

De afwijkende performance van de Nederlandse vastgoedfondsen

Vastgoedfondsen maken geen deel uit van de CBS-koersindex algemeen. Reden hiervoor is de afwijkende koersontwikkeling tussen de vastgoedfondsen en de overige beursfondsen. In dit artikel analyseert de auteur de factoren die ten grondslag liggen aan de koersontwikkeling van de vastgoedfondsen. De afwijking moet vooral worden toegeschreven aan de risicomijdende bedrijfsvoering van de vastgoedfondsen. Voor een juiste performance-meting van beleggers kan men de koersontwikkeling van de vastgoedfondsen niet buiten beschouwing laten.

DRS. D.P.M. DE WIT*

Vastgoed wordt als beleggingsvorm in het algemeen onderscheiden van aandelen, obligaties en liquiditeiten. In Nederlandse publikaties is meermaals gewezen op de bijzondere eigenschappen van vastgoedbeleggingen¹, zoals de stabiliteit en inflatiebestendigheid van de opbrengsten. Bij rechtstreekse beleggingen in vastgoed kan de grote omvang van vastgoedbeleggingen en het vereiste beheer ervan voor beleggers een bezwaar zijn. Deze beleggers kunnen evenwel kiezen voor (indirecte) beleggingen in de aandelen van vastgoedfondsen. De belangstelling voor vastgoedfondsen, met name voor de fondsen die zijn genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs, is sterk toegenomen. Van ultimo 1983 tot ultimo 1989 nam de beurswaarde van de officieel genoteerde vastgoedfondsen volgens eigen berekeningen toe van f 2.880 mln. tot f 16.149 mln.

Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) publiceert vanaf januari 1989 dagelijks de CBS-koersindex voor fondsen die officieel zijn genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs. De vastgoedfondsen worden echter niet in de berekening van de CBS-koersindex opgenomen. Het buiten beschouwing laten van de vastgoedfondsen wordt door het CBS nauwelijks toegelicht. De verklaring luidt: "De koersontwikkeling van vastgoedfondsen wordt in veel gevallen bepaald door andere factoren dan die welke bepalend zijn voor de koersontwikkeling van de overige beursfondsen²." Dit is een opmerkelijk standpunt daar bij vergelijkbare buitenlandse indices, zoals de bekende Standard & Poor's indices voor de New Yorkse effectenbeurs en de Financial Times-Actuaries indices voor de Londense effectenbeurs, vastgoedfondsen wel in aanmerking worden genomen.

De Stichting voor Beleggings- en Vastgoedkunde (SBV) berekent een aan de CBS-koersindex algemeen complementaire index voor vastgoedfondsen die officieel zijn genoteerd aan de Amsterdamse effectenbeurs³. De CBS-koersindex algemeen en de SBV-koersindex voor vastgoedfondsen worden op dezelfde wijze berekend, waardoor de uitkomsten vergelijkbaar zijn. Aan de hand van de uitkomsten van beide indices wordt de afwijking tussen de koersontwikkeling van de vastgoedfondsen en de koersontwikkeling van de overige beursfondsen bepaald. Vervol-

gens wordt ingegaan op de factoren die hieraan mogelijk ten grondslag liggen.

Beursindices

Beursindices geven de gemiddelde koersontwikkeling op de aandelenmarkt weer. De nauwkeurigheid van de index houdt verband met de mate waarin de koersontwikkeling van afzonderlijke aandelen overeenstemt met de geïndiceerde koersontwikkeling. De beoordeling van de nauwkeurigheid van de index kan verschillend uitpakken, afhankelijk van de doeleinden die de gebruiker nastreeft. Deze kan gebruik maken van een beursindex bij het meten van de performance van een aandelenportefeuille. De performance bestaat uit het rendement en het risico (c.q. de variatie in de periodieke rendementen) van de portefeuille. Daarnaast kan gebruik worden gemaakt van een beursindex bij onderzoek naar de relatie tussen macro-economische ontwikkelingen en het rendement van het ter beurze genoteerde bedrijfsleven. De ontwikkelingen in werknemerslonen, arbeidsproductiviteit en prijsinflatie kunnen van invloed zijn op het rendement van het (nationale) bedrijfsleven. De eisen die bij macro-economisch onderzoek aan de samenstelling van een beursindex zijn te stellen kunnen verschillen van de vereisten voor een nauwkeurige meting van de performance van individuele aandelenportefeuilles.

