

Beleggen in commercieel onroerend goed

Een aantrekkelijk alternatief

DRS. C. VAN RIJN*

De in het begin van de jaren zeventig zichtbaar wordende kwetsbaarheid van de aandelenmarkt en de stijgende inflatie waren voor institutionele beleggers aanleiding om in toenemende mate in commercieel onroerend goed te gaan beleggen. Onroerend goed heeft evenwel karakteristieken die geheel verschillend zijn van die van leningen, obligaties, aandelen e.d. Elk gebouw is in zekere mate uniek, het is immobiel, met de belegging zijn grote bedragen gemoeid en het is in het algemeen niet mogelijk de belegde fondsen op korte termijn in liquide middelen om te zetten. Daar staat tegenover dat uit onroerend goed veelal een stabiele, inflatiebestendige opbrengst kan worden verkregen waaraan waardevermeerdering dikwijls nog een bonus toevoegt. De auteur komt in dit artikel dan ook tot de conclusie dat het beleggen in onroerend goed bijzondere eisen stelt en specifieke kennis vergt, maar dat het, wanneer aan die voorwaarden is voldaan, een aantrekkelijk alternatief vormt voor traditionele beleggingsmedia zoals aandelen en obligaties.

Inleiding

In de eerste helft van de twintigste eeuw waren in Nederland de particuliere beleggers in feite de enigen die onroerend goed als een interessante belegging zagen. Vele vermogende particulieren belegden een deel van hun vermogen in woonhuizen en behaalden daarmee gedurende vele jaren een redelijk rendement; een rendement dat gunstiger was dan dat van obligaties en stabielier dan dat van aandelen, met als bijkomend voordeel dat onroerend goed een tastbare zaak is en dat in die tijd de eigenaar ervan nog baas in eigen huis was.

Na de tweede wereldoorlog is dat beeld gewijzigd. De sterke bevolkingsgroei, de hogere kwaliteitseisen, de inhaalvraag en de vervanging van de in de oorlog verloren gegane huizen leidden ertoe dat in de stadsuitbreidingsplannen geheel andere vormen van woningbouw moesten worden toegepast: de grote flatcomplexen. Voor de particuliere belegger was dat ontoegankelijk gebied. Naast de bouwmaatschappijen, die ten dele ook voor eigen rekening en risico bouwden, treden dan de verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen aan die gedurende lange tijd hun voor onroerend goed beschikbare middelen nagenoeg uitsluitend in die richting belegden.

In de jaren zeventig komt aan die situatie min of meer plotseling een einde. De door de overheid ingevoerde zogenoemde dynamische-kostprijs-huurberekening leidde ertoe dat de aanvangsrendementen lager kwamen te liggen, hetgeen de stimulans voor deelname aan nieuwe projecten wegnam. Het overheidsstreven om verkoop van huurwoningen tegen te gaan maakte het voor de belegger bovendien moeilijker om na een zekere periode van exploitatie vermogenswinsten te realiseren. Deze twee maatregelen, alsmede de steeds verdergaande wettelijke huurbescherming, maakte de gesubsidieerde woningbouw voor de institutionele beleggers minder aantrekkelijk. Inmiddels hadden deze echter hun bakens reeds verzet.

Veelal aangespoord door projectontwikkelaars belegden zij een deel van hun wassende stroom van premiegelden in commercieel onroerend goed: winkels, winkelcentra, kantoren en bedrijfshallen. In deze sector traden tot voor zeer kort de particuliere en institutionele beleggers niet op, omdat deze gebouwen in de eerste plaats als produktiemiddelen werden gezien, welke een geïntegreerd onderdeel van de ondernemingsactiva waren. De in de jaren zeventig aan

de dag tredende financieringsproblemen van vele industriële- en handelsondernemingen zijn mede oorzaak geweest voor de nieuwe situatie, waarin deze belangrijke produktiemiddelen – meer dan voorheen het geval was – voortaan ook worden gehuurd. Ondernemers maken daarvan in toenemende mate gebruik en dat heeft er mede toe bijgedragen dat thans een niet onbelangrijk deel van het commerciële onroerend goed in handen is van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, alsmede van een aantal beleggingsmaatschappijen in onroerend goed.

Voor de in onroerend goed geïnteresseerde particuliere belegger staat heden ten dage naast het bezit van de eigen woning eigenlijk alleen de weg naar de verschillende beleggingsmaatschappijen open. Voor de institutionele belegger is rechtstreekse belegging in de verschillende soorten onroerend goed een belangrijk onderdeel van zijn activiteiten, zij het dat de kleinere instituten uit overwegingen van risicospreiding daartoe niet zo snel overgaan.

