% eigen geld in het huis is gestoken en de rest is gefinancierd met een hypotheek, dan worden

* Piet Eichholtz is verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics (Life) van de Rijksuniversiteit Limburg. David Geltner is verbonden aan de University of Cincinnati, en te gast bij Life. Met dank aan Kees Koedijk, Norm Miller en Peter Schotman voor de vruchtbare discussies en aan Pim Naber voor de hulp bij het verkrijgen van de gegevens. 1. Zie K.E. Case en R.J. Shiller, The efficiency of the market for single-family homes, *American Economic Review*, 1989, blz. 125-137.

rendement en risico van die investering veel hoger, namelijk vijf maal zo hoog: 22,15% verwacht rendement op de investering van f 40.000, met een standaarddeviatie van 55,25%. Dat betekent dat huizenbezitters een groot risico lopen, en dat geldt nog sterker voor beginnende huizenbezitters. Voor dit probleem is echter een oplossing mogelijk: de introductie van een nieuwe vorm van woningfinanciering.

Het woonfonds

Een burger heeft op woninggebied twee mogelijkheden: zij bezit haar woning of zij bezit hem niet. Een tussenweg is niet mogelijk. Ze kan naar de bank voor een lening, maar er is geen enkele bank die aanbiedt om een aandeel in haar woning te nemen. Hoe anders is dat voor bij voorbeeld een directeur-eigenaar van een klein bedrijf. Indien zij externe financiering wil, dan kan ze natuurlijk geld lenen, maar ze kan ook aan een participatie-maatschappij of familielid vragen om een aandeel te nemen in het bedrijf. De ondernemer kan uiteindelijk 100% van het eigen bedrijf bezitten, maar als 50% of 20% beter is, dan kan dat ook. Wat voor een ondernemer heel normaal is, is voor een woningbezitter echter niet mogelijk.

In de Verenigde Staten is onlangs een idee gelanceerd dat hierin verandering zou kunnen brengen². Het idee is om woningbezitters de mogelijkheid te geven om slechts een gedeelte van het eigen huis te bezitten, en om te participeren in huizen van anderen.

Stel, iemand wil slechts voor 20% eigenaar van zijn eigen woning zijn. Stel ook, dat de bank dat een goed idee vindt en een aandeel van 80% neemt in het te kopen huis. De 20%-eigenaar gaat het gehele huis bewonen. Uiteraard wil de bank voor dit alles een vergoeding. Laten we dit het woondividend noemen. Hoe hoog dat dividend zou moeten zijn is van tevoren niet te zeggen, maar dat hoeft ook niet. Het zal na een korte periode van 'trial and error' vanzelf in de markt worden bepaald.

Dit dividend is één component van het rendement dat deze investering voor de bank oplevert. De andere component is waardestijging. Als het huis wordt verkocht, krijgt de bank uiteraard 80% van de opbrengst, de andere 20% is voor de eigenaar-bewoner.

Indien de markt voor dergelijke woningparticipaties tot ontwikkeling komt, dan krijgen de financierende banken een groot aantal van die participaties in bezit. Zij zouden die kunnen bundelen in zogenaamde woonfondsen. Zulke woonfondsen zouden bestaan uit een goed gediversifieerde portefeuille van woningen, verspreid over het hele land, over de verschillende woningtypen en over de verschillende prijssegmenten van de woningmarkt. Het risico van zo'n fonds zou het marktrisico benaderen, en al het specifieke risico zou zijn weg-gediversifieerd.

