

Nederlandse onroerend-goedfondsen in perspectief

Wie de risico's van een belegging in onroerend goed wil spreiden, kan zijn toevlucht nemen tot een belegging in een onroerend-goedfonds. Van deze mogelijkheid wordt in Nederland de laatste jaren veel gebruik gemaakt, getuige onder meer de belangstelling voor deze fondsen op de Amsterdamse beurs. Ook grote institutionele beleggers zien het beleggen in deze fondsen steeds meer als een goede investering. In dit artikel wordt op de achtergronden van deze groeiende belangstelling ingegaan.

DRS. F.D.K. BOSCH*

De laatste jaren is er in Nederland sprake van een toenemende belangstelling voor het collectief beleggen in onroerend goed (og), ook wel een indirecte belegging in onroerend goed genoemd. Dit komt tot uitdrukking in de opvallend sterke groei die og-fondsen doormaken. Gezien het langdurig lage inflatieniveau heeft deze groei niet met inflatie te maken, zoals traditioneel wordt verondersteld. Blijkbaar spelen andere factoren een belangrijke rol. Op de vraag welke dit zijn, wordt in dit artikel ingegaan, nadat een schets is gegeven van de groei van de og-fondsen. Vervolgens wordt een 'tour d'horizon' gemaakt langs factoren die bepalend zijn voor het rendement, de kwaliteit van de verslaggeving en de taxaties. Ten slotte wordt een beschouwing gegeven over de overnametendentie binnen de branche. De term 'og-fonds' wordt als algemene aanduiding gehanteerd, terwijl de termen 'og-beleggingsfonds' en 'og-beleggingsmaatschappij' juridisch van aard zijn.

Onroerend-goedbeleggingsfondsen

In de beleggingswereld van Nederland is het indirect beleggen in onroerend goed een betrekkelijk jong verschijnsel. In 1947 werd het eerste og-beleggingsfonds opgericht en in de jaren zestig volgden er nog drie. Beleggingsfondsen bezitten doorgaans geen rechtspersoonlijkheid en zijn opgericht voor gemene rekening, hetgeen onder andere een functiescheiding tussen het beheer van het onroerend goed en de bewaring van de participaties met zich meebrengt. Bij onroerend-goedbeleggingsfondsen (ogf's) kunnen zeer uiteenlopende contractuele verhoudingen als juridische basis dienen; soms is er sprake van een maatschapsovereenkomst. Iedere participant in het fonds is naar evenredigheid van zijn storting rechtstreeks medegerechtigd in de og-objecten, die van participaties en hypothecaire leningen worden aangekocht. De meeste ogf's zijn besloten, hetgeen betekent dat participatiebewijzen uitsluitend aan het fonds zelf of aan bloed- en aanverwanten in de rechte lijn kunnen worden overgedragen. Dit heeft fiscale relevantie. De fiscus ziet als het ware door de be-

sloten ogf heen en past de 'transparance fiscale' toe, hetgeen betekent dat niet het fonds wordt belast, maar de participanten door middel van de inkomstenbelasting. Dit geschiedt ook indien de door het fonds genoten inkomsten niet zouden worden uitgekeerd. De fiscus stelt zich dan op het standpunt dat die inkomsten toch aan de participanten toekomen en tot hun belastbaar inkomen behoren. Vermogenswinsten zijn niet belast zoals ook koerswinsten in effecten dit niet zijn, hetgeen er in de praktijk meestal toe leidt dat een ogf zijn beleggingsinkomsten uitkeert en de vermogenswinsten herbelegt.

Ogf's beleggen veel in de og-markt van één land of regio, waarvan het fonds het inzicht heeft dat deze gedurende de beleggingsperiode een hoog totaal rendement zal opleveren. Sommige ogf's worden voor een vooraf afgesproken aantal jaren opgericht. Na afbouw van het fonds vindt uitkering plaats van het vermogen aan de participanten. Deze uitkering is voor particulieren belastingvrij.

