

Beleggen in een vastgoed CV

Een alternatief voor beleggen in aandelen of vastrentende waarden is beleggen in vastgoed. De belegger kan ervoor kiezen zelf vastgoed te kopen, of dit over te laten aan een beheerder van een fonds. Door het vastgoed niet zelf te kopen, wordt de belegger 'ontzorgd', kan met minder geld worden belegd en kan beter worden gespreid. Indien het fonds niet beursgenoteerd is, dan heeft de belegger niet zoveel te maken met dagelijkse fluctuaties van de waarde van de belegging. Bij een vastgoedfonds kan gekozen worden voor verschillende juridische vormen zoals BV, Fonds voor Gemene Rekening en CV. Dit artikel bespreekt de werking van vastgoed CV's en waar je als belegger op zou moeten letten. En waarom het beleggen in een vastgoed-CV voor bepaalde beleggers interessant kan zijn.



Wat is een vastgoed CV?

Een Commanditaire Vennootschap (CV) is een overeenkomst tussen een beherend vennoot en commanditaire (of stille) vennoten. De beherend vennoot, vaak een BV, is de bestuurder van de CV. De commanditaire vennoten zijn de beleggers die het vermogen inbrengen in de CV. De commanditair vennoten zijn niet aansprakelijk, tenzij ze zich actief bemoeien met het bestuur van de CV. Het maximale risico dat zij lopen is het verlies van hun ingelegde vermogen indien de belegging slecht uitpakt. Commanditair vennoten kunnen zowel privépersonen als rechtspersonen zijn.

Bij een vastgoed CV wordt het ingelegde vermogen belegd in vastgoed. Omdat de CV geen rechtspersoon is, kan de CV geen goederen op naam hebben. Bij vastgoed CV's wordt daarom een bewaarder aangewezen, veelal een Stichting, die de juridisch eigenaar is van het vastgoed.

Het doel van een vastgoed CV is om met een aantal participanten (commanditair vennoten) gezamenlijk te beleggen in een vastgoedportefeuille, teneinde een rendement te behalen. Het rendement bestaat enerzijds uit een direct rendement, in casu de bruto huurinkomsten minus alle kosten en anderzijds uit een indirect rendement: de waardeveranderingen van het vastgoed bij verkoop.

Zoals bij alle beleggingen kleven er ook risico's aan beleggingen in vastgoed CV's; de belangrijkste worden later in dit artikel beschreven. Ook wordt stilgestaan bij de taken van de beheerder en de bewaarder. Ten slotte wordt in enkele rekenvoorbeelden uitgelegd wat de voornaamste financiële variabelen zijn bij een belegging in een vastgoed CV.

Zoals bij alle beleggingen kleven er ook risico's aan beleggingen in vastgoed CV's

Rol van de beheerder, bewaarder en de CV

De beherend vennoot, meestal aangeduid als de beheerder, is belast met het beheer van het samengebrachte vermogen van de CV en dient te handelen in het belang van alle vennoten. In diverse documenten is beschreven wat de rol, taken en verantwoordelijkheden van de beheerder zijn. Zo is er de CV-overeenkomst, de overeenkomst van beheer en bewaring en is er meestal ook een Prospectus of Informatiememorandum opgesteld. De voornaamste taken van de beheerder zijn:

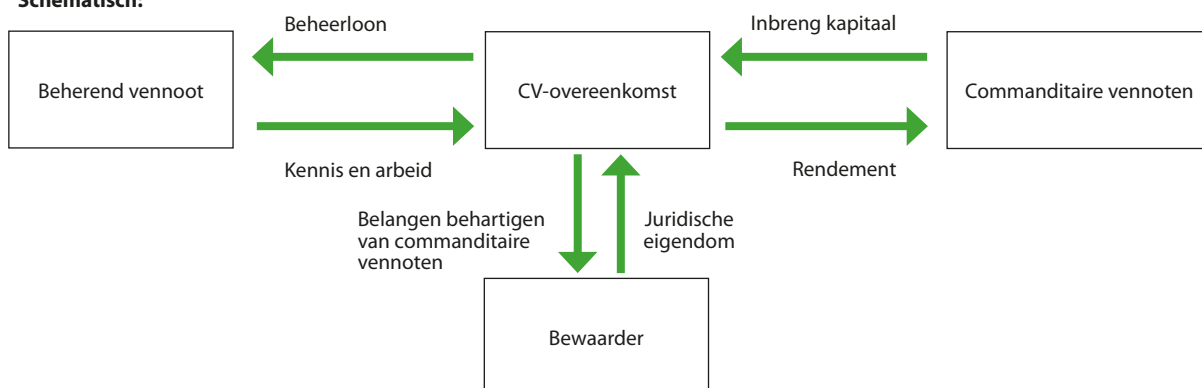
- Aan- en verkoop van de vastgoedobjecten. Binnen de richtlijnen van bovenstaande documenten is de beheerder verantwoordelijk voor de opbouw en afbouw van de vastgoedportefeuille. Soms is voor bepaalde beslissingen goedkeuring van de vergadering van vennoten benodigd.
- Administratie en het opstellen van (kwartaal) rapportages en jaarrekening. De controle van de jaarrekening wordt meestal extern, door