Institutionele beleggers en onroerend goed

De eerste plicht van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen is te voldoen aan hun toezeggingen tegenover de uitkeringsgerechtigden. Rond 1950 waren de opbrengsten van vastrentende waarden voldoende om de aangegane verplichtingen na te komen. Nadien zijn de pensioenen in kwaliteit toegenomen: het percentage van de uitkeringen is verhoogd, de ingangsdatum is soms verlaagd, de pensioengrondslag wordt vaak gekoppeld aan het laatst verdiende salaris en er zijn toezeggingen om de pensioenen na de ingangsdatum – althans gedeeltelijk – aan de inflatie aan te passen. Bij verzekeringsmaatschappijen werden winstdelingsregelingen doorgevoerd. Dat alles leidde ertoe dat institutionele beleggers niet kunnen volstaan met uitsluitend beleggingen in leningen en obligaties. Men zoekt dus ook beleggingen die de economische groei geheel of gedeeltelijk kunnen bijhouden.

Tot 1950 was de schrik van de slechte beursjaren sedert 1929 nog sterk aanwezig, maar de aanmerkelijk gunstiger resultaten van eer-

* De auteur is directeur van Rodamco N.V..

steklas aandelen ten opzichte van de obligatie-opbrengsten leidden er sedertdien toe dat men zijn beleggingspolitiek wijzigde en in niet onbelangrijke mate naar aandelen overstapte. Tegelijkertijd viel de beslissing tot belegging in de gesubsidieerde woningbouw. De aan het begin van de jaren zeventig duidelijk wordende kwetsbaarheid van de aandelenmarkt en de toenemende inflatie waren aanleiding om in commercieel onroerend goed te gaan beleggen.

Tabel 1. Beleggingen van levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen in onroerend goed

	Bedragen in gld. × 1.000	Aandeel in balans totaal in procenten
1965.	2.422	7,9
1970.	5.737	10,5
1975.	12.355	11,1
1976.	14.072	11,0
1977.	15.717	10,8
1978.	17.893	10,8
1979.	19.883	10,6
1980.	23.338	11,0
1981.	26.281	11,1

Bron: De Nederlandsche Bank.

Zoals uit tabel 1 blijkt, is de omvang van de beleggingen in onroerend goed door institutionele beleggers vanaf 1965 duidelijk gestegen en vanaf 1970 blijft het aandeel van onroerend goed in het totale belegde vermogen nagenoeg gelijk, zij het dat het sedert 1979 weer enigszins stijgt. Tegenover een duidelijke teruggang van belegging in huizen (1981 nog slechts 13% van de totale woningvoorraad tegen 20% in 1969), staat een belangrijke toename van de belegging in commercieel onroerend goed.

Het bovengeschetste beeld geldt niet alleen voor Nederland, het heeft zich in grote lijnen ook in andere Europese landen en de Verenigde Staten voorgedaan 1).

De grotere beleggers bestemmen thans een niet onaanzienlijk deel van hun beschikbare liquide middelen voor belegging in commercieel onroerend goed voornamelijk om de navolgende drie redenen:

- verdere spreiding van risico;
- stabiliteit in de opbrengsten;
- dekking tegen inflatie.

Onroerend goed heeft zeer eigen karakteristieken vergeleken met leningen, obligaties en aandelen. Elk gebouw is in zekere mate uniek, in ieder geval ten aanzien van ligging en vormgeving, maar ook de huurders zijn lang niet allen gelijk en dat geldt zeker ook voor de contracten die met die huurders zijn gesloten. Onroerend goed is immobiel: schaarste aan gebouwen in de ene plaats kan niet worden opgeheven door een overschot elders. Schaarste kan bovendien slechts worden opgeheven door nieuwbouw, hetgeen altijd enige jaren vergt, zo goed als opheffing van leegstand veel tijd neemt. Met onroerend goed zijn altijd grote bedragen gemoeid en de momenten van aan- en verkoop worden niet uitsluitend bepaald door de eigenaar: de markt voor onroerend goed is beslist anders dan die voor effecten. Aandelen van één onderneming en obligaties van één uitgegeven lening zijn altijd identiek en bovendien zijn aandelen van vergelijkbare ondernemingen, alsook obligaties van onder gelijke condities uitgegeven leningen voor de belegger in elke categorie onderling uitwisselbaar. Dat geldt nagenoeg nooit voor onroerend goed, al kan misschien voor flatgebouwen en rijtjeshuizen een uitzondering worden gemaakt. Het unieke karakter van onroerend goed draagt fundamenteel bij aan verdere spreiding van risico in een beleggingsportefeuille, welke spreiding in sommige gevallen nog verder wordt doorgevoerd door belegging in buitenlands onroerend goed.