* De auteur is verbonden aan het Tinbergen Instituut en de Universiteit van Amsterdam. Hij dankt prof. dr. L.A. Ankum en prof. dr. B. Kruijt voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1. Zie onder meer C.A. van Lammeren, Beleggen in commercieel onroerend goed, *ESB*, 25 maart 1987, blz. 284-286; F.D.K. Bosch, Nederlandse onroerend-goedfondsen in perspectief, *ESB*, 12 april 1989, blz. 356-359.

2. CBS, Herziening van de beursstatistieken, *Maandstatistiek Financien*, maart 1989, nr. 3, blz. 7.

3. Zie D.P.M. de Wit, Stichting Beleggings- en Vastgoedkunde introduceert nieuwe index voor vastgoedfondsen, *Vastgoedmarkt*, 13 april 1990, blz. 47-49.

Samenstelling van de koersindex

De CBS-koersindex geeft het rendement weer van een aandelenportefeuille waarin de fondsen worden opgenomen naar rato van de beurswaarde van de uitstaande aandelen⁴. Deze marktconforme aandelenportefeuille staat bekend als de marktportefeuille. Omdat de prijs- of koersveranderingen worden gewogen met de relatieve beurswaarde van de uitstaande aandelen van de fondsen in de basisperiode komt de index in beginsel overeen met het bekende prijsindexcijfer van Laspeyres.

Bij de CBS-koersindex vinden correcties plaats voor onder meer aandelenintroducties en -emissies, splitsingen van aandelen en bedrijfsfusies en -overnames. De koersindex wordt, zoals de eerder genoemde buitenlandse indices, echter niet gecorrigeerd voor uitkeringen van contant dividend en geeft daarmee slechts het koersrendement weer van de marktportefeuille. De in berekeningswijze en samenstelling gelijke CBS-herbeleggingsindex kent een aanvullende correctie voor uitkeringen van contant dividend, waardoor deze index het totaalrendement weer geeft.

Een naar de koerswaarde van de uitstaande aandelen gewogen index van fondsrendementen heeft als voordeel 'macro-consistent'⁵ te zijn: de index geeft de koersontwikkeling weer van alle aandelen en alle individuele beleggers kunnen portefeuilles samenstellen waarin alle fondsen worden opgenomen naar rato van de relatieve marktwaarde van de uitstaande aandelen. De index kan daarom dienen als een maatstaf voor zowel de rendementsontwikkeling van het bedrijfsleven als de performance van een gemiddelde aandelenportefeuille.

De CBS-koersindex is het resultaat van een gelaagde steekproef onder alle officieel genoteerde fondsen. Beleggings- en houdstermaatschappijen blijven buiten beschouwing, omdat deze voornamelijk aandelen van andere beursgenoteerde fondsen aanhouden. De koersontwikkeling van beleggings- en houdstermaatschappijen is parallel aan de koersontwikkeling van de achterliggende fondsen. De vastgoedfondsen worden daarentegen buiten beschouwing gelaten op grond van hun (veronderstelde) afwijkende koersontwikkeling. Wanneer beursindices worden gebruikt als een maatstaf voor de performance van aandelen dienen fondsen met een afwijkende koersontwikkeling juist in aanmerking te worden genomen.

