

# Is eigen haard meer waard?

D.P.M. de Wit en L.O. Husken\*

**N**ederlandse institutionele beleggers vertonen een opmerkelijke voorkeur voor direct onroerend goed. In dit artikel wordt ingegaan op de voor- en nadelen van indirect versus direct onroerend goed. Tegenover schaal- en diversificatievoordelen kan als nadeel van indirect onroerend gelden de er aan toegekende 'onzekere marktwaarde'. Het onderzoek toont aan dat (grote) institutionele beleggers de nadelen van indirect onroerend goed zwaar laten wegen. De conservatieve waarderingswijze van direct onroerend goed speelt daarbij een belangrijke rol. De auteurs pleiten daarom voor jaarlijkse taxaties van het directe onroerend goed door onafhankelijke deskundigen.

Nederlandse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen houden een groot gedeelte van hun onroerend-goedportefeuille aan in de vorm van 'direct' onroerend goed, zoals kantoorgebouwen en winkelcentra. Dit is opmerkelijk omdat het beleggen in al dan niet beursgenoteerde onroerend-goedfondsen (indirect onroerend goed) enkele belangrijke voordelen met zich brengt, zoals een minder omvangrijke organisatie en een grotere diversificatie van de onroerend-goedportefeuille.

In het navolgende worden de argumenten voor en tegen beleggen in indirect onroerend goed gezien. Vervolgens presenteren wij de uitkomsten van een enquête naar het beleid van Nederlandse institutionele beleggers ten aanzien van direct en indirect onroerend goed. Hieruit blijkt dat de beoordeling van de voor- en nadelen van beide vormen van onroerend goed afhankelijk is van de omvang van de onroerend-goedportefeuille. Grote instellingen, die relatief veel direct onroerend goed bezitten, leggen meer nadruk op de nadelen van indirect onroerend goed dan middelgrote en kleine instellingen. De voor direct onroerend goed gebruikte waarderingsmethode blijkt daarbij een belangrijke rol te spelen. Deze leidt er toe dat het risico van direct onroerend goed ernstig wordt onderschat.

## Gewicht van direct onroerend goed

Er zijn ultimo 1991 ten minste veertig Nederlandse institutionele beleggers bekend die meer dan f 100 mln hebben belegd in onroerend goed; de totale boekwaarde van het onroerend goed van deze instellingen belooft f 68,8 miljard<sup>1</sup>. De uitkomsten van een recente schriftelijke enquête onder Nederlandse institutionele beleggers geven aan dat grote instellingen relatief veel beleggen in direct onroerend goed<sup>2</sup>. Zoals blijkt uit tabel 1, houden deze instellingen alle meer dan 50% van de onroerend-goedportefeuille aan in de vorm van direct onroerend goed, terwijl de

meeste kleine instellingen overwegend indirect onroerend goed bezitten. Hierbij wordt aangetekend dat, hoewel verscheidene instellingen alleen indirect onroerend goed aanhouden, alle grote instellingen veel maar niet uitsluitend direct onroerend goed bezitten. De Nederlandse instellingen houden vrijwel alle in enige mate indirect onroerend goed aan.

## Voordelen van indirect onroerend goed

Beleggen in indirect onroerend goed vergt een interne organisatie van slechts beperkte omvang. Beleggen in direct onroerend goed vereist daarentegen een grote personele inzet ten behoeve van administratie, technisch onderhoud en verhuur. Het aanka- en verkopen van direct onroerend goed noodzaakt bovendien tot het aanspreken van specifieke fiscale en juridische kennis. Het is hierdoor niet ongebruikelijk dat twintig tot dertig procent van de werknemers

\* D.P.M. de Wit is verbonden aan het Tinbergen Instituut Universiteit van Amsterdam en werkzaam voor Koninklijke PTT Nederland NV. L.O. Husken heeft diverse directiefuncties vervuld in de financiële en vastgoedsector en is thans verbonden aan IBUS Asset Management BV.