Het inkomen uit onroerend goed is stabiel. Behalve in geval van faillissement besluiten ondernemers over het algemeen slechts met grote vertraging tot beperking van de gehuurde ruimten, waartoe bovendien huurcontracten op korte termijn meestal weinig gelegenheid bieden. Huren van commercieel onroerend goed zijn voor de overheid veel minder eenvoudig te reguleren dan huren van gesubsidieerde woningen, of lonen en prijzen. Dit als gevolg van het unieke karakter van elk huurcontract.

Goede beheerders van onroerend goed kunnen bovendien wettelijk bijdragen aan verdere verbetering van de opbrengsten, en

dat is voor een beheerder van aandelen- en obligatieportefeuilles aanmerkelijk moeilijker, zo niet onmogelijk. Hij kan aandelen door andere vervangen om aldus een beter resultaat te verwerven, maar hij kan aan resultaatverbetering per individueel aandeel geen bijdrage leveren. Dat is in handen van de ondernemers en zelfs als die goede resultaten bewerkstelligen, wil dat nog niet zeggen dat dat in het dividend tot uitdrukking zal komen.

Inkomsten uit onroerend goed moeten voor een niet-belastingplichtige institutionele belegger duidelijk hoger kunnen zijn dan inkomsten uit aandelen; de winst in een onderneming is eerst aan belasting onderworpen en daarna wordt door het bestuur bepaald welk gedeelte van de netto winst voor uitkering in aanmerking komt. De rekenen van onroerend goed komen echter nagenoeg volledig aan de belegger toe. Op deze gronden mag uit onroerend goed een aantrekkelijke stabiele opbrengst worden verwacht, waaraan waardevermeerdering veelal nog enige procenten toevoegt.

In huurcontracten van commercieel onroerend goed zijn in Nederland de laatste 25 jaar zogenoemde index-clausules opgenomen die ten doel hebben de gevolgen van geldontwaarding voor de belegger uit te sluiten. In Amerika is men aanmerkelijk later tot index-clausules voor kantoorgebouwen overgegaan. Wel heeft men sedert lang voor winkels en winkelcentra huurregelingen die een basisuur bevatten en een omzetafhankelijke huurtoeslag, zodat ook voor de objecten een zekere inflatiebestendigheid wordt verkregen. Hier blijkt dus ook duidelijk een voordeel van onroerend goed ten opzichte van belegging in vastrentende waarden en aandelen. In tijden van hoge inflatie kunnen de opbrengsten van deze laatste beleggingen zelfs negatief worden, gemeten in de geldeenheid en de koopkracht van het moment waarop de beleggingsbeslissing werd genomen. De index-systemen beschermen de onroerend-goedbeleggingen - zeker gedurende de contractperiode - tegen deze ontwikkelingen.

Uit een cijferreeks die drs. H. J. W. Brouwer in een opstel in de bundel *Spiegel van onroerend goed* heeft opgenomen, blijkt dat de prijsindex voor gezinsconsumptie sedert 1876 in honderd jaar is vertienvoudigd en dat de indicatiewaarde van onroerend goed twintig maal zo hoog is geworden, waarmee over de afgelopen periode van honderd jaar de inflatieweerstand van onroerend goed royaal is aangetoond. Toch mag niet worden nagelaten de aandacht te vestigen op één van de stellingen van Brouwer in hetzelfde opstel. Hij wijst erop dat "onroerend goed een aureool van inflatieweerstand geniet, welke, hoezeer ook van invloed in de onevenwichtige ontwikkelingsgang der laatste 25 à 30 jaren de gewaarwording heeft belemmerd van andere invloeden, voornamelijk de gradatie der schaarste en het pendulum daarvan, welke in wezen fundamenteeler zijn voor de plaats van onroerend goed in het economisch patroon". Die stelling lijkt heel juist en wordt de laatste jaren nog eens bewezen bij die onroerende goederen waarvan de schaarste op dit moment in het geheel niet evident is. De waarde van die gebouwen is over het algemeen gedaald, ondanks dat er nog steeds sprake is van - zij het matige - inflatie. Slechts werkelijk unieke en daarmee schaarse objecten met kwalitatief goede huurders en uitgewoende huurcontracten blijven een duidelijke inflatiebestendigheid vertonen.

