

## HOOFDSTUK 4

### Onroerend Goed

Onder onroerende zaken worden in juridische zin begrepen de grond of zaken die duurzaam verenigd zijn met de grond. Het begrip vastgoed wordt ook gebruikt en heeft in de praktijk dezelfde betekenis, hoewel bij vastgoed meestal vooral over gebouwen wordt gesproken. De begrippen worden door elkaar gebruikt.

Huizen, kantoorgebouwen, winkelpanden, tolwegen en grond kunnen een stabiel, goed renderend onderdeel van de beleggingsportefeuille zijn. Daarnaast biedt een vastgoedbelegging bij uitstek bescherming tegen inflatie, veel beter dan een belegging in obligaties of spaarproducten. Een nadeel is dat vastgoed relatief gevoelig is voor renteschommelingen – stijgende renteniveaus doen vastgoed vaak in waarde dalen.

Het exploiteren van vastgoed is een vorm van ondernemen en daarom kunnen vastgoedbeleggingen worden gezien als een onderdeel van het aandelengedeelte van de beleggingsportefeuille. Aandelen in vastgoedbedrijven maken ook deel uit van verschillende belangrijke aandelenindices, zoals de Nederlandse AEX. De vastgoedsector kan worden gezien als een specifieke deelsector van de financiële sector. Maar omdat een belegging in vastgoed op bepaalde punten op een andere wijze moet worden beoordeeld dan een aandelenbelegging, wordt er toch een apart hoofdstuk aan gewijd.

#### Kenmerken vastgoed

Vastgoed kan verhuurd worden. Wat bij een ‘normaal’ bedrijf de omzet is, is bij een vastgoedonderneming de huuropbrengst. De kosten bestaan voor een groot deel uit rentelasten, want doorgaans wordt een groot deel van het te investeren bedrag geleend. Daarnaast zijn er kosten voor onderhoud en beheer. De som van de huurinkomsten bij een volledige bezetting wordt in de vastgoedpraktijk de theoretische huuropbrengst genoemd. Ge-corrigeerd voor de leegstand, die er vrijwel altijd wel is, resteert de bruto huuropbrengst. Op deze inkomsten worden de exploitatiekosten (zoals periodiek onderhoud) in mindering gebracht om te komen tot de netto huuropbrengst.

De netto huuropbrengst is bij vastgoedbeleggingsfondsen voor beleggers een belangrijk getal, omdat deze van grote invloed is op de marktwaarde

van het vastgoed. Veel waarderingsmodellen voor de panden waarin wordt belegd, rekenen met de netto huuropbrengst. Om tot de nettowinst te komen moeten daarvan echter nog de rentelasten en de beheerkosten die de vennootschap maakt, worden afgetrokken.

Beleggen in vastgoed brengt verschillende risico's met zich mee, maar dit zijn de belangrijkste:

#### *Waarderingsrisico*

Doorgaans wordt de vastgoedportefeuille van een vastgoedfonds meerdere keren per jaar getaxeerd door externe taxateurs. De economische ontwikkeling in een regio is sterk van invloed op de waardeontwikkeling, alsmede schaarste. Vastgoedbeleggers doen er goed aan zo veel mogelijk te beleggen in snel groeiende of welvarende regio's en dan bij voorkeur op de toplocaties. Het risico van forse afwaarderingen is daar het kleinst.

#### *Leegstand en debiteurenrisico*

Het kan een risico zijn als veel huurders kortlopende huurcontracten hebben of als die allemaal tegelijk aflopen. Ook het faillissement van een belangrijke huurder kan stevig inhakken op het resultaat, of het snel achteruitgaan van een buurt of regio. Deze risico's kunnen worden ondervangen door na te gaan of er voldoende spreiding is in het bestand van huurders en door een grondige analyse te maken van hun kredietwaardigheid. In het jaarverslag van vastgoedfondsen staat vaak informatie over de samenstelling van het huurdersbestand en de lengte van de contracten.