1. Zie L. van Deelen, Ranglijst professionele beleggers: totaal van de boekwaarde vastgoed steeg in 1991 met ruim f 5 miljard, *VastGoedMarkt*, jg. 19, nr. 13, 1992, blz. 31-33.  
2. In juli 1992 is de directeurs en 16 verzekeringsmaatschappijen met onroerend goed in portefeuille een vragenformulier toegezonden. Dit is beantwoord door 53 instellingen, waaronder 37 pensioenfondsen en 16 verzekeringsmaatschappijen. Als criterium voor de omvang van de instellingen is gekozen voor de boekwaarde van de onroerend-goedportefeuille, welke in tegenstelling tot de boekwaarde van de totale beleggingsportefeuille niet afhankelijk is van een onderverdeling naar pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. De begrenzing tussen kleine, middelgrote en grote instellingen wordt gevormd door boekwaarden ultimo 1991 van f 100 mln. en f 650 mln.

**Tabel 1. Het gewicht van direct onroerend goed in de onroerend-goedportefeuilles van Nederlandse institutionele beleggers (aantal instellingen)**

	Boekwaarde onroerend-goedportefeuille ultimo 1991			
	Kleiner dan f 100 mln.	Tussen f 100 en f 650 mln.	Groter dan f 650 mln.	Totaal
<b>Percentage direct onroerend goed</b>				
Minder dan 50%	15	3	-	18
Tussen 50% en 90%	5	4	8	17
90% of meer	4	8	6	18
<b>Totaal</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>53</b>

van een pensioenfonds tot de onroerend-goedafdeling behoort. Beleggingen in aandelen en vastrentende waarden, die in de regel het leeuwedeel van de beleggingsportefeuille uitmaken, kunnen veelal toe met een fractie van de bezetting van de onroerend-goedafdeling.

Beleggen in direct onroerend goed gaat gepaard met hoge vaste (personeels-)kosten, die eerst bij enige omvang van de portefeuille in voldoende mate worden gedekt en voorts aanleiding kunnen geven tot het realiseren van additionele schaalvoordelen. Hierdoor wordt eerder uitbreiding van de onroerend-goedportefeuille nagestreefd dan verkoop van objecten. In het laatste geval moeten de personele kosten immers worden gedragen door een geringer bedrag aan huurinkomsten. Er zal daardoor sprake zijn van een geringe flexibiliteit in het beleggingsbeleid. Grote instellingen zullen bij het beleggen in direct onroerend goed een flexibeler beleid kunnen voeren, waardoor het relatieve voordeel van indirect onroerend goed voor deze instellingen minder groot is dan voor kleine instellingen.

Voor instellingen die het dagelijkse beheer van het directe onroerend goed geheel of ten dele hebben uitbesteed zijn de bedoelde relatieve voordelen van indirect onroerend goed uiteraard kleiner. Ook in dergelijke gevallen van uitbesteding zal echter sprake zijn van een beperkte flexibiliteit in het beleggingsbeleid, doordat aan- en verkoop van direct onroerend goed de inzet vereist van velerlei vakmensen, eventueel aangevuld met externe adviseurs, hetgeen leidt tot een langdurig besluitvormingsproces.

Beleggen in indirect onroerend goed heeft tevens als voordeel dat een grote diversificatie van de onroerend-goedportefeuille tot stand kan worden gebracht. De voordelen van diversificatie bestaan uit reductie van het totale risico. Empirisch onderzoek wijst uit dat tot circa 90% van het totale risico van direct onroerend goed kan worden weggediversificeerd<sup>3</sup>. Bij een willekeurige gelijkgewogen onroerend-goedportefeuille is de mate waarin het diversificeerbare risico wordt gereduceerd omgekeerd evenredig aan het aantal verschillende objecten in de portefeuille. Dit betekent dat in beginsel grotere diversificatievoordelen optreden naarmate de omvang van de (directe) onroerend-goedportefeuille

toeneemt. Bij deelname in onroerend-goedfondsen kunnen instellingen evenwel ongeacht hun omvang profiteren van diversificatievoordelen. Het spreekt voor zich dat grote instellingen bij het beleggen in direct onroerend goed een voorsprong hebben in deze en dientengevolge minder zijn aangewezen op indirect onroerend goed.