Bij de genoemde buitenlandse indices worden vastgoedfondsen met onder meer banken en verzekeringsinstellingen gerangschikt onder financiële instellingen, waarvoor ook door het CBS een afzonderlijke groep-index (exclusief vastgoedfondsen) wordt berekend. Deze groep wordt onderscheiden van de 'industrials' of, in de termen van het CBS, de niet-financiële instellingen. Zoals voor

andere financiële instellingen is het beleggen van vermogen voor vastgoedfondsen een hoofdtaak. De populatie van de SBV-koersindex voor vastgoedfondsen is echter, in aansluiting op de regels voor opnemings van fondsen in de CBS-bedrijfstakindices, gedefinieerd als fondsen waarvan de belangrijkste activiteit gelegen is in handel en/of exploitatie van vastgoedobjecten. De fondsen die beleggen in de aandelen van andere ter beurze genoteerde vastgoedfondsen blijven daarmee buiten beschouwing, hetgeen overeenkomt met de behandeling door het CBS van beleggingsmaatschappijen in het algemeen. De vastgoedfondsen worden gezien als een afzonderlijke bedrijfstak en kunnen daarmee worden beschouwd als een deel van het nationale bedrijfsleven.

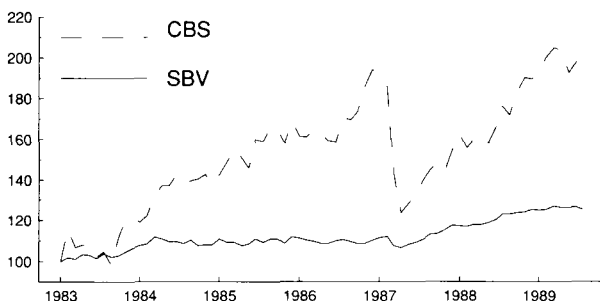
Afwijkende koersontwikkeling

De stand van de SBV-koersindex voor vastgoedfondsen (1983 = 100) is per ultimo 1989 gelijk aan 125,6. Dit komt overeen met een (meetkundig) gemiddeld koersrendement van 3,9% per jaar. Volgens de CBS-koersindex algemeen (stand per ultimo 1989: 202,8) realiseerden de 'overige' fondsen een koersrendement van 12,5% per jaar. Het rendement van de vastgoedfondsen blijkt in de periode van 1983 tot en met 1989 aanmerkelijk lager te zijn geweest dan het rendement van de overige fondsen.

Voor een beoordeling van de performance van beleggingen is naast het rendement tevens het risico van belang. Het risico van een beleggingsportefeuille kan worden bepaald aan de hand van de standaardafwijking van de gerealiseerde maandrendementen ten opzichte van het (rekenkundig) gemiddelde maandrendement. Ten einde het risico te kunnen vergelijken met het rendement zijn de gegevens op jaarbasis herleid. Voor de periode 1983-1989 is de standaardafwijking voor de vastgoedfondsen 4,6% en voor de overige fondsen 19,0%. Behalve door een relatief laag rendement worden de beleggingen in de vastgoedfondsen gekenmerkt door een relatief laag risico. De afwijkende koersontwikkeling van de vastgoedfondsen blijkt ook uit de in bijgaande figuur weergegeven ontwikkeling van de CBS-koersindex algemeen en de SBV-koersindex voor vastgoedfondsen.

Door de vastgoedfondsen niet in de berekening van de CBS-koersindex te betrekken geeft deze index een onnauwkeurig beeld van de koersontwikkeling van de marktportefeuille. Een indicatie voor de koersontwikkeling van een aandelenportefeuille die marktconform is samengesteld uit de vastgoedfondsen en de overige fondsen kan worden verkregen door de uitkomsten van de CBS-koersindex en de SBV-koersindex voor vastgoedfondsen te middelen. Hierbij dienen de totale beurswaarden van de in beide indices opgenomen fondsen als wegingsfactor. Het gewicht van de vastgoedfondsen in de gecombineerde aandelenportefeuille neemt toe van 3,2% per ultimo 1983 tot 6,5% per ultimo 1989. De stand van de gecombineerde index per ultimo 1989 is met 198,9 bijna vier punten lager dan de CBS-koersindex. Het (meetkundig) gemiddelde koersrendement van de gecombineerde index is 12,1% per jaar. Het verschil met het gemiddelde koersrendement volgens de CBS-koersindex bedraagt 0,37 procentpunt per jaar. De standaardafwijking van de gecombineerde index is met 18,6% op jaarbasis 48 basispunten lager.

