

Toekomst markt Vastgoed CV

en de rol van Corporate Governance

Discussie paper

ASRE Onderzoeksseminar januari 2009

Drs P.J.H. van Harderwijk

Discussie nota ten behoeve van het ASRE Onderzoeksseminar van
22 januari 2009 over het thema 'Vastgoed CV's'

Inhoudsopgave

Toekomst markt Vastgoed CV.....	1
Inhoudsopgave	2
Inleiding	3
1. Prelude	4
1.1 Overzicht.....	4
1.2	4
2. Toekomst markt vastgoed CV	6
2.1 Overzicht.....	6
2.2	6
3. Rol Corporate Governance	8
3.1 Overzicht.....	8
3.2	8
4. Kristallen Bol.....	10
4.1 Overzicht.....	10
4.2	10

Inleiding

De markt voor vastgoed CV's is in de periode vanaf 2000 zeer sterk toegenomen. Sinds het uitbreken van de kredietcrisis heeft het er alle schijn van dat een omgekeerde beweging is ingezet. Interessant om te zien hoe zich dat voltrekt en welke rol goed ondernemingsbestuur daarin speelt en kan spelen.

Overigens is dit geen nieuw verschijnsel. Ook in de tachtiger jaren van de vorige eeuw was er een ware hausse aan vastgoedpartijen die besloten fondsen aanboden. Daarvan zijn er ten tijde van de terugval in de periode rond 1990 maar weinig in dezelfde vorm van overgebleven. Het zou een interessante studie opleveren om te onderzoeken welke partijen destijds verdwenen en welke overbleven en wat daar de reden voor was.

1. Prelude

1.1 Overzicht

- Voorjaar 2005: AFM komt met ‘anekdotisch bewijs’;
- Najaar 2005: vastgoed coryfee vrees bloedbad;
- Najaar 2005: ministerie roept op tot zelfregulering;
- Zomer 2006: tweede rapport AFM: ‘geen verhoogd integriteitrisico’;
- Zomer 2007: Dubai en Turkije de vrees wordt bewaarheid?;
- Augustus 2007: Hypotheekcrisis in VS start van financiële crisis;
- Voorjaar 2008: Faillissement EAIG;
- Najaar 2008: Opnieuw diverse aanbieders in de problemen.

1.2

Toen in het voorjaar van 2005 de AFM met haar rapport kwam over de markt van aanbieders voor besloten vastgoedfondsen, was de toon scherp. Een ‘verhoogd integriteitrisico’ voor de branche als geheel werd gesignaleerd. Hiermee is destijds de eerste aanzet gedaan tot het openbreken van de markt. Bovendien werd hierdoor voor het eerste de discussie aangezwengeld over de corporate governance structuren.

De sector reageerde als door een horzel gestoken. En daar was wellicht reden voor. Het hele rapport bleek gebaseerd op zogeheten anekdotisch bewijs. In feite had de AFM een aantal mensen gesproken die geen van alle in de sector zelf actief waren. Die gesprekken vormde de basis van het onderzoek. Daarmee werd, terecht of niet ruimte gelaten voor speculatie over kinnesinne. De branche was immers in korte tijd sterk gegroeid en vormde ineens een geduchte concurrent voor de meer traditionele spelers op de vastgoedmarkt.

De discussie brandde los, maar voornamelijk binnen de vastgoedsector zelf en in de daaraan gerelateerde media. Vastgoedcoryfee Van Zadelhoff haalde wel de landelijke pers door op een congres te roepen dat het ‘een bloedbad’ zou worden. [Dat het uiteindelijke alle kenmerken van een bloedbad heeft, is naar mijn mening overigens niet voornamelijk veroorzaakt door de redenen die destijds door hem gesignaleerd werden. Veeleer is de heftigheid van de huidige economische crisis en het gebrek aan goed ondernemingsbestuur daar debet aan].

Het ministerie van financiën kwam met de oproep tot zelfregulering en een vastgoedadvocaat versterkte (en gebruikte) de ontstane commotie door een vereniging voor vastgoed participanten op te richten (VVP).

Vanuit de branche kwamen twee initiatieven vlak na elkaar op. De Vereniging Aanbieders van Besloten vastgoedfondsen (VAB) veranderde haar bestuur en haar naam in Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF) en ging werken aan zelfregulering. Een kleine groep van vijf koplopers namen gezamenlijk het initiatief tot oprichten van de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) met als doel toetsing van nieuwe prospectussen op

transparantie en eenduidigheid van informatieverstrekking en te komen tot een branchebrede gedragscode.