een accountant, gedaan. De beheerder roept jaarlijks een vergadering van alle vennoten bijeen, waarin o.a. de jaarstukken goedgekeurd worden en de uitkeringen aan de vennoten worden vastgesteld.

- De beheerder sluit alle benodigde verzekeringen af en zorgt ervoor dat de vastgoedobjecten zoveel mogelijk volledig verhuurd worden. Ook is de beheerder verantwoordelijk voor het in standhouden van de kwaliteit van het vastgoed (onderhoud) en voor het aanbieden van de benodigde faciliteiten (bijvoorbeeld internet, gas/water/elektra, schoonmaak, parkeren).

De beheerder kan veel taken uitbesteden aan specialistische partijen. Voor het regisseren en uitvoeren van alle taken en voor de verantwoordelijkheden ontvangt de beheerder een beheervergoeding van de CV.

Schematisch:



Vastgoed wordt in het algemeen gezien als waardebestendig, mits het onderhoud goed wordt uitgevoerd

De bewaarder, meestal een stichting, zal uitsluitend in het belang van de vennoten van de CV de activa (vastgoed) van de CV bewaren. De bewaarder ziet toe op alle geldstromen van de CV en zal de gelden aanwenden ter verwezenlijking van het doel van de CV op aanwijzing van de beheerder. Ten slotte houdt de bewaarder een register aan met de gegevens van alle vennoten, alsmede het ingelegde bedrag c.q. aantal participaties per venoot. Het is belangrijk voor elke CV een aparte stichting bewaarder op te richten, zodat problemen in de ene CV een andere CV niet kunnen beïnvloeden.

De CV-overeenkomst beschrijft op welke wijze en onder welke voorwaarden de vennoten zullen samenwerken. Doel, duur, governance en overige spelregels zijn de belangrijkste onderwerpen.

De voordelen van het beleggen in een vastgoed CV

In de huidige lage rente-omgeving kan een veel hoger direct rendement (huur) gerealiseerd worden dan op een spaarrekening (rente), op obligaties (coupon) of op aandelen (dividend). Afhankelijk van het type vastgoed en de locatie kan al snel een bruto aanvangshuurrendement van tussen de 4% en 7% gerealiseerd worden. Dit zijn rendementen bij volledig verhuur van de verhuurbare ruimte. Indien een gedeelte wordt gefinancierd met vreemd vermogen, bijvoorbeeld een hypothecaire banklening, kan bij de huidige lage rente het rendement op de investering aanmerke-

lijk verhoogd worden. Later in dit artikel wordt op deze *financial leverage* teruggekomen. Naast dit directe rendement kan het vastgoed ook in waarde stijgen. Bij verkoop van het vastgoed kan deze waardeverhoging worden gerealiseerd.

Vastgoed wordt in het algemeen gezien als waardebestendig, mits het onderhoud goed wordt uitgevoerd. De meeste huurcontracten voorzien in een jaarlijkse stijging van de huur in lijn met de inflatie. Daarnaast is direct vastgoed niet getoeterd aan een beurs, zodat beleggers niet zenuwachtig hoeven te worden van dagelijkse fluctuaties. Ook kunnen beleggers een emotionele waarde geven aan het beleggen in vastgoed, doordat duidelijk is aan te wijzen waar de belegger eigenaar van is.