De bank kan het fonds zelf in bezit houden, maar kan het ook naar de beurs brengen, of (gedeeltelijk) verkopen aan pensioenfondsen of verzekeringsmaatschappijen. Er is echter nog een andere mogelijkheid. Een huizenbezitter die een hypotheek heeft afgesloten betaalt naast rente ook aflossingen. Aan het eind van de looptijd van de hypotheek bezit zij daarvoor een schuldevrij huis. Analooq daaraan kan een

huizenbezitter die een participatie aan de bank heeft gegeven ook meer aan de bank betalen dan alleen het woondividend. Met dat extra maandelijkse bedrag koopt zij dan steeds een klein aandeel in een woonfonds. Na dertig jaar bezit zij dan nog steeds 20% van haar eigen woning, plus een aandeel in een goed gediversifieerde woningportefeuille. De maandelijkse bedragen zouden zo kunnen worden gekozen dat het aandeel in het woonfonds uiteindelijk equivalent is aan 80% van de waarde van het eigen huis. In die situatie is het gehele woonfonds uiteindelijk in handen van de individuele huizenbezitters.

Het voordeel van een dergelijke financieringsconstructie ten opzichte van een hypotheek is duidelijk. De huis/woonfonds-bezitter loopt veel minder risico dan iemand die slechts zijn eigen huis bezit. Het specifieke risico is vrijwel helemaal weg-gediversifieerd en slechts het marktrisico blijft over.

Het woonfonds: problemen

Hoewel de voordelen van het geschetste idee evident zijn, is het niet geheel zonder nadelen. Het is bekend dat mensen die een eigen huis bezitten daar over het algemeen beter voor zorgen dan mensen die een woning huren. Alle voordelen daarvan komen immers ten goede aan henzelf. Woonfondsen zullen dit probleem ook kennen, maar in mindere mate dan huurders van woningen. Goede (en gestandaardiseerde) contractuele afspraken tussen de eigenaar-bewoner en het woonfonds over onderhoud en gebruik van de woning kunnen deze 'principaal-agent'-problemen beperken. Veel van de clauses in deze contracten zullen waarschijnlijk overeenkomen met onderdelen van standaard huurcontracten.

Verder zullen de principaal-agent problemen afnemen naarmate de bewoner een groter aandeel in zijn woning bezit. Er is sprake van een afweging: hoe lager het aandeel in de eigen woning, hoe beter de spreiding van de huizenportefeuille maar hoe sterker de principaal-agent problemen zijn. Aan de andere kant geldt dat een groter aandeel in de eigen woning de risicospreiding vermindert, maar de principaal-agent problemen beperkt. Uit deze afweging komt uiteindelijk een evenwicht voort waarin de voordelen van de risicospreiding precies opwegen tegen de principaal-agent problemen.

Een ander argument tegen het ontstaan van huizenfinanciering via woonfondsen zou kunnen zijn dat burgers hun huis zien als een gedwongen manier van sparen en dat ze tastbare muren en daken als een betrouwbaarder appeltje voor de dorst zien dan een bundel papieren aandelen in andermans huizen. Dit is zeker mogelijk, maar niet waarschijnlijk. De razendsnelle groei van allerlei hypotheekvormen waarbij niet wordt afgelost, geeft aan dat mensen flexibel kunnen omgaan met het sparen via hun huis.

Verder zullen er uiteraard mensen zijn die toch meer dan 20% van hun eigen woning wensen te bezitten; bij voorbeeld 51%, zodat zij over hun eigen woning in ieder geval het laatste woord hebben. Ook

2. D. Geltner, N. Miller en J. Snavely, We need a fourth asset class: HEITs, verschijnt in *Real Estate Finance*.

dat is geen probleem. Bij bedrijfsfinanciering kan vreemd met eigen vermogen worden gecombineerd, en evenzo kan voor woningen hypotheek- met woonfondsfinanciering worden gecombineerd.

Maatschappelijk nut

Het maatschappelijke voordeel van de invoering van woonfondsen is verlaging van het gelopen risico. Dit argument is dermate fundamenteel, dat het genoeg is voor het ontstaan van woonfondsen. Er lijkt echter één belangrijke hinderpaal te zijn: hypotheekrente is fiscaal aftrekbaar en woondividend niet.

