

Problemen bij de grote Duitse woningfondsen: de beurskoersen staan onder zware druk in de huidige energiecrisis en een van de – voorheen – grotere spelers kampt met boekhoudkundige onregelmatigheden.

Duitsland heeft met zijn woningfondsen een unieke beleggingscategorie in Europa met doorgaans hele stabiele rendementen, meent Andre Remke, analist voor vastgoed-aandelen bij Baader Bank. “Mensen die meteen na de kredietcrisis van 2009 instapten, zijn miljonair geworden.”

LIST EN BEDROG

Maar veel beleggers zijn inmiddels heel wat minder enthousiast over de Duitse woningfondsen. Waarom? Een deel van het antwoord is te vinden in de hoek list en bedrog. Het vermoeden bestaat dat het vastgoedfonds Adler – in deze sector een van de grote overname-machines van de laatste jaren – de waarderingen van objecten mogelijk heeft opgeblazen (zie kader op pagina 24).

Zoiets schaadt het vertrouwen van beleggers. Het management ontkent in alle toonaarden dat er fraude in het spel is, maar toch klapte de beurskoers met 90 procent in. Een aftocht van de beurs is in de maak.

Maar er is meer slecht nieuws. De energiecrisis laat de vastgoedmarkt ook niet koud. Bijna de helft van alle Duitse woningen wordt met gas verwarmd. Dat wordt peperduur. Vastgoedbedrijf Vonovia, de grootste woningbelegger in Europa, gaat de verwarming van z'n huurwoningen 's nachts lager zetten om zo acht procent op het energieverbruik te besparen. Huiseigenaren zijn gedwongen om meer uit te geven voor isolatie van de

woningen in hun portefeuilles.

RENTESTIJGING

Fundamenteler voor de extreme scepsis van beleggers over deze fondsen is het besef dat door de rentestijging het verdienmodel dat jarenlang zo succesvol was, in de prullenmand kan. Dat vinden in elk geval drie experts.

“Het stijgen van de rente was toch een soort zwarte zwaan”, zegt Rogier Quirijns, portfolio manager bij de Amerikaanse vermogensbeheerder Cohen & Steers in Londen. “En de inflatie”, zegt de Nederlander lachend, “als ik dát vorig jaar had voorspeld hadden ze me naar een gesticht gestuurd.”

Duitsland telt vier grote beursgenoteerde spelers in het vastgoed. Vonovia is een gigant, zeker na de recente miljardenovername van concurrent Deutsche Wohnen. Andere, kleinere namen zijn TAG Immobilien, LEG Immobilien en het Luxemburgse Aroundtown dat behalve Duitse woningen ook vastgoed heeft in Nederland.

CORRECTIE

Werp een blik op de beurskoersen en je weet genoeg. Dit jaar verdampte bij deze bedrijven tussen de 40 en 60 procent aan beurswaarde. Het tijdperk van spotgoedkoop geld is waarschijnlijk voorbij en dat heeft in de vastgoedwereld veel impact.

“De correctie die je nu ziet is een regelrecht drama”, zegt belegger Egbert Nijmeijer van het Amsterdamse Kempen Capital Management. “Beleggers zijn zich kapot geschrokken. Met de inflatie die gierend uit de pan loopt en de stijgende rente worden de risico's pijnlijk zichtbaar.”

Andre Remke van de Beierse Baader Bank ziet het ook met lede ogen aan. Het is een “cumulatie van problemen”, zegt hij. Van de oorlog in Oekraïne tot het vastlopen van de toeleveringsketens, tot de energiecrisis en

natuurlijk de inflatie en rentestijgingen. “Wie dat allemaal voorspeld had, was in aanmerking gekomen voor de Nobelprijs.”

De Duitse analist zegt dat het management van de bedrijven de fout heeft gemaakt het renterisico niet meer serieus te nemen. “Ze hebben tien jaar lang geweldig geleefd van gratis geld. Met die lage rente waren de waarderingen in mijn ogen ook legitiem. Dat het ineens anders kon worden, hadden ze moeten meewegen. Maar ze wilden het niet zien.”

GEEN VEILIGE HAVEN

Het is volgens de Duitser typisch voor de effectenbeurs. “Conser vatief en behoudend wordt afgestraft en groei wordt beloond. Met als gevolg dat de bedrijven met hun expansie deranden hebben opgezocht en tot het allerlaatste einde van de cyclus vol het gaspedaal hebben ingedrukt.”

Het beursgenoteerde woningvastgoed werd aangemerkt als crisisbestendig, vanwege de constante stroom aan stabiele huurinkomsten. “De fondsen werden gezien als een veilige haven, ook door de grote pensioenfondsen”, zegt Nijmeijer. “Wij bij Kempen waren het daar niet mee eens. De bedrijven hadden jarenlang de wind in de zeilen, ondanks hoge schulden. Maar die schulden blijken met deze rente toch een groot risico te zijn.”

Volgens Nijmeijer hebben beleggers tevoren gewaarschuwd dat de Duitsers met hun schulden uit de pas liepen. Analist Remke relativiseert dat beeld graag. Hij zegt dat de schulden in 2008, net voor het uitbreken van de kredietcrisis, dubbel zo hoog waren. De zogeheten schuldratio oftewel de *loan-to-value* (ltv) lag bij de Duitse vastgoedfondsen op 70 tot 80 procent. “Nu is dat 40 tot 50 procent”, zegt Remke. “Dat vind ik niet ongezonder.”

**BELEGGERS
BESEFFEN:
DOOR DE
RENTESTIJGING
KAN HET
JARENLANG ZO
SUCCESVOLLE
VERDIENMODEL
IN DE
PRULLENMAND**