Figuur. Vergelijking CBS-koersindex algemeen en SBV-koersindex, ultimo 1983 - ultimo 1989.



4. Zie CBS, *CBS-beleggingsindices voor aandelen*, SDU/Uitgeverij, 1988.

5. J.H. Lorie, P. Dodd en M. Hamilton Kimpton, *The stock market*, R.D. Irwin, Homewood, Ill., 1985, blz. 43.

Oorzaken afwijkende performance

Het lage rendement en risico van de vastgoedfondsen wordt mogelijk veroorzaakt doordat op de koersontwikkeling van de vastgoedfondsen andere factoren van invloed zijn dan op de koersontwikkeling van de overige fondsen. Inzicht in deze factoren is mede van belang voor de vraag in hoeverre de afwijkende koersontwikkeling van de vastgoedfondsen zich zal uitstreken tot in de toekomst. De volgende factoren zijn hierbij relevant:

- de wettelijke bepalingen voor beleggingsmaatschappijen met een veranderlijk kapitaal, waardoor het bestuur vrijelijk aandelen kan uitgeven of inkopen (open kapitalisatie)⁶;
- de fiscale status van beleggingsinstelling, waardoor geen belasting is verschuldigd over de winst (nultarief) mits deze binnen acht maanden na afloop van het boekjaar wordt uitgekeerd aan de aandeelhouders (uitdelingsverplichting)⁷;
- de prijsontwikkeling op de vastgoedmarkt.

De twee eerst genoemde, institutionele factoren zijn niet of slechts ten dele van invloed op de koersontwikkeling van buitenlandse vastgoedfondsen. De open kapitalisatie van Nederlandse vastgoedfondsen, het betreft zes fondsen of ca. 89% van de totale beurswaarde van de vastgoedfondsen, onderscheidt deze behalve van de overige Nederlandse fondsen tevens van de buitenlandse vastgoedfondsen. Het nultarief voor de uitgekeerde winst geldt echter behalve voor het grootste deel van de Nederlandse vastgoedfondsen, namelijk elf fondsen of ca. 98% van de totale beurswaarde van de vastgoedfondsen, ook voor de Amerikaanse vastgoedfondsen, de z.g. Real Estate Investment Trusts (REITs).

De prijsontwikkeling op de vastgoedmarkt is uiteraard van invloed op de koersontwikkeling van alle vastgoedfondsen. Het is aannemelijk dat de prijsontwikkeling op verschillende (nationale) vastgoedmarkten uiteenloopt. De Nederlandse vastgoedfondsen zijn meer dan de Britse en Amerikaanse vastgoedfondsen gespreid over verschillende nationale markten, waaronder zowel de Britse als Amerikaanse markt.

Een internationale vergelijking van de performance van vastgoedfondsen kan het belang aangeven van de genoemde factoren voor de koersontwikkeling van de Nederlandse vastgoedfondsen. Zoals reeds is opgemerkt, is de CBS-koersindex vergelijkbaar met de Standard & Poor's (S&P's) Composite 500 Index voor de New Yorkse effectenbeurs en de Financial Times-Actuaries (FT-A) All Share Index voor de Londense effectenbeurs. De SBV-koersindex voor vastgoedfondsen is daarbij vergelijkbaar met de S&P's 500 en FT-A All Share sub-indices voor vastgoedfondsen, respectievelijk de S&P's REITs Index en de FT-A Property Index. Hierna worden de factoren besproken die mogelijk ten grondslag liggen aan de uiteenlopende koersontwikkeling van de vastgoedfondsen op de onderscheiden effectenbeurzen.