De onroerend-goedmarkt

Met de onroerend-goedmarkt wordt een begrip aangeduid dat eigenlijk in de technische betekenis van het woord niet bestaat: er zijn geen standaardcontracten en er is zeker geen wereldomvattende ruilmogelijkheid. Zoals effecten worden verhandeld via effectenbeurzen, die internationaal een zekere onderlinge samenhang hebben, zo is er geen netwerk van beurzen waar vraag en aanbod van onroerend goed bij elkaar komen. Weliswaar worden via veilingen transacties tot stand gebracht, maar dat heeft slechts betrekking op een zeer beperkt deel van de zaken in onroerend goed en betreft in hoofdzaak de huizenhandel. De diverse veilingen hebben nationaal nagenoeg geen enkele onderlinge samenhang, laat staan dat er van een internationaal contact sprake zou zijn.

1) Het wordt ten aanzien van Amerika interessant beschreven door Leon G. Cooperman e.a. in een artikel „The case for pension fund investment in property”, dat door Goldman Sachs als z.g. Topical Paper in juni 1983 werd uitgegeven.

In het commerciële onroerend goed is de omvang van de projecten er oorzaak van dat het aantal potentiële gegadigden zeer beperkt is. In die gevallen is de geïsoleerde ruil – waarbij partijen al dan niet door tussenpersonen worden geassisteerd – de doelmatigste vorm van verhandelen. De belegger in commercieel onroerend goed beschikt niet over een schat aan statistisch materiaal, zoals zijn collega in obligaties en aandelen. Nationaal en internationaal heeft de effectenbelegger historische gegevens over renteontwikkelingen, valutakoersverhoudingen, looptijden, koersontwikkelingen, ontwikkelingen van „price-earnings ratios”, beurstrends, bedrijfsbeoordelingen enz. Die markten zijn meer dan honderd jaar oud. De belegger in onroerend goed moet dat allemaal ontberen; zijn activiteiten in commercieel onroerend goed hebben zowel in Europa als Amerika nog geen langere levensduur dan vijftien jaar. Intelligent verklaren en extrapoleren van cijferreeksen behoort voor hem nog niet tot de mogelijkheden.

De onroerend-goedmarkt valt bovendien uiteen in zeer veel kleine deelmarkten. Er is géén Amerikaanse onroerend-goedmarkt, er is zelfs geen eenduidige markt in New York. Hetzelfde geldt in Europa: de markten in Duitsland zijn lang niet alle gelijk aan andere Europese markten en onderling verschillen ze soms ook sterk. En binnen Nederland geldt dat de Randstad een geheel ander beeld geeft dan plaatsen daarbuiten, zoals – om enige extremen te noemen – de IJsselmeerpolders of de Achterhoek. Maar ook binnen de Randstad is gedetailleerde kennis van de verschillende steden nodig om tot de juiste beleggingsbeslissingen te kunnen komen.

Komen beleggers in effecten op hun beurzen slechts collega-beleggers en handelaren tegen, op de onroerend-goedmarkten is dat geheel anders. Effecten zijn uitsluitend beleggingsinstrumenten, onroerend goed heeft voor alles functies in het consumptieve (huizen) en produktieve vlak (kantoren, winkels, bedrijfshallen) en is pas sinds kort ook beleggingsmedium. En als het eenmaal als beleggingsobject is verworven, dan nog blijft het betrokken in de bedrijfsmatige sfeer die voor onroerend goed kenmerkend is. De belegger dient het beheer van zijn gebouwen in de ondernemende zin te laten uitvoeren, d.w.z. de gebouwen tijdig aan wijzigende verlangens van (potentiële) gebruikers aan te passen en er constant op bedacht te zijn het gebouw in zodanige staat te laten houden of brengen dat de rendementen in de toekomst kunnen toenemen. En in noodzakelijke gevallen dient hij door verkoop en herbelegging de kwaliteit van zijn beleggingsportefeuille te verbeteren.

