

Reactie op Analyse VVP;

Op 8 januari 2008 heeft de VVP een analyse gemaakt van het door Van Boom & Slettenhaar geïnitieerde vastgoedfonds B&S Vastgoed Nederland NV. In deze analyse is een groot aantal foutieve aannames gedaan en worden aantoonbaar verkeerde conclusies getrokken. Dit schrijven is een korte inhoudelijke reactie op de door de VVP opgestelde (niet objectieve) analyse.

De VVP stelt dat de analyse vooraf is voorgelegd aan de directie van Van Boom & Slettenhaar. De directie is echter door de VVP niet in de gelegenheid gesteld te reageren op de gepubliceerde analyse. Bovendien was de inhoud van de aan de directie voorgelegde analyse niet gelijk aan de op dezelfde dag gepubliceerde analyse.

In Rood zijn de stellingen van de VVP weergegeven, in zwart de reactie van B&S.

1) 'Uit de analyse blijkt onder meer dat lang niet alle risico's die het beleggen in dit fonds met zich mee brengt, zijn afgedekt en dat nog vele vragen onbeantwoord blijven'

Het is onduidelijk wat de VVP bedoelt met deze uitspraak. Beleggen brengt te allen tijde risico's met zich mee, zo ook beleggen in B&S Vastgoed Nederland NV. Uiteraard zijn niet alle risico's afgedekt, dit is immers niet mogelijk. Indien alle risico's zouden zijn afgedekt, zouden wij immers niet meer spreken van een belegging. Het prospectus is uitgebreid en beschrijft de meest relevante informatie. Op basis van het prospectus kan de (potentiële) belegger zich een goed beeld vormen van de kenmerken van het fonds en de risico's die gepaard gaan met het beleggen in B&S Vastgoed Nederland NV.

2) 'Een van de conclusies is dan ook dat het nog maar zeer de vraag is of het relatief bescheiden rendement van 7% überhaupt kan worden behaald.'

In de analyse wordt de opmerking gemaakt dat het directe rendement van 7% bescheiden is. Dit is een persoonlijke mening van de VVP hetgeen uiteraard haar goed recht is haar mening te ventileren. Om de hoogte van het rendement op juiste waarde te schatten, is het echter ook noodzakelijk de risico's op juiste wijze te beoordelen. Een rendement van 7% dat wordt gerealiseerd middels de aankoop en exploitatie van zeer hoogwaardig vastgoed (zie VVF-BAR) is met inachtnaam van dat feit allerminst bescheiden. Indien het geprognosticeerde directe rendement van 7% van B&S Vastgoed Nederland NV wordt vergeleken met vergelijkbare fondsen in de markt blijkt dat het rendement minimaal marktconform is. Bovendien gaat de VVP geheel voorbij aan het feit dat het geprognosticeerde rendement een langjarig gemiddeld rendement is. Het fonds heeft een dynamische structuur en zal als gevolg van toekomstige aankopen, zoals ook uitgebreid in het prospectus is beschreven, vanzelfsprekend op bepaalde vlakken kunnen afwijken van de aanvangssituatie.

3) 'Verder verschaft het prospectus ook geen nadere details inzake de taxaties. Is sprake van een interne of externe taxatie en hoe zag de taxatie-opdracht eruit?'

In het prospectus is vermeld dat de panden (de directe beleggingen) zijn getaxeerd door Troostwijk en DTZ Zadelhoff Taxateurs, derhalve externe taxateurs. De panden zijn getaxeerd op basis van de huurwaarden kapitalisatiemethode, zoals in het prospectus duidelijk is vermeld.

4) 'Zorgelijk zijn de lage bruto aanvangsrendementen'.

Kwaliteit kost geld. Hoogwaardig vastgoed zoals aangekocht in B&S Vastgoed Nederland NV is aangekocht tegen lage bruto aanvangsrendementen. De aankopen zijn gedaan conform de strategie van het fonds om hoogwaardig vastgoed aan te kopen. Het ontgaat de directie waarom de aankoop van kwalitatief hoogwaardig vastgoed, derhalve 'duur' vastgoed, met een laag risico profiel 'zorgelijk' is. Hoe lager het risico voor de belegger, hoe beter dat naar de mening van de directie Van Boom & Slettenhaar is.