Specifiek kan een belegging in een vastgoed CV additionele voordelen geven ten opzichte van het zelf direct beleggen in vastgoed:

- De belegger wordt 'ontzorgd': dit wil zeggen dat de belegger geen activiteiten hoeft uit te voeren die het beleggen in vastgoed met zich meebrengt, zoals het selecteren van vastgoed voor aan- en verkoop, het zoeken van huurders en innen van huurpenningen, het verzekeren, het financieren met vreemd vermogen, het verzorgen van de aangeboden faciliteiten (bijvoorbeeld gas/water/elektra, internet, schoonmaak, parkeren), en vooral ook het goed onderhouden van het vastgoed.
- De belegger kan gebruikmaken van de expertise van een beheerder. Veel vastgoedbeleggers weten best veel over de verschillende vastgoedmarkten, maar als het aankomt op het kopen van specifieke objecten op specifieke locaties met specifieke huurcontracten en andere voorwaarden, dan kan het een voordeel zijn gebruik te maken van een beheerder met bepaalde expertise.



- Veel beleggers willen best in vastgoed beleggen, maar hebben niet de middelen om een of meerdere vastgoedobjecten te kopen. Via een vastgoed CV is het mogelijk om met kleinere bedragen toch te beleggen in direct vastgoed. Daarnaast kan dan beter gespreid worden, aangezien in een vastgoed CV meestal belegd wordt in meerdere, soms veel, vastgoedobjecten. Het specifieke risico dat er net iets is met het enige pand in bezit kan je belegging zeer negatief beïnvloeden, terwijl als dit gebeurt met één van vele panden, het effect te overzien is.
- Voor privé beleggers in box 3 kan het nettorendement nog flink toenemen. Het op te geven vermogen van deze belegging (WOZ-waarde minus afslag verhuur [15%] minus de hypotheeklening) kan heel laag zijn of zelfs nul.

Risico's bij het beleggen in vastgoed CV's

Net zoals bij alle andere beleggingscategorieën zijn risico's inherent aan beleggen. De belangrijkste risico's van beleggen in vastgoed in het algemeen, en in vastgoed CV's in het bijzonder zijn de volgende:

- Economische neergang. In tijden van economische rampspoed is de kans groter dat huurders niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Bedrijven kunnen failliet gaan, huurders kunnen werkloos worden, waardoor de huurpenningen niet of niet meer volledig worden betaald. Ook kan de vraag naar vastgoed afnemen, waardoor de panden in waarde dalen.
- Leegstands- en marktrisico. Een van de grootste risico's voor vastgoedbeleggers is leegstand. Dit speelt vooral indien er in bepaalde segmenten meer aanbod van vastgoed is dan vraag van huurders naar ruimte. Huurinkomsten worden dan minder, terwijl de meeste kosten doorlopen.
- Onderhoudsrisico. Aangekocht vastgoed kan van mindere kwaliteit zijn dan gedacht, zodat de kosten van (groot) onderhoud veel hoger kunnen uitvallen dan verwacht. Ook kunnen zich calamiteiten zoals brand- en waterschade voordoen waardoor meer kosten gemaakt moeten worden en de huurinkomsten tot realisatie van de herbouw wegvallen.
- Verzekeringsrisico. Het kan voorkomen dat bepaalde schade aan panden uitgesloten is van verzekering, of dat er sprake is van onderverzekering.
- Liquiditeitsrisico. Dit is een belangrijk risico bij vastgoed. Andere beleggingen, zoals aandelen en obligaties, zijn veelal genoteerd op een beurs waar ze dagelijks gekocht en verkocht kunnen worden. Direct vastgoed is niet beursgenoteerd en het verkopen van vastgoed kan langer duren. Daarnaast zijn de transactiekosten hoog en is er minder prijstransparantie, waardoor het vaak moeilijker in te schatten is wat de uiteindelijke verkoopwaarde wordt.
- Verhandelbaarheidsrisico. Bij de meeste beleggingsfondsen is het mogelijk je participaties dagelijks te kopen en te verkopen. Bij een CV werkt dat anders; pas als de beherend vennoot en alle commanditaire vennoten, alsmede een eventueel financierende bank hierin toestemt, kunnen participaties worden overgedragen aan andere beleggers bij een besloten CV. Wel kunnen participaties in de eerste bloedlijn worden overgedragen.
- Juridische, fiscale en politieke risico's. Een wijziging van juridische of fiscale verandering regels kan het rendement voor beleggers negatief beïnvloeden. Meestal hebben grote wijzigingen betrekking op nieuwe, en niet op bestaande constructies.
- Financierings- en renterisico. Indien vastgoed gedeeltelijk met vreemd vermogen is gefinancierd kunnen bij herfinanciering de voorwaarden negatief uitpakken. Zo kan het



zijn dat bepaald vastgoed niet meer voor financiering in aanmerking komt, of dat de rente fors is gestegen.

