

## Analyse RijnVast Obligatiefonds Duitsland I B.V.



### Algemeen

De nieuwe initiatiefnemer RijnVast B.V. biedt een belegging aan in de vorm van een obligatiefonds met een obligatielening van € 2.100.000,-. In feite verstrekken de participanten een lening aan het fonds en deze koopt daarmee vastgoed in Duitsland. Het fonds heeft een verwachte looptijd van tien jaren. Hoewel sprake is van een nieuwe aanbieder, hebben de directeur/eigenaren van de initiator wel een jarenlange ervaring op het gebied van het initiëren van vastgoedfondsen, vastgoedfinancieringen en beleggingen. Hans Beekman was onder andere betrokken bij vastgoed C.V.'s van de aanbieder GIM uit Eindhoven. Voorts is hij actief als makelaar en projectontwikkelaar. Eric Wagelaar heeft een opleiding bedrijfseconomie en verschillende vastgoedbeleggingsopleidingen. Hij werkte hiervoor bij een internationaal opererende projectontwikkelaar. Joris van Wijk heeft een opleiding bedrijfskunde en ervaring in de bankwereld, onder andere in vastgoedfinancieringen. Hans Neef studeerde bedrijfseconomie en heeft veel ervaring met fusies en overnames en vastgoedtransacties. Het fonds of de beheerder beschikt niet over een AFM vergunning. Het prospectus is ook niet onderworpen aan toetsingsplicht omdat sprake is van een vrijstelling voor fondsen kleiner dan € 2.500.000,-. Toch is het prospectus opgesteld conform de normaal geldende normen voor een prospectus en de richtlijnen van de STV waarbij de aanbieder is aangesloten.

### Aandachtspunten

- + goed uitkeringsrendement
- + lange huurcontracten met o.a. gemeente als huurder
- + gunstige aankooprijzen vastgoed

- hoge vastgoed acquisitiekosten
- hoge bankfinanciering

### Structuur

RijnVast Obligatiefonds Duitsland I B.V. is een besloten vennootschap. Alle aandelen zijn indirect in handen van en de directie wordt gevoerd door RijnVast B.V.. De participaties bestaan uit schuldbekentenissen van € 5.000,- (obligaties) welke aan de participanten worden uitgegeven. De flexibiliteit voor u als belegger is beperkt omdat de overdracht van de obligaties alleen mag na toestemming van het fonds en u moet zelf een koper zien te vinden. Ga dus uit van een belegging met een termijn van 8 - 10 jaren. De participanten verkrijgen een obligatie en worden obligatiehouder in het fonds. In feite geeft men een lening aan het fonds welke daarvoor een schuldbekentenis afgeeft. Het fonds gebruikt deze lening voor de aankoop van het vastgoed. Opvallend hier is dat het fonds zelf het vastgoed in eigendom verkrijgt. Meestal zie je bij obligatiefondsen een aparte vennootschap in Nederland of Duitsland die het vastgoed houdt. Voordeel voor de belegger is dat de vennootschap die de lening neemt ook de bezittingen heeft. Eén van de kenmerken van een obligatiefonds is dat de participant geen zeggenschap heeft op het fonds in verhouding tot participaties in een CV of Certificaten in een open fonds en geen (in)directe eigendom van het

vastgoed. Wel heeft bij dit fonds de obligatiehouder invloed op de samenstelling van het bestuur van de Stichting Obligatiehouders RijnVast. Hier staat tegenover dat het rendement positief wordt beïnvloed door een lagere belastingdruk.

RijnVast beschikt verder over een Raad van Advies en de Stichting Obligatiehouders RijnVast. Beide organen zijn onafhankelijk van de aanbieder en bestaan uit ervaren personen, zoals voormalig Robeco-bestuurder drs Hans (H.H.) van der Koogh. De stichting behartigt de belangen van de beleggers en heeft als zekerheid recht van tweede hypotheek op het vastgoed.