Ten slotte wordt opgemerkt dat met transacties in indirect onroerend goed relatief weinig kosten zijn gemoeid, waardoor het in het algemeen beter verhandelbaar is dan direct onroerend goed. Bij een toenemende behoefte aan meer liquide beleggingen zal daarom allicht de voorkeur uitgaan naar indirect onroerend goed.

### Nadelen van indirect onroerend goed

Voor zover geen betrokkenheid bestaat met het gevoerde ondernemingsbeleid lijkt het beleggen in indirect onroerend goed op beleggen in aandelen en obligaties. Een nadeel van indirect onroerend goed kan zijn dat beleggers een dergelijke betrokkenheid juist op prijs stellen en zich actief wensen te bemoeien met het beleid ten aanzien van onderhoud, exploitatie en aan- en verkoop van onroerend goed. Bij gewone ondernemingsactiviteiten zou men hierbij als vergelijking kunnen denken aan het bedrijf van zogenaamde participatiemaatschappijen. In de praktijk ziet men niet dat dergelijke activiteiten door institutionele beleggers worden ondernomen. Bij onroerend goed ziet men daarentegen wel een dergelijke directe betrokkenheid, waaruit volgt dat de afwezigheid ervan bij indirect onroerend goed als een nadeel kan worden gezien.

Een nadeel van indirect onroerend goed is voorts dat de volatiliteit van de rendementen ervan grote overeenkomsten vertoont met die van gewone aandelen. Hiervan kan sprake zijn indien de waardering van indirect onroerend goed geschiedt tegen beurskoersen of op grond van regelmatige (jaarlijkse) taxaties door derden. Bij direct onroerend goed is het daarentegen, zoals hierna wordt uiteengezet, gebruikelijk een zeer conservatieve wijze van waardering te volgen. Gegeven de als gevolg daarvan aan het licht tredende lage volatiliteit van de rendementen van direct onroerend goed is het begrijpelijk dat een 'onzekere marktwaarde' wordt gezien als een nadeel van indirect onroerend goed.

### Beoordeling institutionele beleggers

In de eerder genoemde enquête is Nederlandse institutionele beleggers gevraagd naar hun mening ten aanzien van de voor- en nadelen van indirect onroerend goed. Zoals blijkt uit tabel 2, ziet een groot aantal respondenten als zeer belangrijk voordeel van beleggen in indirect onroerend goed dat hiertoe een minder omvangrijke interne organisatie nodig is dan voor direct onroerend goed. Een geringere afhanke-

3. Zie bij voorbeeld D. Hartzell, J. Hekman en M. Miles, *Diversification categories in investment real estate*, *AREUEA Journal*, jg. 14, nr. 2, 1986, blz. 230-254.

lijkheid van externe adviseurs en een snellere interne besluitvorming worden daarbij minder van belang geacht. Er is voorts een groot aantal respondenten dat wijst op de grotere diversificatie van de onroerend-goedportefeuille en de behoefte aan meer liquide beleggingen als belangrijke argumenten voor beleggen in indirect onroerend goed. Het valt op dat de uitkomsten niet afhankelijk zijn van soort of omvang van de instellingen, waaruit moge blijken dat grote overeenstemming heerst onder de respondenten ten aanzien van het bestaan en de aard van de voordelen van indirect onroerend goed.