- Toezichts-, governance- en beheerdersrisico. Onder voorwaarden kunnen vastgoed CV's worden vrijgesteld van toezicht door de AFM, o.a. indien de minimale inleg hoger is dan € 100.000. Bij vastgoed CV's is de deskundigheid en de betrouwbaarheid van de behorend venoot extra belangrijk. Ook de relatie tussen behorend venoot, commanditaire vennoten en bewaarder, alsmede de rechten van de beleggers (commanditaire vennoten) zijn belangrijke aandachtspunten.
- Deflatierisico. In tijden van algemene prijsdalingen kunnen huren dalen, terwijl sommige kosten (bijvoorbeeld rentekosten) niet dalen.
- Concentratierisico. Het beleggen in minder panden, in minder segmenten op minder locaties brengt meer risico's met zich mee dan

het beleggen in een grotere, gespreide portefeuille.

- Kostenrisico's. Let op de eenmalige kosten, zoals oprichtingskosten, belasting en provisies voor bemiddeling hypotheeklening en beleggersinleg, maar ook op de doorlopende kosten, zoals kosten voor verzekering, beheer en energie. Verschillen tussen CV's kunnen erg groot zijn.

De gevoeligheid van de belangrijkste variabelen op het rendement van vastgoed CV's

Naast de aankoop prijs zijn de belangrijkste variabelen die het rendement van vastgoed CV's beïnvloeden:

1. Hoogte van de financial leverage. Indien de panden volledig zijn gefinancierd met de inbreng door de beleggers, dan is de financial leverage 0%. Indien de helft is gefinancierd door een bank, dan is de financial leverage 50%.



2. Hoogte van de huuropbrengsten. Een van de belangrijkste risico's voor vastgoedbeleggers is leegstand. Hoe meer leegstand, hoe minder de huuropbrengsten.
3. Hoogte van de kosten. Bijvoorbeeld door een tegenvaller op groot onderhoud kunnen de kosten tegenvallen.

In het volgende voorbeeld worden de gevoeligheden zichtbaar gemaakt in vier scenario's. Uitgangspunt is een investering in vastgoed van € 10 miljoen, zonder eenmalige kosten. Voor de eenvoud zijn er geen waardeveranderingen van het vastgoed en wordt er niet afgelost op de eventuele banklening.

In de eerste twee scenario's is er geen financial leverage; er is alleen eigen vermogen. In de laatste twee scenario's is er een financial leverage van 60%. Scenario 1 en 3 gaan uit van een goede bezetting en geen uitzonderlijke kosten, terwijl scenario 2 en 4 uitgaan van een uitzonderlijk hoge leegstand en forse tegenvallers bij de (onderhouds)kosten.

Overigens voegt financial leverage natuurlijk alleen waarde toe indien de rente op de banklening duidelijk lager is dan het (netto) huurrendement. Als de kans op een goed netto huurrendement re-

latief hoog is (weinig kans op leegstand, weinig tegenvallers op onderhoud te verwachten bijvoorbeeld bij goedkopere nieuwbouw huurwoningen in de steden), lijkt een hogere financial leverage bij de huidige rente een goede manier om het rendement op de investering te verhogen. Als er veel risico op leegstand is, en bij panden in slechte staat, kan wellicht beter gekozen worden voor weinig of geen financial leverage. Overigens houden financiers, zoals banken, hier ook al rekening mee. Wat blijkt uit het bovenstaande voorbeeld is dat pas bij uitzonderlijk hoge leegstand, en substantiële tegenvallers in kosten (onderhoud), het directe rendement lager uitkomt dan op een spaarrekening.