Fiscaal is sprake van een belegging van vermogen: de particulier belegger wordt slechts belast via de forfaitaire heffing van 1,2% in Box 3 van de inkomstenbelasting. Op een eventueel positief exploitatieresultaat of verkoopwinst zal het fonds zelf wel vennootschapsbelasting in Duitsland moeten betalen. De belastingdruk is echter beperkt door gebruik te maken van renteaftrekgeregels en afschrijving op het vastgoed. Aandachtspunt is de zorg voor de aftrekbaarheid van de rente op het Duitse niveau. RijnVast heeft de structuur dusdanig opgezet dat dit risico voldoende afgedekt is.

## Vastgoed

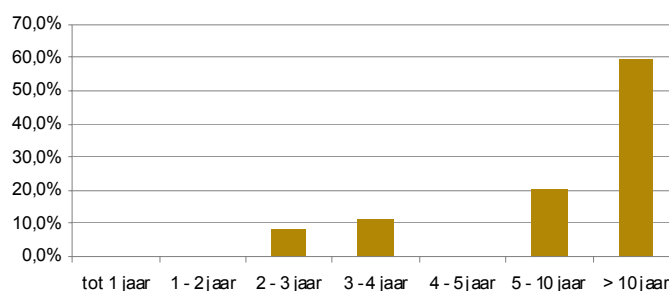
Het vastgoed van de RijnVast fondsen dient te passen binnen het beleggingsbeleid van de aanbieder. Het kan dan gaan om kantoren, winkels en woningen waarbij een goede spreiding, locatie en kwalitatief hoogwaardig vastgoed van belang zijn.

Voor dit obligatiefonds zijn de volgende twee objecten aangekocht:

- **Düsseldorf**, Woringenstrasse is een kantoorpand van 8 bouwlagen en een parkeergarage. Het kantoordeel betreft 2.700 m<sup>2</sup>. Het pand is gebouwd in 1973 en in 1993 grondig gerenoveerd. Tevens wordt het direct na aankoop verbouwd voor de nieuwe huurder. In de prognose is rekening gehouden met verbouwingskosten en het feit dat de verbouwing ruim 4 maanden zal duren. Düsseldorf hoeft weinig toelichting en het gebouw ligt bij het centrum. Een gedeelte van het gebouw beschikt over een vergunning voor het gebruik als speelhal. Deze 233 m<sup>2</sup> is verhuurd voor € 42.200,- per jaar aan Freizeitanlagen GmbH tot eind 2011. RijnVast gaat uit van een verlenging van dit contract, besprekingen hiertoe zijn volgens RijnVast al opgestart. De rest van de kantoren en de parkeerplaatsen wordt verhuurd aan de gemeente Düsseldorf. Dit is een uitstekende huurder omdat Düsseldorf één van de rijkste gemeenten van Duitsland is. Het huurcontract wordt zelfs aangegaan voor een periode van 15 jaren na afronding van de verbouwing. De huur bedraagt € 299.897,-. De aanschafprijs van het object inclusief de geraamde verbouwingskosten ligt ruim onder de taxatiewaarde (van € 4.400.000,-) en bedraagt € 3.750.000,- bij een totale huur van € 342.097,-. De huurprijs per m<sup>2</sup> ligt op € 9,50 voor de kantoorruimte hetgeen voor een centrumlocatie aan de onderkant van de markt is. De verbouwingskosten worden geraamd op € 1.100.000,-. Een overschrijding hiervan komt voor risico van de huurder en is niet te verwachten omdat sprake is van bindende offertes. De aankoopkosten inclusief kosten koper zijn in totaal ongeveer € 3.895.200,- zodat de BAR vrij op naam 8,8% bedraagt bij een factor van 11,4 x de huurinkomsten. Gelet op de kwaliteit van de huurder en de looptijd van het huurcontract is hier sprake van een zeer gunstige inkoopprijs.
- **Hückelhoven**, Wildauerplatz. Deze plaats heeft wel enige toelichting nodig. Het is een kleinere plaats van 41.000 inwoners gelegen in het gebied tussen Düsseldorf, Roermond en Aken. De stad heeft wel een regionale uitstraling, met name als winkellocatie. Het object is gelegen in het vernieuwde centrum van de stad. Het bestaat uit 5 bouwlagen inclusief de kelder verdieping. Op de begane grond zijn 4 commerciële ruimten en zijn er 4 garageboxen. De rest van het pand bestaat uit 12 appartementen. Het gebouw is nieuw en gebouwd in 2007. De commerciële ruimten zijn verhuurd aan twee gebruikers: 3 van de ruimtes zijn geschakeld en deze 269 m<sup>2</sup> zijn verhuurd tot mei 2012 aan Radeke en 1 ruimte van 200 m<sup>2</sup> is verhuurd aan Jolly Joker tot mei 2017, met vergunning voor gebruik als speelhal. Dit betreft wel 24% van de huurinkomsten van dit object. Beide huurders zijn lokale middenstanders met een normale kredietwaardigheid volgens