Dit is een minder groot probleem dan het lijkt. Woondividend hoeft niet aftrekbaar te zijn om woonfondsen toch te laten slagen. Om dat in te zien moeten we een paar stappen teruggaan. We gaan uit van een wereld zonder belastingen, waarin burgers woningen kunnen huren of kopen. Het overgrote deel van de burgers zal onder deze omstandigheden zijn woning huren, want er is geen financiële compensatie voor het specifieke risico dat gepaard gaat met het bezitten van een woning. Slechts de rijkste burgers zullen woningen bezitten, aangezien zij het vermogen hebben om een goed gespreide huizenportefeuille op te bouwen en dus het specifieke risico kunnen weg-diversifiëren.

In deze situatie wordt nu een overheid geïntroduceerd die belasting heft, maar hypotheekrente fiscaal aftrekbaar maakt om het eigen-woningbezit te stimuleren. Deze fiscale aftrekbaarheid betekent dat er nu wel een financiële compensatie is voor specifiek risico. De hoogte van deze compensatie is geheel afhankelijk van de belastingschijf waarin men zit. Voor burgers die in de hoogste schijven zitten is er sprake van overcompensatie: de belastingaftrek levert meer op dan het nadeel van het gelopen specifieke risico. In deze groep zal vrijwel iedereen zijn eigen woning bezitten. Aan de andere kant worden burgers in de laagste belastingschijven niet volledig gecompenseerd voor het specifiek woning-*risico*. In deze groep zal eigen-woningbezit daarom zeldzaam zijn.

Wat gebeurt er indien in deze situatie woonfondsen worden geïntroduceerd? Door deze fondsen kunnen alle burgers woningen bezitten zonder specifiek risico te lopen. Een financiële compensatie voor specifiek risico is dan niet meer nodig, zodat burgers ook zonder belastingaftrek hun eigen woning plus een aandeel in een woonfonds zouden willen bezitten. Met andere woorden: de introductie van woon-

fondsen is mogelijk zonder dat woondividend fiscaal aftrekbaar wordt gemaakt.

Om de ontwikkeling van deze fondsen te stimuleren zou de overheid het woondividend toch gedeeltelijk aftrekbaar kunnen maken. Woonfondsen zijn immers een goedkope manier om het eigen-woningbezit te stimuleren. Bovendien doen ze dat nog sterker dan hypotheekrenten omdat ze veel flexibeler zijn. Met een woonfonds is het immers mogelijk om slechts een deel van de eigen woning te bezitten. Dit brengt het eigen-woningbezit onder bereik van minder vermogende huishoudens.

Natuurlijk lijkt een aandeel van bij voorbeeld 10% in de eigen woning niet op het type eigen-woningbezit dat de overheid nastreeft; zeker niet als daaraan slechts een geringe investering in een woonfonds gekoppeld is. Zo'n constructie lijkt te veel op gewoon huren. De overheid zou hier regulerend kunnen optreden door woondividend pas aftrekbaar te maken vanaf een bepaalde deelname in de eigen woning. Hier kan ook het gelopen specifieke risico in de overweging worden meegenomen. Bij een zeer laag aandeel in de eigen woning is dat vrijwel nul, zodat financiële compensatie overbodig is. Als daarentegen het aandeel in de eigen woning groot is, dan geldt dat ook voor het specifieke risico, en is belastingaftrek van het woondividend als compensatie nodig. Verder zou ook rekening kunnen worden gehouden met het optimale aandeel in het eigen huis dat uit de eerdergenoemde afweging tussen spreidingsopbrengsten en principaal-agent problemen zou komen.

Wie begint ermee?

