

goedfondsen. Dat de uitkering er bij tegenwind aangaat, is inherent aan de speciale fiscale structuur. Die dwingt vastgoedfondsen het leeuwendeel van de fiscale winst uit te keren. Als payout-ratio's tegen de 100 procent aanliggen, is de foutmarge nihil.

Wat deze crisis (pijnlijk) zal blootleggen, is dat door hoge vaste kosten de terugval in huren onevenredig hard terugkomt in het bedrag onderaan de streep. Stel bijvoorbeeld dat de huurinkomsten dit jaar bij URW een kwart dalen ten opzichte van vorig jaar. Geen omzet van 2,4 miljard euro maar 1,8 miljard euro dus.

Van dat bedrag lekte vorig jaar nog een miljard euro aan kosten weg. De operationele kosten (zoals onderhoud en gemeentebelasting) bedroegen 432 miljoen euro, kosten die op het hoofdkantoor worden gemaakt waren circa 190 miljoen euro (overhead) en de rentebelastingen waren 388 miljoen euro (gemiddelde rentelasten van 1,6

procent op een nettoschuld van 24,2 miljard euro).

Wat overblijft, 800 miljoen euro, zou in theorie kunnen worden uitgekeerd als dividend. Dat bedrag was vorig jaar echter nog bijna 1,5 miljard euro. De kostenhefboom leidt er dus toe dat een kwart minder huur tot een halvering van de winst en dividend kan leiden.

Voor de kleinere fondsen ECP, Vastned en Wereldhave ligt de gevoeligheid niet anders, en is deze waarschijnlijk erger. De vaste kosten liggen nou eenmaal (relatief) hoger in vergelijking met de objecten in beheer en huurpenningen omdat de schaal beperkter is.

Natuurlijk is het zo dat de fondsen proberen te snoeien – van salarisoffers van bestuurders tot besparingen op onderhoud en investeringen – maar de impact lijkt beperkt vanwege de ongunstige uitgangssituatie. Beleggers die denken dat dividenden op termijn terugveren naar de oude niveaus rekenen zich waarschijnlijk rijk.



DE VIER VASTGOEDFONDSEN IN VOGELVLUCHT

UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD

Met de overname van Westfield in 2018 vestigde vastgoedmastodont Unibail-Rodamco zich als een van 's werelds grootste vastgoedfondsen. De portefeuille bestaat uit 90 objecten met een totale boekwaarde van 65,3 miljard euro. Naast winkelvastgoed (86 procent) beslaat de portfolio kantoren (6 procent), conferentiecentra (5 procent) en andere diensten (3 procent).

De belangrijkste markten zijn Frankrijk (35 procent) en de VS (24 procent), de rest is verspreid over Europa. URW richt zich met name op het super-

premiumsegment, al bezit het in de VS ook een aantal oudere en kleinere objecten die minder goed in deze strategie passen.

RISICO: VAL TOERISME MAAKT KWETSBAAR

Unibail was lange tijd een witte raaf met haar zogenaamde *flagship* centra in de betere wijken van grote Europese steden – denk hier bijvoorbeeld aan een centrum naast het Louvre – het meest bezochte museum ter wereld in Parijs.

In de centra zitten veelal luxewinkels die goede zaken deden. Het is de belangrijkste reden dat Unibail er de laatste jaren in slaagde de huren jaarlijks met gemiddeld 3,4 procent

te verhogen. Maar nu toeristen, met name uit Azië, wegblijven, zal dit ook de inkomsten van Unibail raken. Ook zullen conventiecentra hun deuren gesloten houden. Vorig jaar waren die centra goed voor 100 miljoen euro inkomsten.

EUROCOMMERCIAL PROPERTIES

Eurocommercial beheert een vastgoedportefeuille van 4,2 miljard euro, verspreid over Italië (37 procent), Frankrijk (29 procent), Zweden (21 procent) en België (13 procent). Eurocommercial richt zich op premium locaties in bovengemiddeld rijke regio's en

onderscheidt zich door een zeer lage leegstand van 0,9 procent. Bij URW, Vastned en Wereldhave bedraagt de leegstand respectievelijk 2,5 procent, 2 procent en 5,4 procent.

RISICO: STIJGENDE RENTEPERCENTAGES

Net als Unibail zal ECP voornamelijk last krijgen van toerisme dat wegvalt. Door de acquisitie en transformatie van het Brusselse centrum Woluwe heeft het fonds de schuldgraad reeds voor de coronacrisis zien oplopen. Doordat de uitbreidingsinvestering pas over een paar jaar volledig gaat renderen, was voor corona al de vraag of ECP