

## Analyse Vastgoed Fundament Fonds N.V.



### Aanbieder

Annexum Invest B.V. (Annexum) met als beheermaatschappij Annexum Beheer B.V. is al vele jaren actief op de markt van vastgoedfondsen. Naast een reeks succesvolle besloten vastgoedfondsen (CV's) heeft Annexum in 2003 het semi-open fonds Vastgoed Fundament Fonds N.V. opgezet. Inmiddels is het fonds één van de grote, niet beursgenoteerde fondsen op aandelen in Nederland. De directie heeft een zeer ruime ervaring op het gebied van vastgoed en fondsen. Bij een open fonds is dat met name van belang voor de acquisitie en het beheer van het vastgoed. De heer H.W. Boissevain is onder andere werkzaam geweest bij VastNed en Rabo Securities. Sinds 2000 is hij directeur van Annexum Invest B.V. De heer S.J. Hoenderop was voordat hij in 2006 bij Annexum in dienst kwam CFO Europe bij Koninklijke Wessanen N.V. en is tevens werkzaam geweest bij Koninklijke Shell. Door de recente fusie met Bakkenist & Emmens is Annexum een leidende aanbieder van vastgoedfondsen voor de particuliere beleggingsmarkt. Annexum zal na de fusie 28 besloten fondsen en twee open fondsen beheren. Hiermee groeit het fondsvermogen naar ruim € 1 miljard en het eigen vermogen naar circa € 332 miljoen. Tevens worden beheeractiviteiten voor derden verricht.

### Aandachtspunten

- + verbetering rendement
- + hoge mate van flexibiliteit bij toe- en uittreden
- + geen kosten voor toe- en uittreden
- + spreiding vastgoedportefeuille met goede huurders

- risico in financieringsstructuur
- fondskosten door met name managementfee
- afnemend eigen vermogen

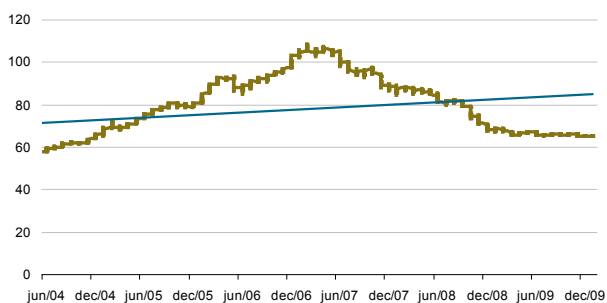
### Structuur

Vanaf 2003 is het Vastgoed Fundament Fonds een naamloze vennootschap met een in aandelen verdeeld kapitaal. De aandelen worden gehouden door Stichting Beleggersgiro VFF. De prioriteitsaandelen worden gehouden door Annexum Invest B.V. De belegger opent een beleggingsrekening bij de Stichting en kan daarop vrij inleggen. De belegger heeft een vordering op de Stichting welke een tegenwaarde vertegenwoordigt in aandelen van het fonds die door de Stichting gehouden worden. De Stichting koopt voor de inleg aandelen aan. Verkopen van de vorderingen luidende op aandelen kan eveneens dagelijks via een inkoop door het fonds. Voor de beleggers geldt een maximale flexibiliteit om dagelijks toe te treden, bij te storten of uit te treden. De administratie van de beleggersgiro is uitbesteed aan Kasbank N.V. De beleggers hebben geen rechtstreekse zeggenschap in het fonds maar kunnen daartoe op hun verzoek wel gemachtigd worden door de Stichting. De belegger kan kosteloos toe- en uittreden, het fonds betaalt de kosten voor het beheer van de beleggersgiro.

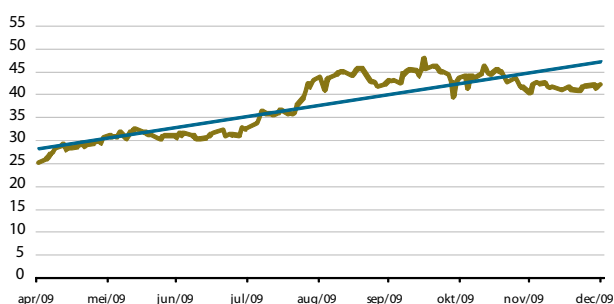
Vanaf september 2008 is sprake van een zogenaamd paraplufonds. Dat wil zeggen dat binnen het fonds subfondsen bestaan waarbij de aandelen zijn onderverdeeld in klasse A, B, en C aandelen. In elke serie kan afzonderlijk worden belegd. De oorspronkelijke aandelen van het fonds zijn omgezet in aandelen A. Elk subfonds heeft een eigen beleggingsbeleid en risico-/rendementsverhouding. De opbrengsten en kosten worden per subfonds vastgesteld. Dat geldt eveneens voor eventuele waardestijgingen en waardedalingen. De aandelen van het fonds hebben voor alle klassen een nominale waarde van € 10, - per aandeel. De handelskoers varieert dagelijks en wordt gepubliceerd op de website van het fonds en via de bekende dagbladen.