#### *Exploitatierisico*

Een vastgoedonderneming moet over een technische afdeling beschikken, die verantwoordelijk is voor de kwaliteit van de panden en voor tijdig onderhoud. Daarnaast is van belang dat de exploitatie- en servicekosten niet te sterk oplopen. Beleggers kunnen hier een inschatting van maken door aandacht te besteden aan de leeftijd van de panden en aan het verloop van huurders. Een hoog verloop brengt extra kosten met zich mee. Huurders die lang blijven zitten zijn bovendien doorgaans zuiniger op de panden en plegen ook zelf onderhoud.

#### *Herfinancieringsrisico*

De kans bestaat dat na het aflopen van een lening de bank of de markt niet meer bereid is tegen acceptabele rentetarieven geld te lenen. Dat kan betekenen dat een deel van de vastgoedportefeuille noodgedwongen verkocht

moet worden. Het is daarom van belang dat de geldleningen gespreide en bij voorkeur ook lange looptijden hebben.

#### *Renterisico*

Een plotseling oplopende rente is wellicht een van de grootste risico's van een belegging in vastgoed. Vaak zijn er in de huurcontracten wel automatische inflatieaanpassingen ingebouwd, maar vaak zijn die onvoldoende om een scherpe stijging van de rente op te vangen. Daarom is het raadzaam dat rentetarieven voor langere periodes worden vastgelegd. Een proactief beleid van de vastgoedmaatschappij in deze kan dit risico aanmerkelijk verkleinen.

#### *Liquiditeitsrisico*

Bij een oplopende rente kan het gebeuren dat de rentelasten veel sneller stijgen dan de huuropbrengsten. Een vastgoedmaatschappij kan zich daartegen indekken door de rentedekking niet te laag te laten worden. Deze ratio wordt bij vastgoedfondsen berekend door de netto huuropbrengst te delen door de (netto) rentelasten. Deze zou bij voorkeur niet lager moeten zijn dan drie.

#### *Marktrisico*

Daarnaast zijn er altijd risico's die niet direct met vastgoed samenhangen, maar waar alle beleggers last van hebben: het marktrisico. Bij vertraging van de economische groei treedt vaak een daling van de huurprijzen op en/of een daling van de bezettingsgraad van vooral commercieel onroerend goed (kantoren en winkels). Woningen zijn minder gevoelig voor dit marktrisico.

#### *Calamiteitenrisico*

Natuurrampen en terroristische aanslagen kunnen nooit uitgesloten worden. Een vastgoedportefeuille moet uiteraard voldoende verzekerd zijn tegen aansprakelijkheid en opstalschades. Beleggers vinden doorgaans in de risicoparagraaf van het jaarverslag voor welke bedragen de maatschappij verzekerd is.

#### **Beleggen in eigen huis**

Voor veel gezinnen is de eigen woning het belangrijkste onderdeel van het vermogen, zeker als er een flinke waardetoeename is geweest of een deel van de hypotheek al is afgelost. Hierbij is het natuurlijk duidelijk dat een vastgoedportefeuille die bestaat uit één specifieke (eigen) woning een

schoolvoorbeeld is van slechte spreiding. Dat wil echter niet zeggen dat men beter geen eigen woning kan kopen. Voor eigen woningbezit gelden andere beweegredenen. Het beleggingsaspect is hier bijzaak, het eigen huis is een gebruiksartikel. Een veelgehoord argument zoals 'ik beleg niet in vastgoed, want ik heb al een eigen huis', is daarom niet terecht. Het toevoegen van vastgoed aan de aandelenportefeuille vermindert het risico van die portefeuille, terwijl het verwachte rendement nagenoeg gelijk blijft.