Het tweede rapport van de AFM signaleerde geen verhoogd integriteitrisico. Wel werd nog even aangestipt dat de kosten die aan de fondsen in rekening gebracht werden naar mening van de AFM te hoog waren in de sector als geheel. Ook hier had de het onderzoek ruimer kunnen opzetten. Het onderzoek werd gehouden bij een relatieve kopgroep van ca. 12 aanbieders. Terwijl verwacht kon worden dat de grootste integriteitrisico's te verwachten waren bij het tweede echelon.

Een jaar later deden die situaties zich daadwerkelijk voor. Een aanbieder van Turks Vastgoed en een aanbieder van vastgoed in Dubai (al dan niet verpakt in een obligatielening) bleken de zaak gefleest te hebben. Nog meer zaken zouden in de twaalf daarop volgende maanden volgen. Niet verassend ontstonden de problemen in het bijzonder bij partijen die ondoorzichtige obligatieleningen verstrekte, overgoten met een vastgoed sausje.

Tegelijkertijd brandde in de VS de hypotheekcrisis los. Leek dit eerst nog een lokaal probleem veroorzaakt door 'Amerikaanse toestanden', inmiddels weten we wel beter. Hoewel nog steeds geluiden te horen zijn dat het allemaal de schuld is van de Amerikanen. [In feite is wereldwijd een carrousel draaiende gehouden gebaseerd op hoge leveraging, in de hand gewerkt door korte termijn winstbejag en verhuld door zeer gebrekkige corporate governance structuren].

Niet toevallig dat het eerste faillissement ontstond bij een aanbieder van, onder meer, Amerikaans vastgoed. Onderbelicht in dit faillissement is overigens dat ook hier de oorzaak ligt in slecht ondernemingsbestuur.

Inmiddels zijn we in een situatie beland waarbij een steeds groter wordende groep aanbieders in de problemen raakt.

2. Toekomst markt vastgoed CV

2.1 Overzicht

- Verdere verwijdering tussen kopgroep en ‘tweede garnituur’
- Huidige marktomstandigheden versnellen proces door gebrek aan funding capaciteit
- Hapering ‘vergoedingen machine’
- Koude sanering
- Consolidatie
- Ontstaan vernieuwde gezonde branche

2.2

Vanaf 2007 is er voorzichtig een trend waarneembaar waarbij de kopgroep zich verwijderd van de rest. In de eerste plaats in geplaatst vermogen worden de verschillen groter, maar ook op gebied van professionalisering willen de verschillende partijen zich onderscheiden. Die opsplitsing is duidelijk bijvoorbeeld tussen de groep die zich in het beginstadium aansloot bij de STV en de rest.

Door de zeer slechte situatie op de financieringsmarkt en de daaraan gekoppelde snelle waardedaling van vastgoedinvesteringen, komt een groot deel van de fondsbeheerders in de problemen. Fondsen gericht op koopwoningprojecten met een hoge financiering en onvoldoende lopende kasstromen komen in heel korte tijd in de problemen. Maar ook ander fondsen krijgen te maken met insolvabele huurders, oplopende leegstand en aflopende huurgarantieperioden die niet gevolgd worden door nieuwe huurcontracten. Deze oorzaken hebben geleid tot een stroom van onaangename berichtgeving en verzoeken tot het bijstorten van fondsvermogen.

Veel beleggers hebben bovendien ook op andere fronten geld zien verdampen en zijn bezig aan een heroriëntatie. Het optimisme is weg en is vervangen door een wezenloos gevoel van: ‘wat nu’? Vele particuliere beleggers kijken in het gunstige geval de kat uit de boom, maar grote groepen beleggers van de laatste jaren zullen de producten van vastgoed CV’s voor langere tijd of voor altijd de rug toekeren. De gevolgen zijn zeer duidelijk waarneembaar. Veel nieuw aangekondigde fondsen worden niet, of slechts gedeeltelijk geplaatst. Hierdoor worden veel fondsen teruggetrokken of worden in het geheel niet naar de markt gebracht. En dat zijn nog de relatief gunstige gevallen. Er zijn helaas ook voorbeelden van fondsen die een deel van het vermogen opgehaald hebben, die gelden ook aangewend hebben, maar niet in staat zijn om het volledige vermogen bijeen te brengen. Ook zijn de gevallen bekend van fondsen die niet aan hun afname verplichting kunnen voldoen.