Open kapitalisatie I

Vastgoedfondsen met een veranderlijk kapitaal zijn in staat de koersontwikkeling van hun aandelen af te stemmen op de ontwikkeling van de marktwaarde van de vastgoedobjecten in portefeuille. Wanneer de vraag naar aandelen groter is dan het aanbod kunnen nieuwe aandelen worden uitgegeven, terwijl omgekeerd aandelen kunnen worden ingekocht. De interventiekoersen (bied- en laatkoersen) wijken gewoonlijk enkele procenten af van de koers die overeenkomt met de intrinsieke waarde van de activa per aandeel. Binnen de interventiekoersen beweegt de aandelenkoers zich volgens het principe van vraag en aanbod. Bij overschrijding van de interventiekoersen wordt

een verdere koersstijging of -daling voorkomen door uitgifte of inkoop van eigen aandelen.

Wanneer beleggers beschikken over dezelfde informatie als het bestuur van het vastgoedfonds zal de aandelenkoers niet stelselmatig afwijken van de intrinsieke waarde van de activa. De uitgifte of inkoop van aandelen bij overschrijding van de interventiekoers geschiedt weliswaar tegen een koers die enkele procenten afwijkt van de intrinsieke waarde per aandeel, doch het verschil kan voor het vastgoedfonds geheel bestaan uit kosten. De uitgifte of inkoop van aandelen tegen de interventiekoers is derhalve geen bewijs voor het bestaan van een informatiekloof tussen beleggers en bestuur van het vastgoedfonds. Voor beide partijen kan het redelijk zijn bij de bepaling van de intrinsieke waarde per aandeel rekening te houden met een kostenmarge.

Het is mogelijk dat een effectief gebruik van de open kapitalisatie de koersbeweging afzwakt en aldus het waarneembare risico verlaagt. Om te allen tijde aandelen te kunnen inkopen dienen de vastgoedfondsen echter voortdurend te beschikken over liquiditeiten. Het in ruime mate aanhouden van liquiditeiten drukt zowel het rendement als het risico van de bedrijfsopbrengsten. Daarenboven vindt bij de in de SBV-koersindex opgenomen fondsen in geringe mate financiering plaats met vreemd vermogen: het gewogen gemiddelde van de boekwaarde van de schulden en de beurswaarde van de uitstaande aandelen plus de boekwaarde van de schulden is voor de beschouwde fondsen ca. 20% (per ultimo boekjaar 1989). De ruime liquiditeitsvoorraden en de hoge solvabiliteitsverhoudingen van de vastgoedfondsen duiden op een tegezeggen op een risicomijdende (financiële) bedrijfsvoering.

In tabel 1 zijn het gemiddelde rendement en de standaarddeviatie weergegeven voor de beschouwde Nederlandse, Britse en Amerikaanse beursindices. Het risico, gemeten met behulp van de standaarddeviatie, blijkt voor de Britse en Amerikaanse vastgoedfondsen respectievelijk 2,5 procentpunt hoger en 2,7 procentpunt lager te zijn dan het risico van de overige fondsen op de desbetreffende effectenbeurs. Daarentegen is het risico van de Nederlandse vastgoedfondsen maar liefst 14,4 procentpunt lager dan het risico van de overige Nederlandse fondsen. Dit stemt overeen met de geconstateerde risicomijdende financieringswijze van de Nederlandse vastgoedfondsen.

Nultarief en uitdelingsverplichting

Het koersrendement van de Nederlandse vastgoedfondsen is tevens verhoudingsgewijs laag. De verhouding tussen het rendement en het risico is, met uitzondering van de Amerikaanse S&P's REITs Index, voor alle indices circa 0,80. Het weergegeven rendement van de Nederlandse en Amerikaanse vastgoedfondsen is echter exclusief in de vorm van contant dividend uitgekeerde winst, die bij deze fondsen onbelast blijft (nultarief).