Checklist

Zoals bovenstaande voorbeelden laten zien kan een belegging in een vastgoed CV een goed rendement bieden bij een verantwoord risico. Onderstaande checklist is een hulpmiddel bij het bepalen of een zekere vastgoed-CV een passende en goede belegging kan zijn voor een bepaalde belegger.

- Hoe liquide is een participatie? En wat is de minimale participatie in euro's? Vaak is de looptijd van een CV voor een onbepaalde, langere tijd. Je moet er rekening mee houden dat je tussentijds de belegging niet kunt verkopen.

Scenario		1	2	3	4
Inleg beleggers		10.000.000	10.000.000	4.000.000	4.000.000
Financiering Bank	0% leverage	-	0%	60%	60%
Investering in vastgoed		10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
Huuropbrengsten 6,5%	2% leegstand	637.000	30%	445.900	2%
Exploitatie- en CV kosten	1% van investering	100.000	3%	300.000	1%
Rentekosten (3%)		-	-	180.000	180.000
Netto jaaropbrengst		537.000	145.900	357.000	-34.100
Rendement voor belegger		5,4%	1,5%	8,9%	-0,9%

De beleggingshorizon dient dus lang genoeg te zijn (bijvoorbeeld tien jaar) en een goed handvat is dat illiquide beleggingen niet meer dan 20% van de totale beleggingsportefeuille dienen te zijn. Voor pensioenfondsen, met duidelijk langer lopende verplichtingen, en zeer vermogende particulieren, kan dit percentage hoger liggen.

- In wat voor vastgoed belegt de CV op welke locatie? Wat is de kwaliteit van het vastgoed? Om een goede indruk te krijgen, kan het nuttig zijn een aantal panden te bezichtigen. Wat zijn de (toekomstige) vraag- en aanbodverhoudingen? Wat is de kans op leegstand en hoe lang is de resterende duur van de huurcontracten?
- Maakt de CV gebruik van financial leverage (banklening) of niet? Indien wel, wat zijn de condities zoals rentepercentage, aflossing, looptijd en zekerheden?
- Hoe is het gesteld met de inspraak en zeggenschap voor investeerders? Wie is de beherend vennoot en hoe zit het met de deskundigheid en betrouwbaarheid? Zijn er voldoende functiescheidingen en wordt de administratie en de jaarrekening extern gecontroleerd?
- Is er een helder en transparant prospectus of informatie memorandum? Staat daar alle informatie in om de belegging goed te kunnen beoordelen?
- Wat is het verwachte rendement? Welke aannames zijn daarbij gemaakt en zijn deze reëel? Zijn er verschillende scenario-analyses gemaakt voor het verwachte rendement?
- Hoe steekt een belegging in de vastgoed CV af tegenover andere vastgoedbeleggingen? En

hoe tegenover aandelen en obligaties? In sommige tijden kan een obligatiebelegging een betere risico-rendementsverhouding hebben, bijvoorbeeld als de rente hoog staat en het de verwachting is dat de inflatie en economie zullen dalen. Momenteel zitten we echter in een omgeving van lage rente en aantrekkelijke inflatie, waardoor een belegging in een vastgoed CV aantrekkelijk lijkt.

- Hoe zit het met de kostenstructuur? Welke kosten komen voor rekening van de huurders, en welke voor de verhuurders (CV)? Wat zijn de eenmalige kosten en de doorlopende kosten?

Afweging

In het algemeen kan gesteld worden dat een hoger rendement alleen behaald kan worden door meer risico's te nemen. Voor de belegger is het telkens afwegen welke risico's hij bereid is te nemen in ruil voor een hoger rendement. Doordat voor sommige beleggers het ene risico minder weegt dan het andere risico, kan een betere risico-rendementsverhouding worden gerealiseerd. Een belegger die een korte beleggingshorizon heeft, kan beter een groter deel van de beleggingen alloceren in liquide vastrentende beleggingen. Een belegger met een lange beleggingshorizon kan een groter deel van de beleggingen onderbrengen in illiquide beleggingen. Ook zijn bepaalde beleggingen niet voor elke belegger toegankelijk, bijvoorbeeld sommige vastgoed CV's hebben een minimale inleg van € 100.000. Gezien de huidige lage rentestand hebben veel vastgoedbeleggingen een gunstige risico-rendementsverhouding.



Roland de Die
is partner bij FinCom en betrokken bij beheer en structurering van vastgoed CV's