De komst van ogf's aan het einde van de jaren veertig heeft voor de og-markt twee belangrijke aspecten meegebracht. In de eerste plaats wordt hiermee het indirect beleggen in onroerend goed geïntroduceerd. In de tweede plaats wordt niet langer uitsluitend in woningen belegd, maar komt veel meer de nadruk te liggen op het beleggen in commercieel onroerend goed, zoals winkels, winkelcentra, kantoren en bedrijfspanden. Geleidelijk wordt de diversificatie groter.

Onroerend-goedbeleggingsmaatschappijen

Een nieuwe vorm van indirect beleggen in onroerend goed diende zich aan met het van kracht worden op 1 januari 1970 van artikel 28, lid 2 van de Wet op de vennootschapsbelasting. Dit artikel stelt nv's in de gelegenheid onder het nultarief van de vennootschapsbelasting te vallen,

* De auteur is werkzaam als adjunct-directeur Externe Betrekkingen bij B.V. Algemeen Vermogensbeheer en was tot voor kort werkzaam bij Wereldhave N.V.

mits zij de fiscale winst binnen acht maanden na het einde van het boekjaar uitkeren, de z.g. uitkeringsverplichting. In aansluiting hierop scheidt het *Besluit beleggingsinstellingen 1970* de mogelijkheid een herbeleggingsreserve te vormen waardoor gerealiseerde waardevermeerdering van onroerend goed buiten de uitkeringsverplichting wordt gehouden. Door deze wetgeving vallen uitkeringen van beleggingsinkomsten en van vermogenswinsten uit onroerend goed voor particuliere beleggers onder de inkomstenbelasting. Fondsen met deze fiscale status worden ook wel 'fiscale beleggingsinstellingen' genoemd. Vanuit de belegger bezien wordt door de voornoemde wetgeving het rechtstreeks beleggen in onroerend goed en het beleggen in een ogf of onroerend-goedbeleggingsmaatschappij (ogm) in fiscaal opzicht over één kam geschoren.

Een ogm is opgericht voor onbepaalde duur; door de beursnotering genieten ogm's een ruimere bekendheid als indirecte beleggingsmogelijkheid dan ogf's. De og-investeringen concentreren zich meestal op de og-markt van één land, maar in een aantal gevallen is de og-portefeuille internationaal gespreid.

Thans zijn er zestien ogm's aan de Amsterdamse effectenbeurs genoteerd, waarvan elf op de officiële markt en vijf op de parallelmarkt. Van deze zestien richten acht ogm's zich vrijwel volledig op de Nederlandse og-markt, vier op de og-markt van de Verenigde Staten en de overige hebben internationaal gespreide beleggingen in vier of meer landen.

De totale beurswaarde van ogm's neemt snel toe, in de laatste twee jaar van f 5,6 miljard naar bijna f 12 miljard. Van deze totale kapitalisatie komt f 11 miljard voor rekening van de vier ogm's met een internationale portefeuille, zodat deze fondsen het beeld domineren. Rodamco is ruimschoots de grootste ogm op de Amsterdamse beurs met een beurskapitalisatie van rond f 7,3 miljard en zou in dit opzicht het vijfde grootste bedrijf van Nederland zijn. Op de ranglijst van de grootste og- en beleggingsinstellingen ter wereld neemt dit bedrijf nu een vierde plaats in na de Japanse bedrijven Mitsubishi Estate, met een beurskapitalisatie van rond f 55 miljard, Mitsui Real Estate en het Britse Land Securities.

Institutionele beleggers

De schaalvergroting die het indirect beleggen in onroerend goed in Nederland thans doormaakt is in een historisch perspectief verklaarbaar. Voor de tweede wereldoorlog investeerden particuliere beleggers op vrij grote schaal in woningen. Een professionele markt voor commercieel onroerend goed bestond als zodanig nog vrijwel niet. Na de tweede wereldoorlog werden woningen als beleggings-eenheden onaantrekkelijk, enerzijds door de te omvangrijke beleggingseenheden als gevolg van flatbouw en anderzijds door de zogenaamde dynamische kostprijberekening en de huurbescherming. Het commerciële belang van de particuliere sector in onroerend goed nam sterk af.