Als belangrijk nadeel van bestaande vormen van indirect beleggen in onroerend goed noemen de meeste beleggers de onzekerheid van de toegekende (markt-)waarde en, daarmee samenhangende, grote overeenkomsten met 'gewone' aandelen (zie tabel 3). Voorts wordt door een aanzienlijk aantal respondenten de geringe directe betrokkenheid als een nadeel gezien van indirect onroerend goed. Twee respondenten voeren een bijkomende andere reden op, namelijk de geringe of moeilijke verhandelbaarheid van bestaande vormen van indirect onroerend goed (niet weergegeven). De nadelen van indirect onroerend goed worden relatief vaak als 'zeer belangrijk' aangeduid door de grote instellingen. Niettemin lijkt er onder de respondenten, net zoals bij de voordelen van indirect onroerend goed, brede overeenstemming te heersen over het bestaan en de aard van de nadelen.

De meerderheid van de beleggers meent dat de voordelen (meer dan) voldoende opwegen tegen de nadelen van indirect onroerend goed (zie tabel 4). De uitkomsten blijken echter in hoge mate afhankelijk te zijn van de omvang van de instellingen en daarmee tevens van het percentage direct onroerend goed in de bestaande portefeuille. De meeste kleine en middelgrote instellingen zijn van mening dat de voordelen van indirect onroerend goed opwegen tegen de nadelen ervan, terwijl de grote instellingen daarentegen in meerderheid aangeven dat dit 'niet of onvoldoende' het geval is. Een Chi-kwadraattoets van de onafhankelijkheid tussen de uitkomsten en de omvang van de vertegenwoordigde instellingen leidt tot de conclusie dat, bij een onbetrouwbaarheid van 5%, een dergelijke afhankelijkheid inderdaad bestaat<sup>4</sup>. Ofschoon de grote instellingen de aard en het bestaan van de voor- en nadelen van indirect onroerend goed op dezelfde wijze beoordelen als de overige instellingen, geven de grote instellingen als enige de voorkeur aan direct onroerend goed<sup>5</sup>. Dit is opmerkelijk gezien de brede overeenstemming die lijkt te bestaan over het bestaan en de aard van zowel de voor- als nadelen van indirect onroerend goed.

Grote instellingen zouden bij direct beleggen in onroerend goed schaal- en diversificatievoordelen kunnen realiseren die buiten het bereik vallen van kleinere instellingen. Dit kan een reden zijn voor grote instellingen minder belang te hechten aan de voordelen van indirect onroerend goed vis-à-vis de nadelen ervan. Er is anderzijds echter geen reden voor grote instellingen de nadelen van indirect onroerend goed zwaarder te laten wegen dan de overige instellingen. De onzekerheid van de toegekende

**Tabel 2. De voordelen van indirect boven direct beleggen in onroerend goed (aantal instellingen waarvoor genoemde reden 'zeer belangrijk' is)<sup>a</sup>**

	Psf	Vzm	Tot	Gr	MG	Kl
Mindere afhankelijkheid	1	2	3			3
Snellere besluitvorming	1	2	3			3
Minder omvangrijke organisatie	18	5	23	6	5	12
Behoeft aan meer liquide bel.	10	4	14	3	4	7
Grotere diversificatie OG-port.	16	5	21	6	6	9
Totaal	46	18	64	15	15	34

a. Psf = pensioenfondsen; Vzm = verzekeringsmaatschappijen; Gr = grote instellingen; MG = middelgrote instellingen; Kl = kleine instellingen; Tot = totaal (alle instellingen).

**Tabel 3. De nadelen van bestaande vormen van indirect onroerend goed (aantallen instellingen waarvoor genoemde reden 'zeer belangrijk' is)**

	Psf	Vzm	Tot	Gr	MG	Kl
Onvoldoende fin. berichtgeving	2	-	2	-	-	2
Gevoerde beleid is niet optimaal	7	3	10	4	1	5
Geringe directe betrokkenheid	9	1	10	3	3	4
(Markt-)waarde is onzeker	16	6	22	8	5	9
Overeenkomsten met aandelen	13	4	17	6	2	9
Totaal	47	14	61	21	11	29

**Tabel 4. Wegen de voordelen van indirect beleggen in onroerend goed op tegen de nadelen van bestaande vormen van indirect onroerend goed?**

