



standigheden veel te hoog in de boeken. Bedrijven hebben die speelruimte. De afgelopen jaren profiteerden de bedrijven en hun beleggers met hun dividenden van de boekhoudkundige winsten uit de herwaardering van het vastgoed, ook wel het indirecte rendement genoemd. “Dat feest is met deze rente over”, aldus Nijmeijer.

De belegger bij Kempen legt uit dat vier factoren meespelen in de boekwaarde van het vastgoed. De rente, de huurinkomsten, de gemiddelde stijgingen van de huurinkomsten en de kosten van renovaties en investeringen. De rente is verreweg de grootste factor. Bij Duitse fondsen weegt dat extra zwaar omdat de huurmarkt gereguleerd is en daar weinig extra te halen valt.

“De rendementen via de huurinkomsten kun je niet makkelijk opkrikken. Voor huren

HET ZWITSERSE UBS DURFT KLANTEN AAN TE RADEN OM VONOVIA TE KOPEN

gelden beperkingen en plafonds in bijvoorbeeld Berlijn. Dat was bij een lage inflatie minder een issue. De inflatiecorrectie is nu mogelijk maar beperkt door te voeren. Dat maakt ze kwetsbaar.”

De meeste huurinkomsten – ook wel de directe rendementen genoemd – lopen door in crisistijden. Dat de koopprijzen mogelijk onder druk komen te staan, is slechts beperkt relevant voor de woningfondsen. Bij het verkopen van individuele woningen speelt het mee. “Die kunnen ze met gigantische premies van 25 tot 50 procent boven boekwaarde verkopen”, zegt Quirijs. “Maar dat blijft in Duitsland politiek gevoelig liggen.”

GROEI FINANCIEREN

Quirijs werkt sinds 2008 bij Cohen & Steers. Dat is een grootbelegger in vastgoed. De Amerikanen waren jarenlang grootaandeelhouder van Deutsche Wohnen, maar ze zijn met de overname door Vonovia vorig jaar goed getimed uitgestapt. De wereld ziet er nu heel anders uit.

“De fondsen zitten gevangen in hun eigen val”, zegt de Nederlander. “Ze zijn volop op overnamepad geweest, om maar steeds verder te kunnen groeien. Met een premie op de boekwaarde kon je aandelen uitgeven en zo relatief eenvoudig extern groei financieren en winstgeverder worden én dividend uitkeren. Dat is ook de grote kracht van beursgenoteerd vastgoed. Maar dat houdt voorlopig helemaal op.”

De afstraffingen op de beurs waren dusdanig stevig, dat het volgens veel analisten mogelijk weer een goed koopmoment is om in te stappen. Het Zwitserse UBS durft klanten aan te raden om Vonovia te kopen en het kleine Duitse Warburg Research doet dat ook.

Vonovia bood een aantrekkelijk dividendrendement van 6 procent per jaar. Maar daar moeten beleggers hun investee-

ringsbesluit zeker niet op baseren, waarschuwt Quirijs. “Het dividend kunnen de vastgoedfondsen probleemloos wegsnijden en dat zou ik ze ook aanraden. Je raakt er wel aandeelhouders mee kwijt. Maar je hebt het probleem met herfinanciering snel opgelost.”

INSTAPMOMENT?

Is er door de harde afstraffing op de beurs een mogelijk lucratief instapmoment ontstaan, zoals rond de kredietcrisis? “Het aandeel Vonovia is ongetwijfeld goedkoop te noemen”, zegt Quirijs. “Als je van een risicovolle belegging houdt, kun je het doen. Maar het is geen risicoloze veilige haven meer.” En als de rente nog verder omhoog gaat? “Dan ben je echt de sjaak.”

De Duitse analist Andre Remke is het daarmee eens. “Honderd basispunten erbij zou een nieuwe schok zijn. Daarom denk ik dat gespecialiseerde vastgoedbeleggers het misschien wel aandurven. Maar veel beleggers met een brede horizon zullen deze aandelen nu liever links laten liggen en iets anders kiezen.”

Ook Nijmeijer waarschuwt geïnteresseerde beleggers voor de risico's. “De beurs lijkt te rekenen op een verdere stijging van de rente of een dreigende eis van een bank aan bedrijven om de hoge schulden terug te brengen via een aandelenuitgifte”, zegt Nijmeijer. “Het gedwongen uitgeven van aandelen op deze lage koers zou inderdaad dramatisch zijn en de bedrijven in de sector in een neerwaartse spiraal kunnen brengen.”

Maar Kempen in Amsterdam durft het wel aan, ook al staat het vastgoed naar hun mening voor ongeveer een kwart te hoog in de boeken. “Wij beleggen in Vonovia en LEG. We vinden het management capabel en de dalingen op de beurs zijn in onze ogen te ver doorgesloten. De korting op de intrinsieke waarde is écht uitzonderlijk groot.”