Fiscaal is voor de belegger sprake van een Box 3 belegging. Het fonds zelf betaalt geen vennootschapsbelasting omdat het een fiscale beleggingsinstelling is. De directie draagt er zorg voor dat aan de voorwaarden voor deze status voldaan wordt.

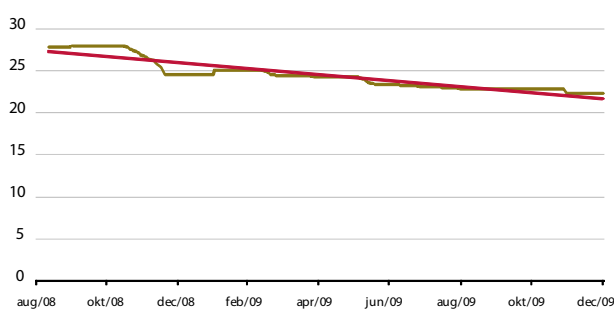
Koersaandeel A inclusief dividend



Koersaandeel B inclusief dividend



Koersaandeel C inclusief dividend



De koers van aandeel A stabiliseert de afgelopen maanden en de koers van aandeel C lijkt een dalende trend sinds april 2007 te doorbreken. Aandeel B laat sinds de introductie in mei 2009 een koersstijging zien. Uitkeringen van dividend vinden per kwartaal plaats. Men heeft de keuze uit stockdividend of cashdividend. Op het cashdividend vindt een inhouding van 15% dividendbelasting plaats.

## Vastgoed

De directe vastgoedbeleggingen kunnen bestaan uit kantoren, winkels en bedrijfsruimten. Een zeer ruim beleggingsbeleid dus. Vooralsnog is het vastgoed in Nederland gelegen maar het fonds kan ook beleggen in buitenlands vastgoed. Volgens het prospectus wordt ook het beleggen in andere vastgoedfondsen (CV's) gerekend tot de directe vastgoedbeleggingen. In reactie

geeft de aanbieder aan dat het beleggingsbeleid hier echter niet op is gericht. De directe vastgoedbeleggingen bedragen momenteel ongeveer € 96 miljoen verdeeld over 18 objecten. Door de verkoop van de kinderdagverblijven (€ 9,5 miljoen) en afwaarderingen (€ 6,5 miljoen) in 2009 is dit aanzienlijk minder dan een jaar geleden. Echter, als gevolg van de constante huurinkomstenstroom is de resultaatontwikkeling van het directe vastgoed ondanks een afwaardering goed en stabiel gebleven.

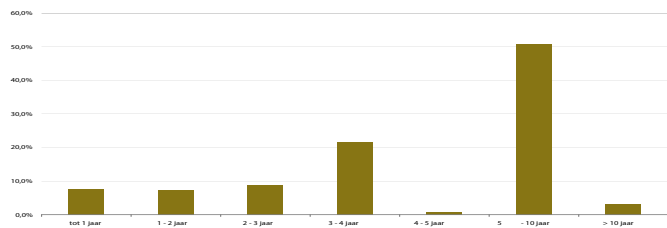
De huidige verdeling over de diverse sectoren naar m<sup>2</sup> is 81% kantoren, 12% bedrijfsruimten, en 7% winkels. Daarmee is dus sprake van een goed gespreide beleggingsportefeuille. De portefeuille betreft kwalitatief goede objecten, met goede huurders en langdurige huurcontracten. De financiële leegstand bedraagt per 30 oktober 2009 circa 7,3%, de oppervlakte leegstand is circa 10,4%. Desgevraagd geeft de directie aan dat hierbij rekening gehouden dient te worden met onderstaande ontwikkelingen:

Met een aantal huurders zijn namelijk de afgelopen periode afspraken gemaakt over verlenging van het huurcontract:

- Deloitte heeft het huurcontract voor het pand in Enschede met vijf jaar verlengd, metrage 2496m<sup>2</sup> en 61 parkeerplaatsen. Royal Haskoning heeft hun huurcontract verlengd voor 5 jaar en hun metrage uitgebreid, zij gaan 724m<sup>2</sup> alsmede 19 parkeerplaatsen huren. Leegstand in het Colosseum te Enschede is nu circa 635m<sup>2</sup>.
- In het Waalschip te Rotterdam zijn drie nieuwe huurovereenkomsten gesloten.
- Verder heeft de beheerder de resterende leegstand in het pand te Almere tegen marktconforme voorwaarden kunnen wegzetten. Mediabedrijf EVA B.V. heeft het gehele pand in gebruik genomen alsmede 25 parkeerplaatsen.
- Het gehele pand op Binnenwal 2 in Nieuwegein zal per mei 2010 voor een periode van 13 jaar verhuurd worden aan sportinformatiebedrijf Infostrada Sports.
- Per 1 maart 2009 is huurder Yokogawa vertrokken uit het pand aan de Databankweg 20 te Amersfoort. Zoals contractueel overeengekomen heeft het Vastgoed Fundament Fonds N.V. de overeengekomen afkoopsom van circa anderhalf jaar huur ontvangen. Inmiddels is Annexum in overeenstemming gekomen met een nieuwe huurder die circa 3,750m<sup>2</sup> huurt voor 6 jaar
- Met de huur aan de Bakkenzuigerstraat te Almere is op hoofdlijnen een akkoord over verlenging van de huurovereenkomst.
- De GGD heeft hun huurovereenkomst aan de Adriaen van Ostadelaan verlengt voor 5 jaar met een break-optie na 2 jaar.
- Arnhem, Schepen Bierwischstraat. Per 15 juli neemt OSG (onderwijs service groep) 2 ruimten over van zittende huurders, huurcontract loopt tot en met 30 april 2013.

In het prospectus van het fonds en de jaarrekening is de beschikbare informatie over de huurders en de looptijd van de

huurcontracten door de omvang van de vastgoedportefeuille beperkt weergegeven. Desgevraagd is volledig inzicht verkregen in het actuele huurderoverzicht.



De grafiek laat een gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten zien van 5 jaar. Opvallend is dat circa 50% van de huurcontracten langer lopen van 5 tot 10 jaar.

## Beursgenoteerde vastgoedaandelen

In de aanvangsperiode van het fonds bestond een belangrijk deel (circa 30%) van de beleggingen van het fonds niet uit direct vastgoed maar uit aandelen in beursgenoteerde vastgoedfondsen. Volgens het beleggingsbeleid is de verhouding inmiddels aangepast naar circa 80% in direct vastgoed en circa 20% in aandelen. Een belangrijk deel van de beleggingen (2003: > 1/3 deel) is vanaf het begin in beursgenoteerde vastgoedaandelen geïnvesteerd. Dit is in verhouding tot andere fondsen uniek. Dat heeft het fonds in de beginjaren een zeer goed rendement opgeleverd. Anderzijds maakt dit het fonds ook kwetsbaar voor het sentiment van de beurs. En daar heeft het Vastgoed Fundament Fonds in 2007 zeker last van gehad en laat zich ook voor 2008 geen veel beter beeld zien. Met een belegd vermogen in beursgenoteerde aandelen van ruim € 5.000.000,- is dit nog steeds een substantieel deel. Maar wel veel minder dan eind 2008 door verkopen en afwaarderingen. De directie heeft ook aangegeven dat de allocatie tussen direct vastgoed en beursgenoteerde aandelen conform modelportefeuille 80 : 20 zal blijven. Men wijkt dus tactisch af van het eerdere beleggingsbeleid, maar dat is in de huidige markt zeker verstandig. Opgemerkt wordt dat in de huidige verhoudingen van 95 : 5 dit beleid dus niet gehaald wordt. De aandelenfondsen waarin momenteel nog wordt belegd verschillen van bekende fondsen tot minder bekende buitenlandse fondsen. Het betreft beursgenoteerde ondernemingen uit 5 verschillende Europese landen, met de nadruk op Nederland en Frankrijk. In een eerdere analyse werd al gewezen op de risico's hiervan en aangegeven dat de positieve ontwikkeling van de beursaandelen de laatste jaren een vertekend beeld gaf van het werkelijke rendement van de vastgoedfondsen. In 2008 was het sentiment omgekeerd en werkte dit sterk in het nadeel van het fonds. In de eerste helft van 2009 is een ommekeer merkbaar zodat aan de afwaarderingen een einde lijkt te zijn gekomen en er een koersresultaat behaald kan worden.