	Psf	Vzm	Tot	Gr	MG	Kl
Meer dan voldoende	7	2	9	1	3	5
Voldoende	13	8	21	3	6	12
Niet of onvoldoende	13	5	18	9	4	5
Geen mening/weet niet	3	1	4	1	2	1
Totaal	36	16	52	14	15	23

(markt-)waarde van indirect onroerend goed en de grote overeenkomsten ervan met 'gewone' aandelen zijn van mogelijk belang ongeacht de omvang van het te beleggen vermogen. De vraag is echter in hoeverre de genoemde nadelen reëel zijn. Voor het antwoord op deze vraag richten wij de aandacht op de

4. Hierbij zijn het geringe aantal antwoorden die duiden op 'geen mening' buiten beschouwing gelaten en zijn de antwoorden 'meer dan voldoende' en 'voldoende' te zamen genomen. De berekende chi-kwadratwaarde is 7,88 bij twee vrijheidsgraden. De stelling dat de uitkomsten onafhankelijk zijn van de uitsplitsing naar pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen kan niet worden verworpen (de chi-kwadratwaarde is 0,16 bij 1 vrijheidsgraad).

5. Het Abp en het PGGM, twee (zeer) grote instellingen, hebben overigens onlangs besloten tot respectievelijk deelneming in een groot onroerend-goedfonds (Rodamco) en verzelfstandiging van het directe onroerende goed.

**Tabel 5. De geschatte marktwaarde van het onroerende goed**

	Psf	Vzm	Tot	Gr	MG	Kl
Marktwaarde < boekw.	5	3	<b>8</b>	2	3	3
Marktwaarde = boekw.	13	6	<b>19</b>	7	1	11
Marktwaarde > boekw.	10	4	<b>14</b>	1	8	5
Totaal	28	13	<b>41</b>	10	12	19

wijze waarop de Nederlandse instellingen het directe onroerende goed waarden.

### De waardering van direct onroerend goed

De Nederlandse pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen waarden het directe onroerende goed op zeer uiteenlopende wijze. Bij aandelen die aan een effectenbeurs zijn genoteerd en waarin regelmatig handel plaatsvindt, ligt het niet voor de hand deze anders dan tegen beurskoersen per ultimo van het jaar te waarden. De Nederlandse instellingen waarden hun aandelen dan ook in beginsel tegen (historische kostprijs of lagere) actuele waarde, c.q. beurskoersen per ultimo van het jaar. Voor direct onroerend goed bestaat echter geen centrale openbare markt en kunnen transactiepreizen in de regel niet zonder meer als richtinggevend worden beschouwd voor niet verhandelde objecten. In tegenstelling tot aandelen van Koninklijke Olie zijn bij voorbeeld Nederlandse kantoorgebouwen of zelfs Amsterdamse kantoorgebouwen niet zonder meer onderling vergelijkbaar. Bovendien zijn transactiepreizen van onroerend-goedobjecten zelden publiekelijk beschikbaar.

De waardering van onroerend goed kan plaatsvinden tegen actuele waarde op basis van jaarlijkse taxaties door onafhankelijke deskundigen. Een dergelijke waardering van onroerend goed is vergelijkbaar met de waardering van aandelen tegen beurskoersen. In beide gevallen kan de instelling die de beleggingen in portefeuille heeft in beginsel geen invloed uitoefenen op de waardering ervan, zodat de direct belanghebbende bij een over- of onderschatting van de te realiseren verkoopopbrengst is uitgeschakeld en hiervan dus minder sprake zal zijn.