Los van de directe (reputatie) schade die dit teweeg brengt, is er een fundamenteel groter probleem dat hier uit voortvloeit. De vergoedingen machine hapert. Veel fondsaanbieders

zijn voor de dekking van hun vaste lasten afhankelijk van het bijeenbrengen van nieuw vermogen. Nu dat niet meer mogelijk blijkt, zal een groot deel in de problemen komen. Ook de openstelling van een aantal fondsen heeft verscheidene aanbieders veel liquiditeiten gekost. Het niet tijdig ingrijpen in de kosten zal een versnelling teweeg brengen in het aantal gedwongen bedrijfsbeëindigingen. Te veel partijen hebben zich niet gerealiseerd dat een volledige dekking van de kosten uit vaste beheervergoedingen voorwaarde zijn voor voortbestaan.

Dit alles heeft in 2009 een koude sanering tot gevolg. Veel partijen zullen gedwongen worden versneld af te slanken. Van de probleemgevallen zullen de overlevenden die partijen zijn die het eerst en het meest voortvarend in de kosten snijden. Veel partijen zullen ergens dit jaar definitief het licht uit doen.

Wat volgt hierop is een consolidatieronde. Participanten van fondsen die ineens zonder beheerder zitten, gaan op zoek naar partijen die dat beheer over kunnen nemen. Ook zullen er partijen naarstig op zoek gaan naar mogelijkheden om zich over te laten nemen of om samen verder te gaan. En dat is goed. Daarmee zal er een kleine groep levensvatbare partijen overblijven die de eveneens aanmerkelijk kleinere groep particuliere beleggers zal bedienen. Een gezond evenwicht geeft dan een nieuwe basis voor de verdere ontwikkeling van de sector.

Het belang van corporate governance in al haar facetten wordt in dit proces op pijnlijke wijze duidelijk.

3. Rol Corporate Governance

3.1 Overzicht

Corporate Governance (goed ondernemingsbestuur): het onderscheidende vermogen waarop dit proces zich voltrekt.

- Onderscheidend vermogen door transparante communicatie
- Onderscheidend vermogen door specifieke kennis en focus
- Interne checks and balances
- Goed bestuurde ondernemingen zijn efficiënt en dus in staat om kosten voordeel te bieden aan belegger
- Goed bestuurde ondernemingen kunnen de storm uitzitten
- Goed bestuurde ondernemingen zijn niet plaatsing gedreven door juiste verhouding tussen overhead en beheervergoeding
- Onderscheidend vermogen door excellente reputatie

3.2

Vanaf het eerste rapport van de AFM ligt de term transparantie op ieders lippen bestorven. Waarom ineens zoveel aandacht hiervoor en wordt er ook daadwerkelijk veel mee gedaan?

De hele discussie over transparantie is naar aanleiding van de Commissie Tabaksblat niet meer uit het publieke domein weggeweest. Juist de vastgoedwereld heeft altijd de zweem van onderhandse transacties over zich gehad. Dat is in een situatie waarbij slechts een kleine groep professionals betrokken is niet eens heel storend. Zolang er maar openheid naar overheidsorganen is om te voorkomen dat criminele elementen geen vat op de branche krijgen.

Echter, in een situatie waarbij een zeer groot verschil in kennis- en ervaringsniveau bestaat, zoals dat tussen fonds aanbieders en particuliere investeerders per definitie is, is dit onaanvaardbaar. Door de sterk groeiende vraag naar vastgoedinvesteringen na het beursdebacle van 2000 en door de relatieve onbekendheid met het fenomeen, kon een branche ontstaan waar ondanks zeer gebrekkige transparantie de groei een grote vlucht nam.

Niet onbelangrijk in de mate van professionaliteit is de diversiteit in het bestuur van een onderneming en de controle daarop. Een bedrijf met een twee of driekoppige directie, waarvan één echte CFO en een scherpe Raad van Commissarissen zal veel eerder intern kritische vragen stellen en zwakheden blootleggen in de eigen organisatie, dan een onderneming die geleid wordt door één directeur eigenaar.

Naar nu blijkt zijn de organisaties die van meet af aan transparantie en deugdelijke communicatie hoog in hun vaandel hadden staan, ook de afgelopen twee jaar redelijk tot zeer succesvol geweest. Hun relaties zijn niet voor onaangename verrassingen komen te staan en zijn in deze moeilijke tijden constant goed geïnformeerd geweest. Dit zal met zich meebrengen dat de relaties ook een groter loyaliteitsgevoel zullen hebben naar die aanbieders en ze ook in deze periode eerder trouw blijven.