## Beleggingsbeleid per subfonds

Om beleggers zelf de keus te laten maken tussen rendement en risico is aldus de strategie gewijzigd door het invoeren van

de verschillende klasse aandelen. Dit getuigt van actief asset management. De richtlijn van het beleggingsbeleid op het subfonds voor de aandelen A is een voortzetting van het oude beleggingsbeleid: 80% in direct vastgoed en 20% in aandelen van beursgenoteerde vastgoedfondsen. Bij de aandelen B wordt volledig in aandelen van beursgenoteerde vastgoedfondsen belegd en bij aandelen C wordt circa 85% belegd in direct vastgoed en circa 15% in contanten. In dit beleid kan de directie wijzigingen aanbrengen. Daarmee zijn de aandelen C het best te vergelijken met beleggingen in vastgoed zoals andere fondsen dat doen, de aandelen A is de mixverhouding zoals het fonds vanaf aanvang voor ogen had en aandelen B zijn in feite fund-to-fund investeringen.

## Fondsinvestering

Met een fondsomvang van € 103.000.000,- is sprake van een substantieel fonds. Het vastgoed is voor circa 60 % van de fiscale boekwaarde gefinancierd met vreemd vermogen. Dit is de wettelijk toegestane grens voor de status van fiscale beleggingsinstelling (FBI) en is een aandachtspunt voor de directie van het fonds. De financiering van zowel de beursgenoteerde vastgoedaandelen als participaties in niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsinstellingen geschiedt in principe op basis van verpanding van deze effecten. Een dergelijke financiering op onderpand effecten kan worden aangetrokken tot een maximum van 20%. Ten aanzien van de financieringskosten gelden marktconforme kosten. De fondskosten bij investering zijn beperkt tot vastgoed acquisitiekosten van ongeveer 1,5% bij aankoop van vastgoed. Opvallend is dat deze afsluit- en transactiekosten apart ten laste van het fonds worden gebracht terwijl al vastgoed acquisitiekosten door de beheerder in rekening worden gebracht. Het gestort kapitaal (inclusief agio) per klasse aandeel is als volgt:

- A: € 55.500.000,-
- B: € 330.000,-
- C: € 980.000,-

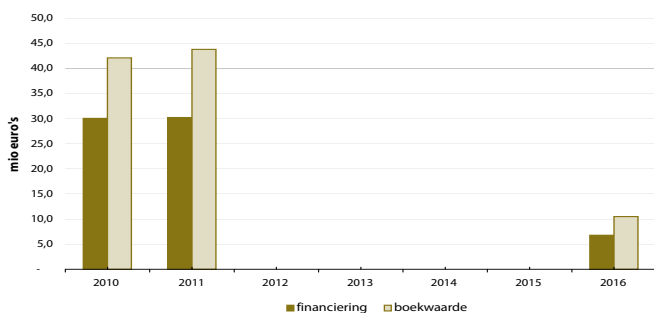
Per saldo zijn in het afgelopen jaar meer aandelen ingekocht dan geplaatst. Met name van klasse C is relatief erg veel ingekocht. Anderzijds is bij klasse B een lichte toename te zien maar het belang van deze klasse op het totaal is nog erg gering.

## Financiering

Het vastgoed wordt gefinancierd met een hypothecaire financiering. Omdat de vastgoedbezittingen maximaal 60% gefinancierd mogen, is dit in vergelijking met andere fondsen terughoudend. Hierdoor verondersteld men dat eventuele herfinancieringen sneller door de bank verstrekt zullen worden. De totale langlopende schulden bedragen nu € 67.000.000,-. Uit de jaarrekening valt af te leiden dat circa 80% op basis van vaste rente is gefinancierd en circa 20% variabel. Overigens lopen de meeste financieringen (85%) korter dan 2 jaar. Dat betekent dat de komende jaren veel financieringen verlengd moeten worden.

Belangrijk is dan dat de banken bereid moeten zijn tegen dezelfde waardering geld uit te lenen. Hiertoe is reeds een gedeelte van de hypotheek met vaste rente verhoogd van 67% naar 79% door middel van het afsluiten van renteswaps. Ook is de periode dat de rente vaststaat significant verlengd van 2016 tot 2025.

Onderstaand een overzicht van de contractduur van de diverse hypothecaire financieringen versus de boekwaarde van het onderliggende vastgoed.