Uit een beschouwing van de jaarverslagen over 1990 van veertig grote Nederlandse institutionele beleggers blijkt dat, hoewel zij allemaal de beleggingen in aandelen waarden tegen beurskoersen per ultimo van het jaar, slechts een tweetal de waardering van direct onroerend goed baseert op jaarlijkse taxaties door onafhankelijke deskundigen<sup>6</sup>. Een groot aantal instellingen waardeert het onroerende goed tegen historische kostprijs, terwijl de instellingen die waarden tegen actuele waarde zich in de regel baseren op externe taxaties die één keer in de vijf jaar worden uitgevoerd. Het is daarbij gebruikelijk elk jaar een vijfde deel van de portefeuille door onafhankelijke deskundigen te laten waarden<sup>7</sup>. Dit betekent dat de ontwikkeling van de weergegeven waarde van het onroerende goed het karakter heeft van een vijfjaarlijks voortschrijdend gemiddelde van de

werkelijke waarde-ontwikkeling. Onder deze voorwaarden kan gemakkelijk de mening postvatten dat onroerend goed 'anders' is dan aandelen.

De boekwaarde van direct onroerend goed in de jaarrekening van Nederlandse institutionele beleggers zal gewoonlijk ongelijk zijn aan de actuele (markt-)waarde ervan. Op de vraag naar het verschil tussen de geschatte marktwaarde van de totale onroerend-goedportefeuille en de boekwaarde ervan wordt door 36% van de respondenten aangegeven dat deze gelijk zijn (zie tabel 5). Hieronder bevindt zich een groot aantal vertegenwoordigers van 'kleine' instellingen die uitsluitend aandelen van beursgenoteerde onroerend-goedfondsen aanhouden, welke in de regel tegen (historische kosten of lagere) beurskoersen per ultimo van het jaar worden gewaardeerd. Het kan echter worden betwijfeld of de marktwaarde van het onroerende goed van de grote instellingen gelijk is aan de boekwaarde ervan, zoals veel vertegenwoordigers van deze instellingen aangeven. De boekwaarde van het onroerende goed is immers in de meeste gevallen een gemiddelde van de marktwaarden van het onroerende goed in de laatste vijf jaren.

Een opmerkelijk groot aantal beleggers geeft overigens te kennen geen indicatie van de marktwaarde van het onroerende goed te kunnen geven. Hieronder zijn mede gerekend de respondenten die aangeven dat de marktwaarde van het onroerende goed minder is dan 20% van de boekwaarde, hetgeen immers weinig plausibel is. Deze antwoorden zijn daarom buiten beschouwing gelaten. De marktwaarde van het onroerende goed van de beschouwde instellingen ultimo 1991 blijkt gemiddeld 107% te zijn van de boekwaarde ervan, hetgeen duidt op een bescheiden 'stille' reserve in de jaarrekeningen van deze instellingen. Het zij echter opgemerkt dat de werkelijke hoogte van de reserve hiermee vertraagd is weergegeven. Bij dalende marktprijzen is daarom welhaast zeker sprake van een overschatting van de werkelijke stille reserve, en vice versa.

De gehanteerde waarderingwijze leidt tevens tot een stelselmatige onderschatting van het risico van beleggen in direct onroerend goed. Dit risico bestaat bij relatief stabiele huuropbrengsten voornamelijk uit schommelingen in de waarden en de daaraan (impliciet) ten grondslag liggende disconteringsvoeten van de kasstromen. Wanneer in opeenvolgende jaren het risico van een onroerend-goedportefeuille wordt afgeleid van schommelingen in de waarden van slechts een vijfde gedeelte ervan is de onderschatting van het werkelijke risico uiteraard navolend.

6. Zie D.P.M. de Wit, *De invloed van transactiekosten en waarderingsregels op het beleid van Nederlandse beleggers*, Research Memorandum, nr. 9204, FEW, Universiteit van Amsterdam, Amsterdam, 1992.

7. De instellingen die waarden tegen historische kosten laten toch veelal elke vijf jaar de marktwaarde van het directe onroerende goed door een externe taxateur bepalen. De uitkomsten hiervan worden vermeld in de toelichting op de balans of in de staten die op grond van de Wet toezicht verzekeringsbedrijf jaarlijks moeten worden toegezonden aan de Verzekeringskamer.