De markten voor onroerend goed zijn – om nogmaals met Brouwer te spreken – veeleer een koopmansmarkt of een ondernemersmarkt dan een beleggingsmarkt, zoals de effectenbeurzen. En het probleem is dat maar weinig van de opererende marktpartijen op al die verschillende deelmarkten in brede zin deskundig zijn. Misschien ligt daarin voor een belangrijk deel de verklaring voor een aantal ontsporingen die zich ter zake van onroerend goed in de afgelopen jaren hebben voorgedaan.

Beleggingsresultaat op onroerend goed

De algebraïsche som van de waardeverandering van het onroerend goed en de ontvangen huursommen geeft het totale rendement („performance”) aan. De waardeverandering geeft het indirecte rendement aan – dat overigens in bepaalde gevallen ook negatief kan zijn –, terwijl de netto huuropbrengst als het directe rendement wordt aangemerkt. Wanneer een object na een aantal jaren wordt verkocht, is aan de hand van de aan- en verkoopsom, alsmede van de totale netto huuropbrengst de performance eenvoudig te berekenen. Het wordt wat ingewikkelder om tot een performance-meting per jaar te komen. Het is dan noodzakelijk om jaarlijks de waarde van het object vast te stellen (lieft op basis van rapporten van externe deskundigen) om het indirecte rendement te bepalen.

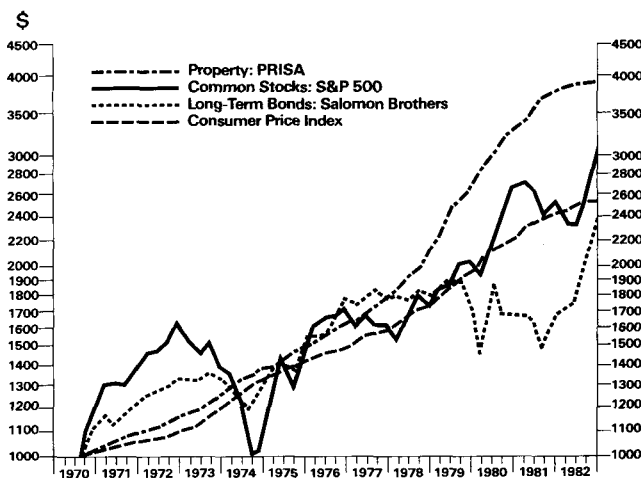
Het fenomeen van beleggen in commercieel onroerend goed is nog zeer jong en er is slechts weinig cijfermateriaal openbaar gemaakt, in het bijzonder ten aanzien van aanpassing van waarderingen. Veelal passen de institutionele beleggers de jaarlijkse herwaardering – zo die al wordt gemeten – in hun jaarstukken ook niet toe en handhaven zij de waardering op de verwervingsprijs. Onderlinge vergelijking van verschillende onroerend-goedportefeuilles is dan ook voor de Nederlandse situatie niet goed mogelijk; ook de vergelijking met andere beleggingsmedia is daarom moeilijk.

Leon G. Cooperman e.a. hebben in het eerder aangehaalde Topi-

cal Paper van Goldman Sachs een beeld gegeven van de Amerikaanse situatie en aan de *Property Reviews* van Jones Lang & Wootton danken wij een inzicht in de Engelse omstandigheden. Met instemming van de beide publicisten wordt een deel van dit materiaal in dit opstel gebruikt, maar vooraf dient te worden opgemerkt dat het ook hier gaat om beperkte waarnemingen.

Voor figuur 1, die de Amerikaanse situatie weergeeft, werden voor de onroerend-goedlijn de cijfers gebruikt van The Prudential Property Investment Separate Account (PRISA), een in 1970 door de gelijknamige verzekeringsmaatschappij gestart „open end”-fonds dat thans ruim \$ 4,3 mrd. beleggingen heeft, gespreid over ongeveer 600 objecten door de gehele Verenigde Staten; het is het grootste Amerikaanse fonds op dit gebied en heeft de langste ervaring. De PRISA-lijn geeft inzicht in de totale performance, waarbij het netto huurinkomen per kwartaal is herbelegd. Ter vergelijking is de performance van aandelen weergegeven door gebruikmaking van de Standard and Poor 500 Composite Index en die van obligaties door middel van de Salomon Brothers High Grade Corporate Bond Index. Bovendien is de Consumers Price Index aangegeven.