## Rendement

Het prospectus geeft een rendementsverwachting voor aandeel A van gemiddeld 8-10% op jaarbasis. Het verleden laat voor de klasse A aandelen zeer goede rendementen zien:

- 2004: 23,5%
- 2005: 23,8%
- 2006: 31,2%
- 2007: - 16,0%
- 2008: - 30,6%

De rendementen zijn de laatste jaren onder druk komen te staan doordat minder geprofitteerd kon worden van koersstijgingen op aandelen en de exploitatierendementen op het vastgoed onder druk stonden.

Een vergelijking van de rendementen met voorgaande jaren is mogelijk voor de klasse A aandelen. Voor de andere klassen zijn nog geen vergelijkingscijfers aanwezig. Voor de klasse A aandelen geldt over de eerste helft 2009 een negatief resultaat van € 1.600.000,-. Voor de B aandelen is er een positief resultaat van € 66.000,- en voor de C aandelen van € 55.000,-. Daarbij wordt opgemerkt dat klasse B pas sinds mei 2009 bestaat. In 2009 zijn de volgende dividenden uitgekeerd en rendementen behaald,

	Aantal	Dividend	Koers per 31-12-2009	Totaal rendement
<b>Klasse A</b>	1.044.635	€ 4,04	€ 33,48	- 7,3%
<b>Klasse B</b>	5.315	€ 0,60	€ 41,61	68,8%
<b>Klasse C</b>	17.402	€ 1,50	€ 20,46	- 9,5%

inclusief de koersmutaties van de aandelen:

Voor 2010 houdt de directie vast aan een verwachting op een beter rendement. De herwaarderingen zullen naar verwachting stabiel kunnen blijven omdat de markt niet verder verslechterd.

Door koersstijgingen van de vastgoedaandelen wordt het rendement op de aandelenportefeuille beter. De handelskoers voor het aandeel B laat reeds een mooie stijging zien. Daarnaast is het direct uitgekeerde dividendrendement de afgelopen jaren met circa 10% zeer goed.

Omdat het grootste deel van het fonds nu uit direct vastgoedbezit bestaat en dit van belang is voor zowel de aandelen A als C, kijken we nog specifiek naar het exploitatieresultaat op het vastgoed in 2009.

	30-6-2009	31-12-2009*
Deel eigen vermogen direct vastgoed (95%)	€ 36.600.000,-	€ 32.235.153,-
<b>Inkomsten</b>		
Opbrengst direct vastgoed (incl. verkoop)	€ 5.600.000,-	€ 9.505.180,-
Afkoopsom Databankweg 20 te Amersfoort	€ 5.600.000,-	<u>€ 1.600.000,-</u>
		€ 11.105.180,-
<b>Uitgaven</b>		
Exploitatiekosten	€ 900.000,-	€ 2.073.098,-
Deel rente en beheerfee (95%)	€ 2.100.000,-	€ 4.001.946,-
Afschrijving aankoopkosten	€ 700.000,-	€ 876.921,-
Deel fondskosten (95%)	<u>€ 280.000,-</u>	<u>€ 731.322,-</u>
	€ 3.980.000,-	€ 7.683.287,-
<b>Exploitatieresultaat op het vastgoed</b>	€ 1.620.000,-	€ 3.421.893,-

\* Onder voorbehoud van accountantstoetsing.

Voorts kan worden geconstateerd dat de directie zorgvuldig te werk gaat door het vastgoed (per 30-6-2009) af te waarderen met € 3,8 miljoen naar de marktwaarde, hetgeen als voordeel heeft dat bij een stabilisering van de markt verwacht mag worden dat de waarde in de toekomst weer zal groeien. Daarnaast zal de constante huurinkomstestroom en de huidige lage waardering van het vastgoed, kunnen zorgen voor een aantrekkelijk rendement.