Door pensioenwetgeving verschijnen in de jaren vijftig pensioenfondsen en nog later verzekeringsmaatschappijen als professionele og- en investeerders ten tonele. Institutionele beleggers investeren tussen 10% en 12% van hun belegde vermogen in og (zonder het ABP is dat voor pensioenfondsen circa 20%), hetgeen door het snel toegenomen totale belegde vermogen – thans ruim f 500 miljard – uitdijt tot een aanzienlijke kapitalisatie van deze beleggingssoort. De totale og-balanswaarde van de negentien grootste institutionele beleggers benadert thans f 40 miljard¹, zodat deze beleggers nog steeds ruimschoots de grootste marktpartij voor onroerend goed in Nederland vormen.

Wat het beleggen in woningen betreft nemen de institutionele beleggers in de jaren vijftig aanvankelijk de plaats in die particuliere beleggers hebben opengelaten. Later concentreren de investeringen zich meer op commercieel og. In de jaren zeventig spelen Britse beleggers een tijdelijke maar belangrijke katalyserende rol. Vele kleinere institutionele beleggers achten het minder opportuun zelf een kostbaar apparaat op te zetten voor het beheer van een eigen og-portefeuille en prefereren de krachten te bundelen. Zij richten zelf og-fondsen op of participeren in samenwerkingsverbanden. Deze trend heeft zich versterkt voortgezet met dien verstande, dat grotere institutionele beleggers zich daarbij hebben gevoegd aan het einde van de jaren zeventig en vooral aan het einde van de jaren tachtig.

Het indirect beleggen in onroerend goed is meegegroeid met de schaalvergroting die bij institutionele beleggers is opgetreden. Thans is volgens onze raming ruim driekwart van de indirecte og-beleggingen afkomstig van institutionele beleggers, hetgeen voor ogm's neerkomt op een bedrag van f 9 miljard. Het ligt derhalve in de rede dat een afzakken van de toeneming of zelfs het afnemen van het totale belegde vermogen van institutionele beleggers van invloed zal zijn op het indirecte beleggen in onroerend goed. Het Centraal Planbureau raamt dat de met de vergrijzing samenhangende pensioenkosten eerst na 2010 sterk zullen oplopen. Toch wordt geconstateerd, dat de "...financieringsmethode van aanvullende pensioenen en de gekozen rekenrente met zich meebrengen dat in de komende decennia grote overschotten bij institutionele beleggers zullen blijven bestaan"². Uiteraard zal de trendbreuk, waarbij pensioenuitkeringen de premie-inkomsten en de rente-inkomsten daarover overtreffen, voor ieder pensioenfonds anders liggen. Aangezien onroerend goed illiquide is, mag verwacht worden dat pensioenfondsen hun investeringen met enige tijdsmarge afbouwen. Desalniettemin kan gesteld worden dat het groeipotentieel voor indirect beleggen in og van institutionele zijde nog zeer aanzienlijk is. Omdat eersteklas og schaars is, lijkt de begrenzing eerder te zitten in het aanbod van aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden dan in het aanbod van liquiditeiten.

Performance

Over de afgelopen dertig jaar ligt de performance van ogm's gemiddeld gerekend beneden de CBS-herbeleggingsindex van aandelen, maar boven de obligatie-index. De risicograad van ogm's is, gemeten naar de standaarddeviatie, geringer dan van aandelen, maar hoger dan van obligaties. Het zou overigens een misvatting zijn te denken dat het beleggen in onroerend goed in het algemeen een weinig riskante bezigheid is. De historie van grote Nederlandse bedrijfsfaillissementen doet eerder het tegendeel veronderstellen. De performances die ogm's behalen, lopen sterk uiteen waardoor selectie van belang is.