## Conclusie

De Nederlandse institutionele beleggers laten vrijwel allen na het directe onroerende goed elk jaar te herwaarderen, waardoor de getoonde ontwikkeling van de waarde ervan aanzienlijk wordt afgevlakt. Dit leidt er toe dat beleggers de onzekere marktwaarde van indirect onroerend goed als zeer nadelig beschouwen.

Desalniettemin zijn de middelgrote en kleine instellingen van mening dat de voordelen van indirect onroerend goed (schaal- en diversificatievoordelen) opwegen tegen de nadelen ervan. De overschatting van de nadelen heeft derhalve geen gevolgen voor de voorkeursbepaling van deze instellingen. Bij de grote instellingen kan de balans echter naar de andere kant uitslaan, omdat de additionele schaal- en diversificatievoordelen voor hen bij omschakeling van direct naar indirect onroerend goed kleiner zijn dan voor de overige instellingen. Het is daarom begrijpelijk dat juist bij de grote instellingen de overschatting van de nadelen van indirect onroerend goed leidt tot een duidelijke voorkeur voor direct onroerend goed.

Het bovenstaande pleit voor het zichtbaar maken van het risico van beleggingen in direct onroerend goed, zodat hieraan bij de samenstelling van beleggingsportefeuilles geen onevenredig groot gewicht wordt gegeven. Er kan een betere afweging plaatsvinden van het rendement en het risico van direct onroerend goed en alternatieve beleggingen wanneer het onroerende goed wordt ge(her)waardeerd op grond van jaarlijkse taxaties door onafhankelijke deskundigen.

**D.P.M. de Wit**  
**L.O. Husken**

Eichholtz en Tates hebben onlangs het gemiddelde rendement en het risico (standaarddeviatie van de rendementen) van de onroerend-goedportefeuille van de verzekeringsmaatschappij Aegon bepaald op respectievelijk 7,8% en 3,6% per jaar<sup>8</sup>. De auteurs melden dat vanaf de jaren zeventig elk jaar een vijfde gedeelte van de portefeuille is 'getaxeerd', naar wij aannemen door onafhankelijke deskundigen. Eichholtz en Tates laten evenwel na melding te maken van de als gevolg hiervan optredende onderschatting van het risico. Bij een 'een vijfde'-waardering is de standaarddeviatie van de werkelijke rendementen in beginsel  $\sqrt{5} = 2,24$  maal de standaarddeviatie van de getoonde rendementen. Het risico van de onroerend-goedportefeuille van Aegon is dus niet 3,6% maar 8,1%<sup>9</sup>.

Het werkelijke risico van beleggen in direct onroerend goed wordt met de gebruikelijke wijze van waardering dus aanzienlijk onderschat. Gegeven deze onderschatting van het risico is het begrijpelijk dat Nederlandse institutionele beleggers de 'onzekere marktwaarde' van indirect onroerend goed beschouwen als een belangrijk nadeel ervan ten opzichte van direct onroerend goed. Ten onrechte, naar wij menen, omdat de waarderingswijze van het directe onroerende goed slechts een schijnzekerheid creëert.

8. P.M.A. Eichholtz en N. Tates, Beleggen in onroerend goed in Nederland, *ESB*, 27 januari 1993, blz. 80-83.

9. Eichholtz en Tates geven niet aan of en hoe herwaardering van het onroerende goed plaatsvond in de eerste helft van de door hen onderzochte periode (1945-1969). Vanwege de onduidelijkheid dienaangaande kan de door ons toegepaste correctie niet anders dan indicatief zijn. Wij merken op dat indien herwaardering van het onroerende goed van AEGON in de periode 1945-1969 geheel achterwege is gebleven de standaarddeviatie van de werkelijke rendementen voor de gehele onderzoeksperiode (tot en met 1991) ruwweg een factor  $\sqrt{2}$  groter is dan 8,1%, namelijk 11,8%.