Zelfs als woonfondsen uiteindelijk helemaal in bezit zouden zijn van individuele burgers, is er toch een rol weggelegd voor financiële instellingen. Bij aankoop van een huis is het immers niet erg handig om met pakweg 1000 andere burgers afspraken te maken over de participatie in dat huis. Financiële instellingen spelen hier dus om te beginnen een bemiddelende rol. Verder zullen zij moeten zorgen voor de 'opstartfinanciering' van woonfondsen, aangezien het tot 30 jaar kan duren voor de deelnemers in een woonfonds volledig eigenaar zijn van dat fonds.

Tot nu toe zijn we ervan uitgegaan dat deze rol door banken zou worden vervuld. Het kunnen echter ook andere marktpartijen zijn. Voor alle partijen die nu actief zijn op de primaire hypotheekmarkt is een overgang naar het gebruik van woonfondsen een kleine stap.

De financiële instellingen zullen hun initiërende rol alleen vervullen als woonfondsen een interessante belegging zijn. De eerder vermelde rendementrisico eigenschappen van woningen gelden ook voor goed-gediversifieerde woonfondsen. In tabel 1 maken we een vergelijking tussen de rendement-*risico* karakteristieken van aandelen, obligaties en woonfondsen. We doen dit voor de periode 1975 tot en met 1994. Omdat woonfondsen in die periode niet bestonden, zijn we hiervoor uitgegaan van de jaarlijkse procentuele prijsverandering van woningen. Hierbij tellen we het woondividend op, waarbij we veronderstellen dat dit drie procent per jaar bedraagt.

Tabel 1. Jaarlijks rendement, risico en correlaties tussen aandelen, obligaties en woonfondsen, 1975-1994

	Aandelen	Obligaties	Woonfondsen
Rendement	16,39	8,87	7,43
Standaard-deviatie	19,61	8,98	11,05
Correlaties:			
Aandelen	1		
Obligaties	0,18	1	
Woonfondsen	-0,01	0,14	1

Woonfondsen zouden onder deze omstandigheden een rendement hebben behaald van 7,43% per jaar, met een standaarddeviatie van 11,05%. Daarmee zitten ze in de buurt van obligaties. Aandelen hebben over de beschouwde periode veel beter gereendeerd: 16,39% per jaar, hetgeen echter gepaard ging met een standaarddeviatie van 19,61%.

Daarnaast geeft tabel 1 aan dat woningen (en dus woonfondsen) lage correlaties vertonen met de andere activa: respectievelijk -0,01 met aandelen en 0,14 met obligaties. Voor institutionele beleggers bieden woonfondsen dus een goede mogelijkheid om hun portefeuillerisico te verminderen.

Op basis van de gegevens uit tabel 1 hebben we de efficiënte grenslijn bepaald voor portefeuilles bestaande uit aandelen, obligaties en woonfondsen. Deze grenslijn is weergegeven in figuur 1. Direct daaronder, in figuur 2, is de samenstelling gegeven van de corresponderende efficiënte portefeuilles. Te zien is dat woonfondsen vooral voor sterk risico-averse beleggers een belangrijke plaats in de portefeuille zouden innemen: ruim 35%. Hoe meer risico een belegger bereid is te nemen, hoe sterker woonfondsen vervangen zouden worden door aandelen. Voor de minst risico-averse beleggers zouden woonfondsen nog 10% van de portefeuille uitmaken.

Andere mogelijke innovaties

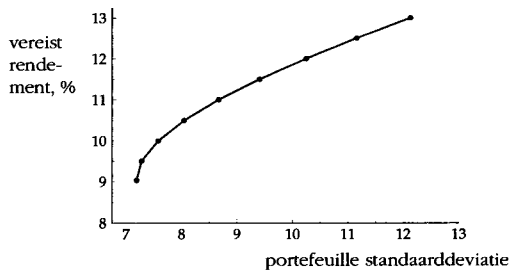
Door woonfondsen kan het specifieke woningrisico worden vermeden. Bovendien verminderen ze het risico dat met de hoge leverage van hypotheekfinanciering gepaard gaat. In principe is het zelfs mogelijk om ook het marktrisico uit de weg te gaan. Ook hierover zijn recentelijk enkele baanbrekende ideeën gelanceerd³. Het gaat daarbij om pleidooien voor de ontwikkeling van markten in derivaten: opties en futures op basis van huizenprijzen. Met behulp van dergelijke nieuwe financiële producten kunnen investeerders en huizenbezitters ook het marktrisico van woningen vermijden indien zij dit wensen.