De fiscale status van beleggingsinstelling die vastgoedfondsen bezitten leidt er toe dat deze fondsen hogere contante dividenden uitkeren, waardoor het koersrendement verhoudingsgewijs laag is. Voor de Nederlandse aandelenmarkt zijn indices beschikbaar die het totaalrendement weergeven, dat niet afhankelijk is van de uitkeringspolitiek van de opgenomen fondsen. De CBS-herbeleggingsindex algemeen en de SBV-herbeleggingsindex voor vastgoedfondsen worden op dezelfde wijze berekend en samengesteld als de overeenkomstige koersindices. In tabel 2 zijn het gemiddelde rendement en de standaarddeviatie van de herbeleggingsindices weergegeven.

6. R.M. Weisz en R. van Wettum, *Onroerend goed beleggingsmaatschappijen in Nederland*, Stenfert Kroese, 1988, blz. 28-31.
7. Zie Weisz en Van Wettum, op.cit., blz. 26-27.

Tabel 1. Kerngegevens Nederlandse, Britse en Amerikaanse koersindices, 1983-1989

	GRD.	STD.	GRD/STD
CBS-koersindex alg.	13,7%	19,0%	0,72
SBV-koersindex vastg. fondsen	3,9	4,6	0,86
FT-A all share index	17,9	19,9	0,90
FT-A property index	16,6	22,4	0,74
S&P's composite 500 index	14,3	17,0	0,84
S&P's REITs index	-3,5	14,3	-0,24

Toelichting: Weergegeven zijn respectievelijk het rekenkundig gemiddelde rendement (GRD.), de standaarddeviatie (STD.), beide op jaarbasis, en de rendement-risicoverhouding (GRD/STD). De FT-A en S&P's indexcijfers zijn betrokken van Datastream Int.

Het gemiddelde totaalrendement van de vastgoedfondsen is 7,9%, dat is 4,0 procentpunt hoger dan het eerder gegeven koersrendement (3,9%). Het gemiddelde totaalrendement van de overige fondsen is 18,2%, ofwel 4,5 procentpunt hoger dan het koersrendement (13,7%). Het contant-dividendrendement is als component van het totaalrendement derhalve belangrijker voor de vastgoedfondsen dan voor de overige fondsen; ruim 50% van het totaal rendement van de vastgoedfondsen bestaat uit contant-dividendrendement, terwijl dit voor de overige fondsen 25% is.

De afwijkende koersontwikkeling van de vastgoedfondsen wordt derhalve deels verklaard door de uitdelingsverplichting die deze hebben op grond van hun fiscale status van beleggingsinstelling. Bij de herbeleggingsindices wordt het verschil in uitkeringspolitiek te niet gedaan, doordat alle dividenden worden herbelegd.

Open kapitalisatie II

Het marktconform herbeleggen van de contante dividenden laat het gemeten risico nagenoeg onveranderd. Zoals blijkt uit tabel 2 staat het lage risico van de vastgoedfondsen in relatie tot een relatief hoog totaalrendement. De rendement-risicoverhouding bij herbelegging van dividenden is voor de vastgoedfondsen aanmerkelijk hoger (1,78) dan voor de overige fondsen (0,96). De hoge rendement-risicoverhouding voor de vastgoedfondsen kan het gevolg zijn van een risicomijdende financieringswijze (hoge liquiditeit en solvabiliteit), waarbij weliswaar een relatief laag totaalrendement wordt gerealiseerd maar waarbij eveneens sprake is van een bijzonder laag risico.

De vastgoedfondsen kunnen met behulp van de open kapitalisatie het totaalrendement doen overeenkomen met de ontwikkeling van de intrinsieke waarde per aandeel. De door het CBS veronderstelde afwijkende koersontwikkeling van de vastgoedfondsen lijkt, voor zover veroorzaakt door de open kapitalisatie, geen betrekking te hebben op het geïndiceerde koersniveau. Het is waarschijnlijker dat

Tabel 2. Kerngegevens CBS- en SBV-Herbeleggingsindices, 1983-1989

	GRD.	STD.	GRD/STD
CBS-herbeleggingsindex alg.	18,2%	18,9%	0,96
SBV-herbeleggingsindex vastg.f.	7,9	4,5	1,78

Toelichting: Weergegeven zijn respectievelijk het rekenkundig gemiddelde rendement (GRD.), de standaarddeviatie (STD.), beide op jaarbasis, en de rendement-risicoverhouding (GRD/STD).

door een effectief gebruik van de open kapitalisatie de koersbeweging wordt gedempt, waardoor het hieruit afgeleide risico (te) laag is.