De performance die met het beleggen in onroerend goed wordt behaald, is vooral afhankelijk van de keuzen die op een zestal beleidsterreinen worden gemaakt: de spreiding over beleggingscategorieën (winkels, kantoren, bedrijfsruimten, woningen), de kwaliteit van de objecten (A₁-, A₂-kwaliteit), de 'timing' van de aanschaf van objecten (anti-cyclisch of niet), de geografische spreiding over landen en steden (nationale of internationale agglomeraties), de financieringswijze (hefboomwerking of niet) en het valutabeleid (inspelen op koersontwikkelingen of niet).

1. J. Funken, *VastGoedMarkt*, 16 december 1988, blz. 41-49.
2. CPB, *Oudedagsvoorziening tot 2030*, Werkdocument nr. 18, oktober 1987, blz. 20 e.v.

Uit het opgesomde rijtje zijn met name de geografische spreiding en de timing uiterst bepalende factoren voor de performance. Een og-portefeuille met beleggingen in louter sterke og-markten zal uiteraard een betere performance opleveren dan een portefeuille in zwakkere markten. Een portefeuille in louter sterke og-markten is echter gedurende langere tijd moeilijk realiseerbaar vanwege de illiquiditeit van onroerend goed en het cyclische karakter van og-markten. Spreiding zorgt dan weliswaar voor een lagere risicograad, maar ook voor een op den duur hogere performance.

De conclusie is dat op kortere termijn een onroerend-goedfonds dat louter is gespecialiseerd in onroerend goed in een sterke markt (bij voorbeeld momenteel Groot-Brittannië) het qua performance wint van een internationaal gespreid fonds. Voor de langere termijn is het omgekeerde het geval vanwege het cyclische karakter van de og-markt. Timing is essentieel. Een fonds dat op de juiste momenten weet te wisselen tussen lokale fondsen die zich specialiseren in op dat moment sterke og-markten, zal in principe een goede performance kunnen bezitten³. Een dergelijk fonds weet immers het grootste nadeel van og, namelijk de illiquiditeit, te ondervangen. De deskundigheid om de lokale fondsen op een verantwoorde wijze te selecteren dient echter wel groot te zijn. Bij de selectie van de fondsen vormt de relatief hoge beursgevoeligheid van vele buitenlandse fondsen een belangrijk gegeven.

De diverse indirecte beleggingsvormen in onroerend goed hebben ieder hun eigen merites. Als zodanig zijn ze goed te combineren binnen één og-portefeuille. De toegenomen verscheidenheid duidt op het tot wasdom komen van het indirecte beleggen in og.

Verslaggeving en waarderingsgrondslagen

Onderlinge vergelijking van og-beleggingsinstellingen is geen gemakkelijke opgave door het sterk uiteenlopende karakter van de fondsen. Daar komt bij dat in de publieke verslaggeving lang niet altijd optimale duidelijkheid en uniformiteit wordt betracht. Binnen het gegeven wettelijke kader bestaat daartoe geen verplichting. De Nederlandse wetgever heeft geen gebruik gemaakt van de in artikel 5 van de vierde EG-richtlijn geboden mogelijkheid schema's voor te schrijven voor de externe verslaggeving van beleggingsmaatschappijen.

In zijn oratie *De jaarrekening van beleggingsinstellingen*, wijst prof. dr. M.A. van Hoepen⁴ erop dat er zich knelpunten voordoen bij de benaming van balansposten en mutatie-overzichten van financiële activa en de herwaarderings/koersverschillenreserve. Dit raakt alle beleggingsinstellingen. Er zijn echter geen voorschriften omtrent verslaggeving en waarderingsgrondslagen voor beleggingsinstellingen die zich specifiek op onroerend goed richten. De vierde EG-richtlijn staat slechts uitzonderingen voor beleggingsinstellingen in het algemeen toe en niet voor og-beleggingsinstellingen in het bijzonder. Daardoor kan het gebeuren dat:

- sommige beleggingsinstellingen onroerend goed waarderen op historische waarde en andere op rendementswaarde, al dan niet "...uitgaande van volledige verhuur en rekening houdend met ontwikkelingen in de naaste toekomst";
- leegstand soms gemeten wordt in vierkante meters en soms in procenten van de bruto-huuropbrengsten;
- een object bij de ene instelling als 'og in ontwikkeling' en bij de ander als 'og in exploitatie' wordt geclassificeerd;
- bij de ene instelling bouwrente wordt geactiveerd en bij de ander niet;
- bij de ene beleggingsinstelling onroerend goed intern wordt getaxeerd en bij de ander extern.

