

Verdienmodel besloten vastgoedfondsen moet op de schop

De markt voor besloten vastgoedfondsen mag dan voorzichtig weer oprabbelen, door de oplopende leegstand in vooral de secundaire kantorenmarkt en moeizaam functionerende financieringsmarkt zijn voor veel fondsen de problemen nog niet de wereld uit. Beleggers staan steeds meer voor het blok: bijstorten of verlies nemen. En het verdienmodel speelt daarbij een dubieuze rol.

Beleggers in de Trump Towers weten er alles van: zij werden voor de keuze gesteld om nog eens 1,9 miljoen dollar aan initiatiefnemer Global State over te maken of hun hele inleg van 18 miljoen dollar af te schrijven. Dat het hele project uiteindelijk alsnog op een deceptie is uitgelopen, maakt het extra pijnlijk voor de deelnemers. Maar dit geval staat niet op zichzelf. Ook andere partijen hebben hun beleggers gevraagd om extra geld bij te storten om noodlijdende vastgoedprojecten van de ondergang te redden. Het gaat met name om Amerikaanse aanbieders van vastgoed CV's. En mijn inschatting is dat de lijst de komende jaren alleen maar langer zal worden, gelet op de huidige marktomstandigheden.

Kaalslag

Terwijl in de jaren voor de economische crisis de bomen nog tot in de hemel leken te groeien, zijn de marktomstandigheden in kort tijdsbestek drastisch verslechterd. Met dank aan de aanhoudende lage rendementen op vastrentende waarden en wispelturige aandelenmarkten mocht de sector zich lang verheugen in een sterke instroom van nieuw kapitaal. De relatief hoge directe rendementen die veel fondsen in het vooruitzicht stelden, waren voor veel particuliere beleggers reden genoeg om in te stappen. Daarnaast kunnen besloten vastgoedfondsen bijdragen aan een betere risicospreiding van een beleggingsportefeuille.

Tegen het einde van 2008 had de sector een omvang bereikt van bijna 14 miljard euro en waren er ruim 100 aanbieders actief. Waaronder helaas ook een aantal dubieuze partijen, hetgeen de afgelopen jaren pijnlijk naar voren is gekomen bij de deconfitures rond Palm Invest, Royal Dubai en Golden Sun. Maar het faillissement van Euro American Investors Group, Aefides, Akron en Lemmens Groep maakte duidelijk dat ook ervaren spelers in grote problemen kunnen komen. Volgens schattingen van PropertyNL waren er vorig jaar in Nederland nog maar 40 aanbieders over. En de kaalslag is mijns inziens voorlopig nog niet voorbij.

De economische crisis heeft de (verborgen) risico's van veel vastgoedfondsen pijnlijk aan de oppervlakte gebracht. Over

het algemeen is te scherp aan de wind gezeild door met een hoge leverage te werken. Banken hebben dit ook mogelijk gemaakt door financieringen te verstrekken tegen een leverage van soms wel meer dan 90%. Hoe anders is de situatie nu. Banken stellen zich zeer terughoudend op met het verstrekken van nieuw kapitaal. Als er al leningen worden verstrekt, dan is dat tegen hogere risico-opslagen en aangescherpte loan-to-value ratio's. En aangezien de vastgoedprijzen vooral in het secundaire segment sterk onder druk zijn gekomen, geeft dat zoals al eerder is besproken grote problemen bij het herfinancieren van bestaande leningen. Een geluk is de nog altijd historisch lage rente, maar als die verder zou stijgen dan kan ik mij goed voorstellen dat er nog meer fondsen in grote problemen zullen komen.

Verdienmodel

Fondsen hebben dan in beginsel twee keuzes: of de stekker eruit trekken of de deelnemers om een aanvullende kapitaalstorting vragen. De laatste oplossing kan wat mij betreft gerechtvaardigd zijn als laatste redmiddel om een project overeind te houden. Maar ik merk dat steeds meer partijen deze zogeheten 'Capital Calls' uitschrijven om vooral de eigen organisatie draaiende te houden. De nood moet aan de man zijn, want als de naam eenmaal is besmet wordt het een stuk moeilijker om nieuwe fondsen te initiëren. Blijkbaar hebben veel partijen onvoldoende vet op de botten om de sterk gedaalde inkomsten op te vangen. Want hoe zit het verdienmodel van de sector er eigenlijk uit? Nederlandse fondsaanbieders verdienen over het algemeen aan de plaatsing van een fonds in de vorm van introductiekosten (circa 5%), aan het beheer gedurende de looptijd (circa 3%) en aan een exitfee bij verkoop (circa 15-20%).

De totale kosten lopen per fonds overigens sterk uiteen. En ook de berekeningswijze verschilt. Zo nemen sommige fondsaanbieders de aankoopssom van het vastgoed als grondslag voor de introductiekosten in plaats van het opgehaalde eigen vermogen. Feit blijft dat het eigenlijk om fee-driven producten gaat: de inkomsten zijn voor een groot deel afhankelijk van plaatsing – en afronding – van nieuwe fondsen.