Er zijn verschillende beleggingsvehikels om in vastgoed te beleggen. Er zijn beursgenoteerde vastgoedondernemingen die zelf locaties ontwikkelen, panden bezitten en exploiteren; sommige van deze bedrijven richten zich volledig of hoofdzakelijk op de ontwikkeling, andere juist meer op de exploitatie. Daarnaast zijn er beleggingsfondsen die specifiek in vastgoedondernemingen beleggen, de zogenaamde 'fund of funds'. Tot slot bestaat de mogelijkheid te participeren in specifieke projecten, vaak in de vorm van een commanditaire vennootschap (cv). Deze cv's zijn er ook voor schepen, films en andere niet-onroerende zaken of projecten.

### **Beursgenoteerde vastgoedfondsen**

Omvang is belangrijk. Niet alleen vanwege de spreiding, ook om de kosten te drukken. Een groot beleggingsfonds in vastgoed met een beursnotering en een breed gespreide portefeuille heeft door de spreiding over verschillende projecten minder risico's dan een vastgoed-cv waarmee kan worden geparticipeerd in één of enkele specifieke projecten. Bovendien zijn door de omvang de kosten veel lager, waardoor het rendement van een fonds in veel gevallen beduidend hoger zal zijn dan het rendement op één of meerdere cv's. Sinds vastgoedfondsen deel uit mogen maken van de belangrijkste indices, is de belangstelling voor deze sector flink toegenomen onder Nederlandse beleggers.

De voordelen van een beleggingsfonds in onroerend goed boven cv's of het zelf aanhouden van onroerend goed zijn behalve de kosten en de spreiding vooral ook de liquiditeit. Een aandeel in een fonds kan elke dag verkocht worden. Een gebouw doorgaans niet. Vastgoedfondsen bieden bovendien vaak een aantrekkelijk dividendrendement. Veel fondsen keren de netto huuropbrengsten, na aftrek van de beheerkosten, (vrijwel) volledig in de vorm van dividend uit. De prijsstijging van de panden moet op de lange duur in de beurskoers tot uitdrukking komen.

Het vermogen om een hoog rendement te behalen door goede huurders

te trekken en efficiënt onderhoud in te kopen, is zeer belangrijk voor een fonds dat vastgoed exploiteert. Winkelbedrijven betalen graag een wat hogere huur als zij ervan op aan kunnen dat het pand in goede staat verkeert, regelmatig geveerd wordt en het pand ernaast niet leegstaat. Daarom verdienen goede en efficiënte vastgoedbeheerders een (niet te grote) premie boven hun intrinsieke waarde. De intrinsieke waarde van een vastgoed-aandeel is te berekenen door de totale waarde van de bezittingen (het vastgoed) minus de schulden te delen door het aantal uitstaande aandelen.

Het aantal uitstaande aandelen ligt bij de meeste beursgenoteerde vastgoedfondsen vast: er worden geen nieuwe aandelen uitgegeven of aandelen ingetrokken bij te veel vraag respectievelijk aanbod van beleggers. Zulke fondsen hebben een zogenaamde ‘closed-endstructuur’. Sommige vastgoedfondsen hebben daarentegen een ‘open-endstructuur’, wat inhoudt dat er doorlopend nieuwe aandelen worden uitgegeven of ingetrokken, al naar gelang vraag en aanbod op de beurs.

In geval van open-endfondsen zal de beurskoers vrijwel gelijk opgaan met de intrinsieke waarde per aandeel. Het nadeel van closed-endfondsen is dat de beurskoers soms sterk kan afwijken van de intrinsieke waarde per aandeel, met als gevolg dat het waardeverloop van zo’n fonds vaak wat grilliger is dan van een open-endfonds. Dit nadeel weegt echter niet op tegen de voordelen en het biedt ook kansen: door regelmatig kennis te nemen van de mate van over- of onderwaardering van een closed-endfonds ten opzichte van zijn intrinsieke waarde, kunnen beleggers profiteren van deze tijdelijke waardeverschillen.