## Kosten

De kosten voor deelname zijn nihil omdat geen emissiekosten en discount in rekening worden gebracht. De kosten van de fondsofzet en investeringen zijn laag omdat geen structureringskosten worden berekend. Alleen een fictief eenmalig bedrag van € 100.000,-. De vastgoed acquisitiekosten zijn gebruikelijk, behalve dat ook nog afsluit- en transactiekosten van derden rechtstreeks ten laste van het fonds worden gebracht. Dat is voor de afgelopen periode niet relevant aangezien er geen vastgoed is aangekocht in de laatste twee jaren. De exploitatiekosten op het vastgoed worden in het prospectus niet inzichtelijk gemaakt. Het vastgoedbeheer is met gemiddeld 3,5% van de huur marktconform. De onderhoudskosten bedragen ongeveer 5% van de jaarhuur. Dat is vrij veel omdat 2 - 3% gemiddeld normaal is. De jaarlijkse kosten van het fonds worden met name nog bepaald door de managementfee. Met 1,3% jaarlijks van het fondsvermogen is dit hoog. Dit lijkt zeer ruim (veel andere semi-open fondsen rekenen 0,5% - 1,0%), maar heeft ook zijn redenen. We constateren namelijk dat dit mede wordt veroorzaakt door het asset management op de aandelenportefeuille. Een aantal kosten worden rechtstreeks ten laste van het fonds gebracht, waaronder de marketingkosten. Dat is niet altijd gebruikelijk. Hier tegenover staat dat het fonds geen emissiekosten berekend.

## Risico's

Het vastgoedrisico is vrij beperkt omdat sprake is van een goede spreiding binnen een diverse portefeuille. Volgens de halfjaarcijfers is de leegstand wel toegenomen. De recente ontwikkelingen (lees: "Vastgoed") geven aan dat reeds diverse bestaande huurcontracten zijn verlengd c.q. nieuwe huurcontracten zijn afgesloten. Over het algemeen zijn de panden en de huurders goed. Een risico zit in de financiering van het vastgoed nu dit voor een hoog percentage gefinancierd is en de financieringen een erg korte looptijd hebben. Dat betekent een mogelijk risico van rentestijging in de komende jaren. Ook het feit dat slechts 5% van het fondsvermogen belegd is in beursgenoteerde aandelen zal in 2009 een zorg blijven. Deze verhouding zou immers weer naar 20% moeten. Of de koersen de komende periode daarvoor voldoende stijgen weet niemand. De risico's zijn de afgelopen periode zeker beperkt wat betreft de koersfluctuaties op de aandelenportefeuille door een andere beleggingstrategie en een keus voor de beleggers in de verschillende subfondsen. Voorts valt op dat het eigen vermogen sterk is gedaald. Dat komt omdat men ook kan uitstappen en de reserves zijn afgenomen. De daling van het eigen vermogen van 2007 naar 2009 laat zien dat er een ongezonde ontwikkeling is in de verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Dat vertaalt zich ook in een afnemende liquiditeitsreserve. In reactie op de vraag wat de toekomstvisie is van Annexum, verwacht de directie een herstel van de vastgoedmarkt in 2010 wat versterkt zal doorzetten in 2011. "Voor het komend jaar is er voldoende ruimte om goed te presteren. Dit komt onder meer doordat de grote afwaarderingen binnen de vastgoedmarkt inmiddels achter de rug zijn. Aangezien kwalitatief vastgoed hierdoor een stuk goedkoper is geworden, is het juist aantrekkelijk nu weer vastgoed aan te kopen". Met betrekking tot de resultaatontwikkeling van het Vastgoed Fundament Fonds vermeldt de directie een te verwachten rendement van Aandeel A van gemiddeld 8 - 10% op jaarbasis en van Aandeel C van gemiddeld 6% - 8% op jaarbasis. Het rendement van Aandeel B is afhankelijk van het resultaat van deze beursgenoteerde vastgoedfondsen.

## Overige opmerkingen

De opzet van het fonds en de informatievertrekking zien er goed verzorgd uit. Dat mag ook verwacht worden van een ervaren aanbieder. In verband met de structuurwijziging is een nieuw prospectus uitgegeven. Deze geeft meer informatie dan de vorige versie hetgeen ten goede komt aan de transparantie. De Stichting Beleggersgiro VVF wordt bestuurd door onafhankelijke bestuurders. De aanbieder is aangesloten bij de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen en beschikt over een permanente vergunning van de AFM.

De analyse van Vastgoed Fundament Fonds is in opdracht geschreven voor Annexum Invest B.V.

copyright © Beurswaage 7 januari 2010

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.

De fondsanalyses bevatten geen advies om deel te nemen in het betreffende fonds. Voor advies wordt u verwezen naar uw beleggingsadviseur.

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

# BEURSWAAGE



## Beurswaage Fondsanalisten

Koethuis Landgoed 't Stort  
Amersfoortseweg 7  
Postbus 194  
3950 AD Maarn

T 0343 455 686  
F 0343 840 042

[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*