En daar wringt nu net de schoen, want door de kredietcrisis en enkele frauduleuze gevallen worden er nu veel minder fondsen geplaatst dan voorheen. Weg inkomsten. Bovendien is het op dit moment vaak niet aantrekkelijk om een exit te realiseren vanwege de lagere vastgoedprijzen. Veel

fondsbeheerders kiezen er daarom voor om op inspraak van de participanten de looptijd te verlengen. Als de exploitatie van het vastgoed voldoende inkomsten genereert om de rente en aflossing aan de bank te betalen, dan is ook de beheerfee veilig gesteld. Maar helaas is die niet altijd voldoende om de overhead te dekken.

Partijen die actief zijn met projectontwikkeling lopen de meeste risico's met hun verdienmodel. Zij zijn immers vooral afhankelijk van een tijdige verkoop, waardoor de ontwikkelingswinst gerealiseerd kan worden. Stagneert de verkoop van lopende projecten of kunnen er geen nieuwe fondsen worden geplaatst, dan dreigt al snel een liquiditeitsprobleem. Ook de moeizame opstelling van de banken brengt fondsaanbieders in de problemen. Door de teruggelopen financiering en waardedaling van vastgoed moeten fondsaanbieders wel een beroep doen op de participanten. Beleggers zijn in feite gedwongen om bij te storten, want anders trekt men gewoon de stekker eruit. Bijkomend voordeel van de bijstortingen is dat de beheerfee alsnog wordt geïnd. Maar een Capital Call mag vanzelfsprekend geen extra inkomstenbron worden voor sommige fondsaanbieders. Zij doen er goed aan de overhead aan te passen aan de gewijzigde marktomstandigheden en fors in te krimpen, of anders de krachten te bundelen. Schaalgrootte maakt partijen veel minder kwetsbaar. Organisaties moeten in staat zijn om periodes waarin weinig of geen nieuwe producten worden geplaatst uit te zingen. Om een gezonde bedrijfsvoering op de lange termijn te garanderen is de plaatsing van nieuwe producten uiteraard wel van belang, maar op korte termijn mogen de inkomsten hier nooit van afhankelijk zijn.

Ik vind het dan ook verstandig dat de sector eens kritisch kijkt naar het verdienmodel en meer inzicht geeft in de beheerstructuur. En wat mij betreft mag de AFM hier dwang uitoefenen, in navolging van de maatregelen die reeds genomen zijn ten aanzien van het provisiesysteem in de verzekeringssector. Aanbieders van vastgoedproducten zijn geen marketinghuizen, maar vastgoedbeleggingsinstellingen met dezelfde belangen als de beleggers. Althans zo zou het naar mijn mening moeten zijn.

Meer toezicht

Gelukkig ziet de AFM ook in dat zij haar toezicht dient te verscherpen. Zoals bekend zijn aanbieders vrijgesteld van toezicht indien het fondsvermogen niet groter is dan €2,5 miljoen of bij participaties van minimaal €50.000. Het prospectus behoeft in dat geval ook geen goedkeuring van de AFM. Naar verwachting zal de grens met ingang van volgend jaar worden opgetrokken naar minimaal €100.000. Een goede zaak, want nu valt 80 procent van de besloten vastgoedfondsen nog buiten het toezicht van de AFM. Dat percentage zal bij de nieuwe grens drastisch slinken.

Verder is het positief om te zien dat er ook steeds meer toezicht vanuit de sector zelf komt, door onder andere de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV). En dan te bedenken dat er vijf jaar geleden nog nauwelijks toezicht

vanuit de branche was. Dat zijn goede ontwikkelingen voor de particuliere belegger die zich in de rug gesteund ziet. Wel is het belangrijk dat het track record van de aanbieders wordt gecorrigeerd voor eventuele Capital Calls, hetgeen bijvoorbeeld door de STV nu nog niet wordt gedaan. Hierdoor ontstaat een vertekend beeld van de werkelijkheid. Hoewel we zoals gezegd de komende jaren nog wel meer problemen bij lopende vastgoedfondsen mogen verwachten, leidt de huidige kaalslag er hopelijk toe dat op termijn alleen nog kwalitatief goede aanbieders overblijven. Het kaf wordt van het koren gescheiden. En nu maar hopen dat er geen nieuwe avonturiers op de markt komen.

copyright © Beurswaage 17 februari 2011

Gelet op de aard van haar activiteiten is Beurswaage B.V. niet vergunningplichtig ingevolge de Wet op het financieel toezicht en staat Beurswaage B.V. niet onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.

BEURSWAAGE



Beurswaage B.V.

Stationsweg 44
6861 EJ Oosterbeek

Postbus 479
6710 BL Ede

T (026) 7440033
F (026) 7440034

info@beurswaage.nl
www.beurswaage.nl

Bankrekeningnummer
49.45.47.642

KvK Midden-Nederland
32111454

Wegen naar rendement