Figuur 1. Waardeontwikkeling van onroerend goed, aandelen en obligaties in de VS



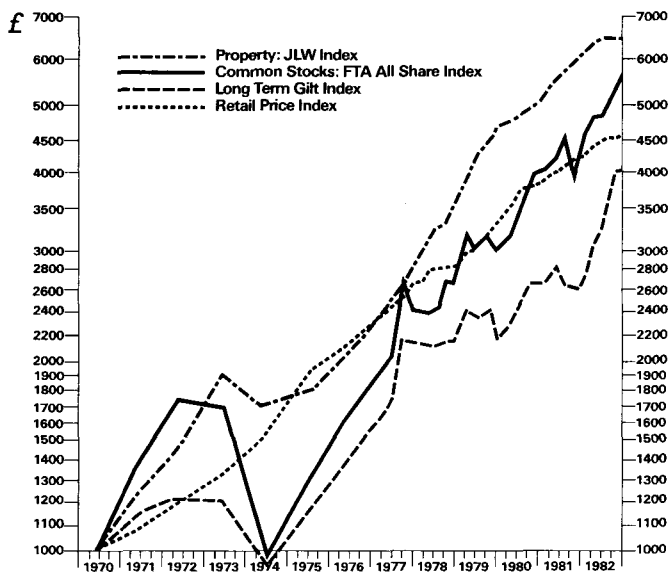
Uit figuur 1 blijkt dat een belegging van \$ 1.000 met herbelegging van de inkomsten in de periode van 1970 tot en met 1982 voor onroerend goed een gunstige ontwikkeling te zien geeft in vergelijking met de andere beleggingsmedia en dat de inflatie royaal is geslagen. Cooperman laat dit ook zien in een tabel, waarbij de ontwikkeling zowel in nominale als in reële dollars wordt aangegeven, en dan blijkt dat onroerend goed nog tot een reëel totaal rendement van 3,6% per jaar komt, dat ook aandelen nog positief uitkomen, maar dat obligaties zelfs enigszins negatief zijn (tabel 2).

Tabel 2. Waardeontwikkeling van \$ 1.000 belegd in diverse beleggingsmedia van 31 juli 1970 tot 31 december 1982

	Nominiaal		Reëel	
	bedrag	jaarlijkse totale rendement in procenten	bedrag	jaarlijkse totale rendement in procenten
Onroerend goed (PRISA)	3.890	11,6	1.552	3,6
Aandelen (S+P 500)	3.078	9,5	1.228	1,7
Obligaties (SB-Index)	2.387	7,3	953	- 0,4
Inflatie (CPI)	2.506	7,7	1.000	0,0

De situatie in Engeland laat dezelfde tendenzen zien. Jones Lang & Wootton geeft cijfers van een portefeuille die voor 94% uit commercieel onroerend goed bestaat en voor 6% uit landerijen. De totale waarde is £ 218 mln., omvattende 146 projecten, gespreid over geheel Engeland, maar met een zeer omvangrijk zwaartepunt in Greater London, namelijk 55% van de portefeuille. De omvang van het aantal waarnemingen is hier dus duidelijk minder dan de gegevens die PRISA verschaft. Voor aandelen wordt de Financial Times All Share Index en voor obligaties de Long Dated Gilts Index aangehouden, terwijl voor de inflatie de Retail Price Index is opgenomen.

Figuur 2. Waardeontwikkeling van onroerend goed, aandelen en obligaties in Engeland



Ook hier blijkt een belegging van £ 1.000 met herbelegging van de inkomsten in de genoemde 12-jarige periode voor onroerend goed gunstig te zijn geweest. De gevolgen van de inflatie zijn in ieder geval geëlimineerd. In een soortgelijk tabel als opgemaakt voor de Amerikaanse situatie wordt aangetoond dat onroerend goed en aandelen een positief reëel rendement geven en dat obligaties de inflatie, die overigens duidelijk hoger was dan in Amerika, niet geheel hebben kunnen bijhouden (zie tabel 3).

Tabel 3. Waardeontwikkeling van £ 1.000 belegd in diverse beleggingsmedia van 31 juli 1970 tot 31 december 1982

	Nominaal		Reëel	
	bedrag	jaarlijkse totale rendement in procenten	bedrag	jaarlijkse totale rendement in procenten
Onroerend goed (JLW-index)	6.410	16,0	1.412	2,8
Aandelen (FT all share index)	5.810	15,1	1.380	2,0
Obligaties (LDG-index)	4.050	11,8	892	-0,9
Inflatie (Retail Price index)	4.540	12,9	1.000	0,0