Uiteraard bevordert deze diversiteit niet de objectiviteit en de inzichtelijkheid voor beleggers, wat leidt tot uiteenlopende beoordelingen van de financiële gegevens. Beleggen in een og-beleggingsinstelling is daardoor vaak een kwestie van vertrouwen. Aangezien de wetgeving geen ruimte biedt voor specifieke regelgeving op het terrein van verslaggeving en waardering van onroerend goed, zou de Raad voor de Jaarverslaggeving hiervoor richtlijnen op kunnen stellen.

Taxaties

De waardering van het onroerend goed is de grondslag voor de bepaling van de waarde van een og-fonds. Deze is op haar beurt bepalend voor de performance. Het is derhalve van groot belang dat de taxaties zo goed mogelijk tot stand komen. Dit is niet altijd het geval. Makelaars hebben, afgezien van een uiteraard subjectieve visie op og, ook velerlei belangen en soms een niet geheel toereikend inzicht in de technische en economische merites van objecten. Het kan daardoor voorkomen dat taxaties van een zelfde pand 20% of meer van elkaar verschillen. Taxateurs staan de laatste tijd in het middelpunt van de belangstelling. Vooral de rol die zij spelen bij overnames is daar debet aan. De getaxeerde waarde van de over te nemen portefeuille vormt de inzet van discussie.

Og-fondsen die het doelwit zijn van een overname-actie wijzen erop dat de waarde van het totale bedrijf in feite hoger is dan de som van de afzonderlijke og-delen, zodat er naar hun mening een overnamepremie betaald moet worden. Deze premie wordt een onlosmakelijk deel geacht van de panden. Taxateurs worden daarom bij overnamedreiging verzocht hiermee rekening te houden bij hun taxaties. Sommige taxateurs verlenen hieraan hun medewerking, anderen niet. Tijdens de overnamestrijd rond het Britse og-fonds Peachey door Wereldhave in 1988 waardeerden de taxateurs van Healey & Baker en Jones Lang Wootton de Peachey-panden onder abstrahering van ieder subjectief aspect dat voor de objecten van specifiek belang zou kunnen zijn. De taxaties werden gebaseerd op de actuele marktwaarde onder de veronderstelling van "a willing seller" en bevatten daarom geen overnamepremie.

Reeds velen hebben zich gebogen over de vraag hoe og-taxaties geobjectiveerd kunnen worden. De meest gangbare methode is tot toetsing van de taxatiewaarde over te gaan door vermenigvuldiging van de netto-huuropbrengst van een object met de kapitalisatiefactor. Dit komt neer op het contact maken tegen een disconteringsvoet van een jaarlijkse stroom huuropbrengsten. Een en ander kan worden verijnd met het prognosticeren van toekomstige exploitatiegegevens. Het nadeel van deze methodiek is dat taxaties kostbaar en tijdrovend worden, zeker als het om een groot aantal panden gaat. Bovendien is het een onjuiste exercitie aangezien een taxatie in feite niets meer is dan de inschatting van de verkoopwaarde van een pand op een bepaald moment op de openbare markt. Een taxatie is derhalve een momentopname. Het bij de taxatiewaarde incalculeren van nog onzekere toekomstige exploitatieuitkomsten die afhankelijk worden gesteld van de ontwikkeling van de og-markt is hiermee strijdig. Het incalculeren van een overnamepremie is evenmin juist, aangezien dan vooruitgelopen wordt op een overnameprijs die uiteindelijk moet worden goedgekeurd door de aandeelhouders van het over te nemen bedrijf. Het is derhalve niet wenselijk dat taxateurs zich (laten) opwerpen als scheidsrechters in een

3. Het GIM Global Real Estate Fund en het Pacific Property Securities Fund hebben een dergelijk beleggingsbeleid.

4. M.A. van Hoepen, *De jaarrekening van beleggingsinstellingen*, Groningen, 1988.

overnamestrijd, hoewel zij er niet aan ontkomen daarin wel het draaipunt te zijn.