### **Soorten onroerend goed**

Een belegging in een verzameling winkelpanden heeft andere karakteristieken dan een belegging in een portefeuille van kantoren of bedrijfspanden. De laatste twee categorieën zijn doorgaans gevoeliger voor de ups en downs van de economie. Kantoren op de verkeerde locatie kunnen bij economische tegenwind nagenoeg onverhuurbaar worden. Winkelpanden op een goede locatie in een binnenstad zijn altijd gewild en zullen zelden langdurig leegstaan. Er kunnen ook grote verschillen bestaan tussen huurprijzen per vierkante meter, ook binnen een stad of zelfs binnen een straat. Het kan nuttig zijn een analyse te maken van de hoogte van de huren en de lengte van de huurcontracten. Lage huren en kortlopende contracten kunnen betekenen dat de huurinkomsten op korte termijn flink opgeschroefd kunnen worden.

### **Zeepbellen in vastgoed**

Een zeepbel in de vastgoedmarkt komt ook regelmatig voor. Prijzen worden dan langere tijd opgejaagd, vaak door een combinatie van schaarste en een lage rentestand. Het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel wordt dan ook vaak veroorzaakt door een stijgende rente, zoals dat gebeurde met het instorten van de kantorenmarkt in Japan in de jaren negentig of, meer recent, de neergang op delen van de Amerikaanse huizenmarkt. Een crash van een vastgoedmarkt gaat gewoonlijk echter beduidend langzamer dan een crash van de aandelenmarkt, omdat de eigenaren hun panden niet zo snel van de hand kunnen en willen doen als aandelenhandelaren dat met aandelen gewoon zijn.



### **Oppassen met vastgoedcv's**

Commanditaire vennootschappen (cv's) met vastgoed, de vastgoed-cv's, zijn beleggingsvehikels met een beperkte looptijd waarin meestal een beperkt aantal panden is ondergebracht. Een beheerder (de beherende vennoot) koopt of ontwikkelt de panden met het door de participerende beleggers ingelegde geld en exploiteert die panden een aantal jaren. Aan het eind van de looptijd worden ze weer verkocht. De opbrengsten van verhuur en verkoop worden onder de beleggers verdeeld, na aftrek van kosten.

Er zijn onder de aanbieders van vastgoed-cv's helaas veel partijen geweest die meer belofden dan zij waar konden maken. Bovendien worden soms onverantwoorde risico's genomen met de financiering. Verder is de waardebeoordeling aan het eind van de rit nauwelijks controleerbaar voor de gemiddelde particuliere belegger. Informatie in het prospectus over de huurprijzen van vergelijkbare panden ontbreekt meestal en de waardever-

minderende invloed van aflopende huurcontracten wordt vaak genegeerd. Dat kan tegenvallers opleveren als de cv aan het eind van de looptijd moeten worden ontbonden.

Bovendien zijn de kosten die een vastgoed-cv maakt vaak relatief hoog. Aan oprichtingskosten gaat vaak al 5 tot 10 procent van het ingelegde kapitaal op. Daarnaast is er vaak sprake van forse vergoedingen voor de beheerder en bij de liquidatie. Een sterk onderschat risico is bovendien dat de looptijd van de huurcontracten vaak samenvalt met de looptijd van de cv. Dus als de panden verkocht moeten worden, moeten er ook nieuwe huurders worden gezocht. Dat is een voordeel bij woningen, maar een nadeel bij kantoorpanden en winkels. Veel cv's bieden daarom een teleurstellend rendement in vergelijking met de grotere vastgoedfondsen.

### **Vuistregels**

Koop bij voorkeur vastgoedbeleggingen die voldoen aan de volgende kenmerken:

1. De laatste vijf jaar een stabiel positief rendement op het eigen vermogen, ruim boven de risicovrije rentevoet.
2. Een rentedekking groter dan drie.
3. Een solvabiliteit boven de 50 procent.
4. Een dividendrendement boven de actuele rente op tienjarige staatsleningen.
5. Een (grotendeels) recentelijk ontwikkelde portefeuille op goede locaties met een bezettingsgraad van meer dan 95 procent.
6. Een beurskoers rond of bij voorkeur onder de intrinsieke waarde per aandeel.