Voor dat deze producten kunnen worden gelanceerd, dient er echter een andere stap te worden genomen: er dienen betrouwbare huizen-prijzindices te worden ontwikkeld. Op deze indices kunnen dan opties en futures worden geschreven, waarmee het risico van prijsfluctuaties geheel kan worden afgedekt.

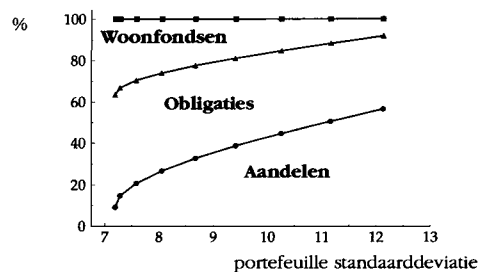
Deze indices kunnen worden gemaakt op basis van woonfondsen. Indien er goed-gediversifieerde woonfondsen zouden bestaan, waarvan door beursnotering doorlopend een waarde bekend zou zijn, dan zou een index van de waarde van deze woonfondsen uitstekend als basis kunnen dienen voor woningopties en -futures.

De portefeuilles van individuele burgers kunnen nog verder worden geoptimaliseerd. Er zullen nog steeds mensen zijn die ervoor kiezen hun woning hypotheckair te financieren. De portefeuilles van deze mensen zullen dus bestaan uit een woning en een short-positie in vastrentende waarden. Hiermee is opnieuw een groot specifiek risico gemoeid. Pensioenfondsen kunnen door het aanbieden van persoonlijke portefeuilles die complementair zijn aan de bestaande portefeuille van hun klanten dit specifieke

Figuur 1.
De efficiënte grenslijn



Figuur 2.
Samenstelling van de efficiënte portefeuille



risico sterk verminderen. Zij kunnen bij voorbeeld aan huizenbezitters portefeuilles aanbieden zonder woningen, en aan huurders juist portefeuilles met woningen. De shortpositie in vastrentende waarden van mensen met een hypotheek kan worden gecompenseerd door een overweging van obligaties of onderhandse leningen⁴.

Conclusie

Met het invoeren van vernieuwingen als woonfondsen, woningopties en -futures en complementaire portefeuilles kan een belangrijke 'missing link' in de kapitaalmarkt worden opgevuld. Deze producten kunnen ervoor zorgen dat individuele burgers de risico's van hun grootste investering kunnen delen met anderen, en zodoende sterk kunnen verminderen. Dit betekent dat bij gelijkblijvende maatschappelijke opbrengsten het gelopen financieel risico sterk beperkt kan worden. Dit is gelijk aan een hogere opbrengst bij een gelijk maatschappelijk risico. Het introduceren van deze producten vormt voor de maatschappij als geheel dus een welvaartsvermeerdering.

Piet Eichholtz
David Geltner

3. Zie N.G. Miller, M. Sklarz en B. Stedman, It's time for some options in real estate, *The Real Estate Securities Journal*, 1988, blz. 42-54; K.E. Case, R.J. Shiller en A.N. Weiss, Index-based futures and options markets, *Real Estate: A big future for real estate in institutional portfolios, if ...*, *The Journal of Portfolio Management*, winter 1993, blz. 83-92; en R.J. Shiller en A.N. Weiss, *Home equity insurance*, working paper, 1995.

4. Zie ook P.M.A. Eichholtz en C.G. Koedijk, *Complementary portfolios: the pension funds of the future*, LIFE Working Paper 94-25, 1994.