In Nederland wordt gepoogd taxatiewaarden inzichtelijk te maken. Deze wetgeving neemt uitsluitend ogm's en ogf's in beschouwing voor zover zij zich algemeen wenden tot het beleggende publiek. In het Wetsontwerp beleggingsinstellingen werd aanvankelijk de verplichting voorgeschreven tot openbare publikatie van diverse taxatiegegevens per pand c.q. per groep panden. Deze verplichting werd later afgezwakt. Og-beleggingsmaatschappijen hebben er onzes inziens terecht op gewezen dat het openbaar publiceren van taxaties per pand de kern raakt van het og-bedrijf en daardoor de concurrentiepositie aantast. Een verplichting openbare taxaties per land te verstrekken – zoals een aantal fondsen reeds doet – is wèl te billijken. In zijn oratie voegt Van Hoepen hieraan toe dat gerealiseerde waardemutaties (uit verkoop) een toetsing zijn voor het realiteitsgehalte van taxaties. Het openbaar maken van verkoopopbrengsten per land verdient daarom aanbeveling.

Overnames en overliquiditeit

Overnames van og-beleggingsinstellingen zijn reeds lang een veelvuldig voorkomend verschijnsel. Dergelijke overnames zijn activa-transacties; het aantal personeelsleden van de instellingen is, naar het balanstotaal gemeten, zeer gering. Inpassingsproblemen als gevolg van cultuurverschillen treden zodoende nauwelijks op. Een overname wordt daardoor een relatief eenvoudige aangelegenheid, waarbij (slechts) van een mislukking wordt gesproken als achteraf blijkt dat de betaalde prijs te hoog was doordat de og-markt tegenzit, dan wel dat de panden van mindere kwaliteit blijken te zijn. Doordat sociale achtergronden nauwelijks een rol spelen blijven emoties tijdens een overnamestrijd goeddeels achterwege of beperken ze zich tot sentiment rond het verdwijnen van 'een bekende naam', al dan niet door toedoen van buitenlanders.

Het aantal internationaal op de voorgrond tredende og-fondsen is in dit verband beperkt tot zo'n vijftieng, alle met een beurskapitalisatie groter dan f 2 miljard. De grootste komen uit Japan, Hong Kong, Groot-Brittannië, Nederland, Canada, Frankrijk, Zweden en nog een viertal landen voor de wat kleinere fondsen. Nieuwkomers zijn te verwachten uit Zweden, Nederland en enkele Aziatische landen. Og-objecten van eersteklas kwaliteit zijn schaars en de snelle groei van een aantal van deze fondsen maakt de behoefte onroerend goed te verwerven groot. Fondsen kunnen daardoor gedwongen zijn – op straffe van een lagere performance door overliquiditeit – tot een overnameactie over te gaan. Dit is het geval bij Nederlandse og-fondsen, aangezien topklasse onroerend goed op de thuismarkt niet alleen schaars is, maar ook op internationaal niveau van matige kwaliteit. De voorkeur van de fondsen is redelijk voorspelbaar. Zo verklaarde Rodamco vorig jaar 'volautomatisch' bij het grote Britse og-fonds Hammerson te zijn uitgekomen. Nu de overname van dit fonds geen doorgang vindt, blijft slechts een beperkt aantal namen over voor een volgende actie.

De reden van de belangstelling voor Britse og-fondsen ligt voor de hand. De Britse og-markt is reeds vier jaren zeer sterk en de vooruitzichten zijn bemoedigend. Hierbij komt dat de verhuurmarkt een naar Nederlandse maatstaven bijzonder verhuur-/beleggersvriendelijke structuur heeft. Binnen deze markt specialiseren zich rond 35 Britse og-fondsen op de lokale markt; beschermingsconstructies zoals in Nederland bekend zijn, doen zich niet voor. Bovendien werkt het Britse fiscale systeem dank zij de lage overdrachtsbelasting (1%) niet beperkend. Ten slotte verdient het vermelding dat de aandelen in Groot-Brittannië op naam staan, hetgeen het

contact met aandeelhouders buitengewoon vergemakkelijkt. Een enigermate remmende factor vormt de streng geregleerde overnameprocedure op de Britse beurs.