Een vraag die van belang is voor de interpretatie van de uitkomsten van de SBV-indices betreft eventuele autocorrelatie. Voor tal van statistische toepassingen is het noodzakelijk te veronderstellen dat de opeenvolgende indexrendementen willekeurig verdeeld zijn. Bij een regelmatige verhoging of verlaging van de aandelenkoers treedt autocorrelatie op. Het is denkbaar dat de vastgoedfondsen door middel van de open kapitalisatie de beurskoers niet onmiddellijk en volledig aanpassen aan een verandering van de intrinsieke waarde per aandeel, maar de koersverandering over een langere periode uitsmeren. Wanneer het gebruik van de open kapitalisatie hiertoe leidt moet dat blijken uit autocorrelatie in de indexrendementen. Een Durbin-Watson test op de maandrendementen van de SBV-Herbeleggingsindex voor vastgoedfondsen in de periode 1983-1989 heeft als uitkomst 2,06. Hieruit kan worden geconcludeerd dat er géén sprake is van een significante autocorrelatie in de indexrendementen.

Conclusie

De beschouwing van de nieuwe SBV-indices voor vastgoedfondsen leidt tot een bijstelling van het beeld dat de CBS-beleggingsindices geven van de koersontwikkeling op de Amsterdamse aandelenmarkt. Uit de ontwikkeling van de SBV-koersindex voor vastgoedfondsen is op te maken dat de performance van de vastgoedfondsen aanzienlijk afwijkt van de performance van de overige fondsen. De Nederlandse vastgoedfondsen paren een relatief laag rendement aan een bijzonder laag risico. Dit is eveneens te concluderen uit een vergelijking van de performance van de Nederlandse vastgoedfondsen met die van de Britse en Amerikaanse vastgoedfondsen.

Een nadere beschouwing van de factoren die mogelijk ten grondslag liggen aan de afwijkende koersontwikkeling van de vastgoedfondsen leert dat institutionele factoren de hoogte van het uit de indices af te leiden totaalrendement niet of nauwelijks beïnvloeden. Ten eerste keren de vastgoedfondsen relatief hoge contante dividenden uit als gevolg van een voor deze fondsen gunstige fiscale behandeling van gerealiseerde winsten. De beschikbare herbeleggingsindices, waarin alle dividenduitkeringen worden verwerkt, maken het mogelijk te abstraheren van dergelijke verschillen in uitkeringspolitiek. Ten tweede kunnen de vastgoedfondsen volgens wettelijke bepalingen een open kapitalisatie hebben, hetgeen mogelijk van invloed is op de koersbeweging en het daaruit afgeleide risico. Er blijkt echter geen significante autocorrelatie te bestaan tussen de opeenvolgende maandrendementen. De koersvorming van de vastgoedfondsen lijkt daarmee even willekeurig te zijn als die van de overige fondsen.

Het lage risico van de vastgoedfondsen kan verklaard worden uit de hoge liquiditeit en solvabiliteit van de fondsen. Kenmerkend voor de bedrijfsvoering van de vastgoedfondsen is voorts dat het in exploitatie zijnde vastgoed is gelocaliseerd in verschillende markten, waaronder de Britse en Amerikaanse vastgoedmarkten. Een dergelijke diversificatie kan leiden tot een reductie van het beleggingsrisico. De koersontwikkeling van de vastgoedfondsen zal niettemin worden beïnvloed door de ontwikkeling van huur- en verkooprijzen op de vastgoedmarkt(en). De slechte performance van de Amerikaanse vastgoedfondsen volgens de Standard & Poor's REITs Index (zie tabel 1) en de recente prijsdalingen op de Amerikaanse vastgoedmarkt geven in dit verband te denken.

D.P.M. de Wit