externe rapporten. De appartementen zijn voor onbepaalde tijd verhuurd aan particulieren. Hier wordt rekening gehouden met wat frictieleeftijd. De koopsom van dit object bedraagt € 2.250.000,- bij totale huurinkomsten van € 160.734,-. De aankoopkosten inclusief kosten koper bedragen ongeveer € 2.335.280,- dus de BAR vrij op naam is 6,9% ofwel een factor van 14,5 x de jaarhuur. De huurprijzen voor zowel de commerciële ruimten als de appartementen liggen volgens het prospectus aan de bovenkant van de markt omdat het om een nieuw object gaat met een goede ligging.

De gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten is ca. 11 jaar.



## Fondsinvestering

De totale fondsomvang bedraagt hier € 7.170.000,-. Daarvan is ongeveer € 6.500.000,- gebruikt voor het vastgoed inclusief kosten. De liquiditeitsreserve bedraagt € 131.147,- en is daarmee voldoende ten opzichte van de fondsomvang. Van de fondsinvestering wordt € 160.000,- gefinancierd met eigen vermogen en € 4.910.000,- via een hypotheek. Het restant van € 2.100.000,- wordt als obligatielening via de beleggers betaald. Het gaat dan om 420 obligaties van € 5.000,- per stuk. Een afname van ten minste 2 stuks is noodzakelijk.

## Financiering

Voor de financiering van de € 2.100.000,- obligaties wordt een rente uitgekeerd aan de beleggers welke afkomstig is uit het resultaat van het fonds. Voor de hypothecaire leningen is sprake van twee financieringen. Düsseldorf is voor € 2.950.000,- gefinancierd door FGH Bank tegen een rente van 6,07% voor 7 jaar en een aflossing vanaf 2011 van bijna € 30.000,- per jaar. Hückelhoven is voor 7 jaar rentevast gefinancierd voor € 1.960.000,- bij de Kreissparkasse Heinsberg (een lokale bank) tegen 5,55% rente en een aflossing vanaf 2009 in 30 jaar. De totale bankfinanciering bedraagt € 4.910.000,-. Dat is 80% van de koopsom inclusief kosten koper van het vastgoed.

## Resultaat

De vaste uitkering op de obligaties bedraagt een couponrente van 7,5%. Na vijf jaar zal deze volgens de prognose verhoogd worden naar 8%. Tevens hebben de obligatiehouders bij dit fonds recht op een winstdeling bij verkoop van het vastgoed van 50% van het netto resultaat. De totale verwachte winst kan dan oplopen tot 10,7% gemiddeld per jaar. In ieder geval een

goed uitkeringsrendement dat per kwartaal achteraf zal worden uitgekeerd. Het gaat hier niet om gegarandeerd rendement. Het rendement wordt positief beïnvloed door de gekozen structuur van de obligatielening waardoor de renteaftrekmogelijkheid optimaal benut wordt. Zekerheid is er alleen in de vorm van een tweede hypotheek op het vastgoed dat gehouden wordt door de stichting.