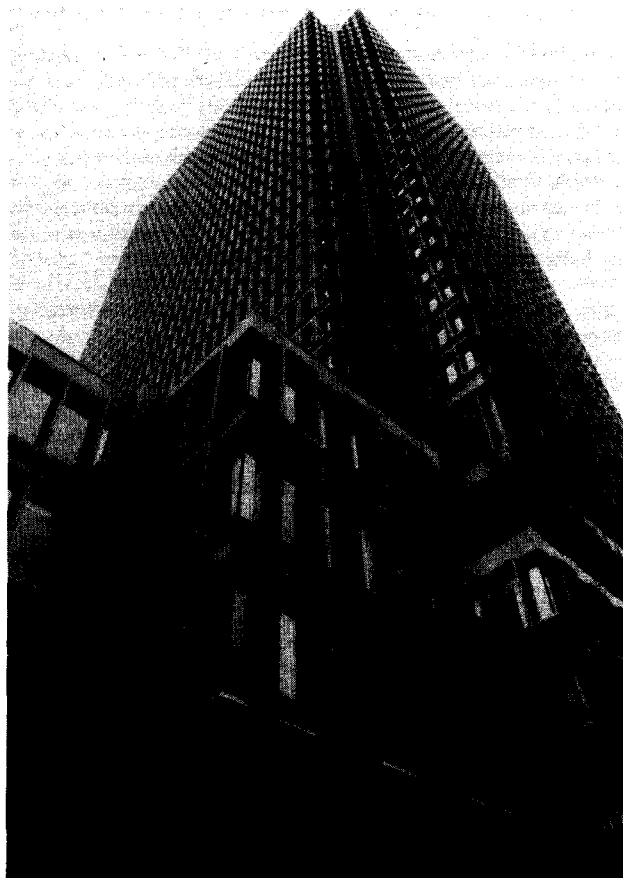
Uit de beide figuren en tabellen blijkt onroerend goed zich in de voorgaande twaalf jaar in de Verenigde Staten en Engeland gunstig te hebben ontwikkeld. De ontwikkeling in Nederland lijkt geen ander beeld te geven ook al beschikken we over onvoldoende cijfermateriaal om die opvatting te staven.

Ten aanzien van de toekomstige ontwikkelingen zullen de lijnen van de bovenstaande grafieken niet zonder meer mogen worden doorgetrokken. Daarvoor is het materiaal te beperkt en de periode van waarneming te kort en waarschijnlijk ook te extreem, gezien de uitzonderlijk hoge inflatie. In de westerse wereld wordt er alles aan gedaan om die voor de toekomst te beperken. Zou dat gelukken, dan zal blijken dat lang niet alle onroerend-goedprojecten tot een goede of zelfs maar matige performance komen. Die projecten waarvan de echte schaarste vaststaat, zullen echter op grond van de fundamentele kwestie van beperkt aanbod en ruime vraag wel aan de terrechte verwachting van een goed totaal rendement kunnen voldoen. Een duidelijke economische opleving zal in de eerste plaats een gunstig effect op deze objecten hebben, maar zal uiteindelijk ook bijdragen aan een verbetering van de situatie op de onroerend-goedmarkten voor objecten van een iets lagere categorie.

Beleggingsmaatschappijen in onroerend goed

Wij hebben reeds eerder geconstateerd dat rechtstreeks beleggen in onroerend goed in feit alleen maar mogelijk is voor de grotere beleggers, met uitzondering van de particulier die belegt in zijn eigen woning, maar in dat geval treedt er een vermenging op van consumptie en belegging. De grotere belegger kan zich permitteren grote bedragen in één object vast te leggen en hij beschikt veelal over de mogelijkheid zijn belegging aan te houden tot een gunstig moment van afstoting. Het nadeel van de illiquiditeit van een belegging in onroerend goed is voor hem niet zo'n bezwaar. Grotere beleggers kunnen ook de staf opbouwen die nodig is om de selectie van de goede objecten te maken, de diversificatie naar buitenlands onroerend goed door te voeren en het beheer van de gehele portefeuille zelf te doen of tenminste goed te controleren.