Zolang deze karakteristiek van de markt niet verandert, zijn Britse og-fondsen aantrekkelijke overnamekandidaten voor de grotere Nederlandse fondsen. Uit de overnamepoging van Hammerson is echter duidelijk geworden dat de weerstand groeit in Groot-Brittannië om bekende namen door buitenlanders te laten overnemen. Overname van de grotere fondsen aldaar wordt moeilijker doordat aandeelhouders met een strategisch minderheidsbelang minder geneigd zijn hun portie te verkopen. Overigens is het duidelijk geworden dat de aankondiging dat een bod niet verder wordt verhoogd voortaan ernstig moet worden genomen, zodat beleggers zich nu serieus op een dergelijk eindbod moeten beraden.

In de huidige situatie, waarin grote hoeveelheden liquiditeiten beschikbaar zijn voor belegging bij een gelimiteerde kwantiteit topklasse onroerend goed, komen de voordelen van een 'closed end'-ogm boven een 'open end'-ogm goed tot uiting. De 'open end'-status impliceert kortweg, dat doorlopend inneming en afgifte plaatsvindt ter beurze van aandelen op een koers die aansluit bij de intrinsieke waarde. Dit is niet het geval bij een 'closed end'-fonds, zodat agio's en disagio's kunnen optreden. Overliquiditeit zal zich hier in principe niet voordoen, aangezien er geen statutaire verplichtingen bestaan om aangeboden liquiditeiten in aandelen van het fonds om te ruilen.

'Open end'-fondsen zouden het gevaar kunnen lopen van performancedaling door overliquiditeit doordat niet snel genoeg hoogwaardig onroerend goed gevonden wordt, c.q. hoogwaardige overnames verricht kunnen worden. Vooral voor de particuliere beleggers is deze laatste situatie minder aantrekkelijk, aangezien het fonds dan wijzigt in een soort gemengd og/geldmarkt/valutafonds waarbij de door beleggers gewenste vermogensgroei normaal gesproken minder zal zijn, waardoor de performance negatief beïnvloed wordt. In de omgekeerde situatie, als beleggers in grote getale uit een ogm wensen te stappen, doet zich in principe performancedaling voor bij 'closed end'-ogm's (het aanbod van aandelen is groter dan de vraag) maar geen gedwongen verkoop van onroerend goed. Bij 'open end'-ogm's blijft de performance dan in eerste instantie stabiel (vraag en aanbod van aandelen blijven in evenwicht), maar er zou op den duur wel gedwongen verkoop van onroerend goed kunnen plaatsvinden om aan de vraag naar liquiditeiten tegemoet te kunnen komen, waardoor ook performancedaling optreedt. Dit laatste gebeurt indien er geen ontsnappingsclausule zou zijn naar een 'closed end'-structuur.

Slot

Doorgaans wordt een indirecte belegging in onroerend goed afgeschilderd als een alternatief voor beleggers die een rechtstreekse belegging in onroerend goed te omvangrijk vinden of daarvoor de kennis en tijd ontberen. Deze argumenten zijn nog steeds juist. Het blijkt echter steeds meer dat ook grote professionele beleggers het indirect beleggen in onroerend goed als een zelfstandig instrument beschouwen ten einde beleggingsrendementen te verhogen en risico's te spreiden. Dit vormt tevens de reden dat deze wijze van beleggen in onroerend goed in Nederland zo'n enorme vlucht heeft genomen.

Tegelijk met deze groei is de diversiteit aan beleggingsvormen toegenomen. Het is aan te nemen dat deze ontwikkelingen voorlopig zullen aanhouden, gezien het stijgen van de inflatie en het verder toenemen van de totale belegde vermogens van institutionele beleggers.

F.D.K. Bosch