## Kosten

De exploitatiekosten op het vastgoed zijn marktconform voor de posten die zijn meegenomen in de prognose. De onderhoudskosten zijn goed gemotiveerd begroot op ruim 2% van de huursom. Opvallend is dat er geen kosten zijn opgenomen voor eigenaarlasten, verzekeringen en belastingen. De aanbieder geeft aan dat deze volledig worden doorberekend aan de huurders (als umlegbare nebkosten). De beheervergoeding voor het vastgoed van ongeveer 2% welke in rekening wordt gebracht is laag. Voor de jaarlijkse fondskosten wordt echter gerekend met een beheervergoeding en vennootschapskosten van 4,2% van de huur. Dit is weer vrij veel. Met frictieleeftijd is in voldoende mate rekening gehouden door voor Hückelhoven een 2,5% voorziening te rekenen.

De makelaarsvergoeding van ruim 3,5% is zelfs voor Duits vastgoed aan de hoge kant. Veelal zie je maximaal 3% doorberekend. Zeker als er ook nog € 180.000,- vastgoed acquisitiekosten ten laste van het fondsvermogen worden gebracht zijn de kosten voor de vastgoedselectie met in totaal 6,2% veel hoger dan gebruikelijk. Reden hiervan is echter een extra bonus betaald aan de makelaar, dat heeft geresulteerd in een zeer gunstige aankoop prijs voor het pand in Düsseldorf. De structureringskosten en marketingkosten gezamenlijk bedragen in totaal 4% van het fondsvermogen en zijn daarmee marktconform.

## Risico's

Op de gebruikelijke en ook in het Prospectus correct beschreven risico's wordt hier niet ingegaan.

Omdat sprake is van een goede huursituatie (zowel huurders, looptijd contracten als de prijzen) en rekening gehouden wordt met frictieleeftijd is er geen bijzonder risico in de verhuursituatie. De risicospreiding is beperkt omdat er sprake is van een relatief klein fonds met slechts twee objecten.

Voor zover overschrijdingen van de verbouwingskosten voor het pand in Düsseldorf niet kunnen worden doorberekend aan de huuder, kan dit leiden tot hogere kosten voor het vastgoed dan begroot.

Het vastgoed is voor een groot deel (75% van de taxatiewaarde) met extern vermogen van de bank gefinancierd. Dat is gunstig voor de hefboomwerking op het rendement maar kan een risico zijn bij lagere marktwaarde van het vastgoed.

Na aftrek van de couponrente blijft het exploitatieresultaat positief. Daarbij is echter geen rekening gehouden met de aflossing op de bankleningen. Er mogen geen grote tegenvallers in het resultaat zitten om het uitkeringsniveau in stand te houden.

## Opmerkingen

Er is hier sprake van een transparante structuur waardoor de kosten beperkt blijven. Gelet op de gunstige aankoop prijs van het pand te Düsseldorf is het exit rendement realistisch. Inzake de fiscale situatie in Duitsland is deskundig advies ingewonnen zodat de mogelijke risico's van de beperking van de renteaftrek op het Duitse niveau voldoende zijn ondervangen.



Düsseldorf



Hückelhoven

De analyse van Analyse RijnVast Obligatiefonds Duitsland I B.V. is in opdracht geschreven voor RijnVast B.V..

copyright © Beurswaage 8 december 2008

Beurswaage B.V. maakt gebruik van het nationaal regime voor het adviseren over rechten van deelneming in beleggingsinstellingen (zoals participaties in vastgoedfondsen) als bedoeld in artikel 2:96 Wet op het financieel toezicht ("Wft"). In die hoedanigheid staat Beurswaage B.V. onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.

Alle genoemde kosten en rendementen zijn vastgesteld op basis van prognoses. Aan deze cijfers zijn geen rechten te onlenen. De waarde van iedere belegging kan fluctueren, in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

# BEURSWAAGE



Beurswaage Fondsanalisten

Lange Wijnen 9  
Postbus 601  
1250 AP LAREN (NH)

T 035 538 00 60  
F 035 538 65 55

[info@beurswaage.nl](mailto:info@beurswaage.nl)  
[www.beurswaage.nl](http://www.beurswaage.nl)

Bankrekeningnummer  
49.45.47.642

KvK Gooi- en Eemland  
32111454

*Wegen naar rendement*