De aanbieders die zich over de tijd, of van begin af aan, een sterke focus en specialisatie hebben aangemeten, zullen beter in staat zijn om succesvol door te gaan. Hun specifieke product- en marktkennis is groter, waardoor ze ontwikkelingen eerder signaleren en er dus ook eerder op kunnen reageren of zelfs inspelen. Bovendien is hun aandacht niet versnipperd, waardoor ze in staat zijn hun relaties beter te dienen.

Door een sterke focus en een grote transparantie zijn de overheadkosten lager. Geen groot apparaat hoeft aan de gang gehouden worden om alle deelmarkten, soorten producten en relaties te bedienen. Ook wordt er minder tijd en energie verspild aan crisismanagement. Zowel op projectniveau als bij relatiemanagement blijkt in de praktijk een probleemgeval veel meer mankracht en (communicatie-)kosten op te slokken. Goed bestuurd organisaties zijn daarmee efficiënter door een woelige periode heen te loodsen en hebben nooit (te) hoge kosten hoeven berekenen aan hun relaties waardoor hun onderscheidend vermogen nog groter wordt.

Een goede verhouding tussen beheervergoedingen en overheadkosten wapenen je (tijdelijk) tegen slechte tijden. Je bent daardoor in staat om kostendekkend of zelfs winstgevend te opereren, zonder dat je nieuw vermogen hoeft te plaatsen. Het directe voordeel is duidelijk: voortbestaan. Maar ook de indirecte voordelen zijn er. Waardering en loyaliteit van bestaande relaties bijvoorbeeld of het niet gedwongen worden deals te doen die in de basis niet goed zijn of niet bij je passen.

Al die zaken samen verstevigen een reputatie. De partijen die overblijven, kunnen vervolgens op basis van die excellente reputatie hun slag slaan tijdens de consolidatiefase en de daarop volgende groeifase.

4. Kristallen Bol

4.1 Overzicht

- Hoe lang gaat deze crisis duren?
- Hoe snel voltrekt de 'koude sanering' zich?
- Hoe kan een aanbieder zich wapenen tegen de stroom aan negatieve berichtgeving?
- Hoe houdt een aanbieder zijn beleggers bij zich?
- Kan of moet de overheid een rol spelen?
- Hoe ziet de markt voor besloten beleggingsfondsen er over twee jaar uit?

4.2

Moeilijk om een voorspelling te doen over de duur van de crisis. Maar ik waag me er toch maar aan, voor wat het waard is. Ik verwacht dat 2009 gekenmerkt wordt door een onthutsende krimp van de markt met veel spelers die gaan afvallen. De consolidatiefase zal al dit jaar inzetten en tot in 2010 voortduren. Vanaf eind 2010 stabiliseert de branche weer en vanaf 2011 zal er weer ruimte zijn voor groei.

Elke aanbieder zal voor zich moeten uitmaken waarop hij zich concentreert. Een versterkte focus op de kernwaarden, de kwaliteit van dienstverlening en de een volledige transparantie (kortom: goed ondernemingsbestuur) zijn nu meer dan ooit de manier om je te wapenen tegen een uitstroom van beleggers en tegen de hausse aan negatieve berichtgeving.

De overheid zal zich in grote lijnen afzijdig moeten houden. Niet alleen is de grote schoonmaak in de sector nodig om haar voortbestaan te waarborgen, extern ingrijpen vergroot alleen maar de kans dat de zwakkeren alsnog een oneigenlijk concurrentievoordeel krijgen ten opzichte van de beter partijen. Er is wel een rol weggelegd voor de overheid. Een gezamenlijk optreden van het ministerie van financiën, DNB en de AFM in het omarmen van de uitgangspunten van de STV zou wenselijk zijn. Daarmee wordt één standaard in de sector gewaarborgd. Dat verhoogt de vergelijkbaarheid van aanbiedingen, geeft een sterke impuls aan het naleven van gedragsregels en wekt vertrouwen bij de belegger.

In elk geval zal de markt voor vastgoed CV's er over twee jaar drastisch anders uitzien. Het zal interessant zijn om het jaarlijkse lijstje in PropertyNL te volgen. Minder aanbieders, grotere fondsen en meer specialisatie. Dat is mijn inschatting.