Kleinere en middelgrote beleggers zullen vaak de kosten voor een dergelijke staf niet willen maken. Willen zij dan toch in onroerend goed beleggen, dan zullen zij net als de particuliere belegger aangewezen zijn op de beleggingsmaatschappijen die zich in onroerend goed specialiseren; in Nederland zijn dat er acht. Aandelen in onroerend-goedmaatschappijen reflecteren uiteraard de waarde van het onroerend goed, maar indien het aandelen van besloten fondsen zijn, zijn die mede onderworpen aan de karakteristieke eigenschappen van aandelen. Dat houdt in dat bij veel aanbod en weinig vraag naar deze aandelen de notering een discount zal laten zien en dat in tegengestelde gevallen die aandelen zelfs wel met een premie kunnen worden genoteerd. Fondsen met een „open end“-structuur hebben het voordeel dat de intrinsieke waarde van het onroerend goed daadwerkelijk in de waarde van het aandeel wordt weergegeven zonder de bovenbedoelde invloeden van de effectenbeurs. De aandeelhouder in zo'n beleggingsfonds heeft in feite een belegging in onroerend goed, maar heeft het nadeel van de illiquiditeit zelf niet. Dat probleem is verlegd naar het fonds dat in geval van groot aanbod en weinig vraag de aandelen zelf moet inkopen. En inkoop van aandelen kan soms grote liquide sommen eisen en dat zou weer tot geforceerde verkoop van de beleggingen aanleiding kunnen geven.



Een beleggingsmaatschappij met een „open end”-karakter dient deze problemen te voorzien en zal zijn fonds zodanig opzetten dat het nadeel van een groot aanbod kan worden voorkomen of slechts een minimale kans krijgt om een probleem te worden. De voorname maatregelen in dit verband zijn:

- een sterke geografische spreiding in de beleggingen, omdat de verschillende onroerend-goedmarkten op gelijke tijdstippen in een verschillende fase van ontwikkeling kunnen zijn. Bovendien is het eenvoudiger in vijf landen één project te verkopen dan vijf projecten in één land. Binnen de landen wordt meestal nog een verdere regionale spreiding doorgevoerd;
- een spreiding van de beleggingen over de verschillende soorten commerciële gebouwen levert ook een bijdrage aan de spreiding van risico's;
- spreiding ook van aandeelhouders, internationaal via verschillende beurzen omdat daarop de stemming ten opzichte van bepaalde beleggingen niet altijd gelijk is. Maar ook spreiding naar categorieën van aandeelhouders, t.w. particuliere en institutionele beleggers, die in hun gedragingen zeer kunnen verschillen;
- in de beleggingen kunnen aandelen worden opgenomen van courante onroerend-goedmaatschappijen; die aandelen vormen weliswaar geen primaire liquiditeiten, maar zij zijn daarin snel om te zetten;
- aanhouden van een belangrijk bedrag aan liquide middelen of de beschikking hebben over een onopzegbare krediettoezegging van een sterke bank om naar behoefte een groot bedrag aan middelen te kunnen opnemen;
- beperkte financiering van de beleggingen met vreemd vermogen om zonodig door middel van hypothecaire belasting grote bedragen aan liquiditeiten vrij te maken.

Door deze maatregelen wordt de kans op problemen bij een te ruglopende belangstelling voor onroerend goed belangrijk geredu-

ceerd. Aanhouding van omvangrijke liquiditeiten zou de performance van het fonds nadelig kunnen beïnvloeden en daarom is de aangegeven onopzegbare kredietregeling een gunstig alternatief. Bij lage rentestanden en gunstige onroerend-goedontwikkeling zal de performance van een fonds met een beperkte financiering met vreemd vermogen zich minder gunstig ontwikkelen dan bij fondsen met veel leenkapitaal. Maar de ervaringen met oplopende rente en de problemen bij herfinanciering van op dat moment aflopende leningen maken dat een prudent fondsenbeheerder zich ter zake van de veel geroemde, maar uiterst gevaarlijke „leverage” zal willen beperken.

Slot

Beleggen in onroerend goed geeft voor alle beleggers het voordeel van spreiding van risico. Het geeft ook een interessante opbrengst met een verhoudingsgewijs stabiel karakter, indien men de risicovolle projectontwikkeling mijdt en belegt in uitstekend gelegen objecten met goede huurders en goed uitgebalanceerde langlopende huurcontracten. Eersteklas onroerend goed geeft duidelijk een goede dekking tegen inflatie.

Voor de belegger die de omvang van de rechtstreekse belegging in onroerend goed te groot vindt en die de specifieke kennis van selectie en beheer niet zelf wil verwerven is een participatie in een beleggingsfonds met een „open end”-karakter een goed alternatief. Beleggen in onroerend goed in welke vorm dan ook, geeft een gunstige dimensie aan beleggingsportefeuilles waarin de traditionele beleggingsmedia als aandelen en obligaties reeds in belangrijke mate zijn vertegenwoordigd.