5) 'Na aftrek van de door B&S genoemde fees en de exploitatiekosten op de BAR is het netto-rendement gelijk aan de financieringsrente uit het prospectus. Ook is de actuele financieringsrente op basis van de gegevens van het prospectus hoger dan 5,25%. Euribor 3-maands is immers per heden, 8 januari 2008, 4,616% en rekening moet worden gehouden met een door de bank te berekenen opslag van circa 80 a 120 basispunten, derhalve praktisch gelijk aan de BAR.'

Deze aanname is wederom onjuist. De actuele financieringsrente is lager dan de rekenrente. De rente op EUR 55,5 miljoen van de totale hypothecaire lening van EUR 62,5 miljoen is reeds in 2007 gefixeerd middels twee verschillende vijfjarige swaps hetgeen resulteert in een gemiddelde rente van 5,228%. Het overige deel van de lening (zijnde 7 miljoen) is variabel gefinancierd. De opslag op de gehele lening is slechts 70 basispunten (in plaats van de door de VVP gehanteerde 80 a 120 basispunten). Het overige deel van de lening, zijnde EUR 7 miljoen, is gefinancierd op basis van 1-maands euribor, momenteel (11 januari 2008) zijnde 4,21%, derhalve inclusief opslag (70 basispunten) 4,91%. In totaal bedraagt de werkelijk rente voor B&S Vastgoed Nederland NV op dit moment 5,192% ten opzichte van de gehanteerde rekenrente van 5,25%. De Bar bedraagt 5,9% en wijkt daarmee aanzienlijk af van de financieringsrente.

6) 'Indien al sprake is van een hefboomwerking zou deze wel eens negatief kunnen zijn. Verder is opmerkelijk dat geen rekening wordt gehouden met leegstandsrisico in de rendementsberekening. Na verloop van tijd kan natuurlijk altijd frictieleegstand ontstaan.'

Er is sprake van een positieve hefboomwerking, zie punt 5. Er is inderdaad geen rekening gehouden met leegstandsrisico, hetgeen gezien de looptijd van de huurovereenkomsten reëel is. Uiteraard kan op enig moment leegstand ontstaan, hetgeen op voorhand moeilijk is in te schatten. Het gebruik van de term frictieleegstand door de VVP is in deze context onzinnig.

7) 'In eerste instantie zal 32% van de aandelen van B&S Vastinvest BV voor een bedrag van circa 8 miljoen worden verworven, waarvan niet wordt vermeld wie de eigenaar is.' B&S Laat na om schriftelijk te verklaren dat er geen tegenstrijdig belang is'.

De aandelen in B&S Vastinvest BV zijn verworven van een niet aan B&S gelieerde vennootschap. Er is geen tegenstrijdig belang en wij zien ook niet hoe de belangen tussen de beide entiteiten tegenstrijdig kunnen zijn. De NV heeft immers gezien haar minderheidsbelang geen zeggenschap in B&S Vastinvest BV. Het bestuur van B&S Vastinvest BV is geheel onafhankelijk van Van Boom & Slettenhaar. Van Boom & Slettenhaar verzorgt wel het vastgoedbeheer voor B&S Vastinvest BV.

8) 'De betreffende gebouwen hebben allemaal een BAR van 6,5%, al is niet duidelijk wat de taxatiewaarden van deze panden zijn. Verder ontbreekt informatie van wie het onroerend goed is gekocht, tegen welke prijs, enige historie, etc. Dit lijkt in strijd met art. 11 van het prospectusrichtlijn van de Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF), ook al heeft dit artikel het niet over indirect gehouden vastgoed. Zeer opmerkelijk is dat meerdere gebouwen recentelijk zijn aangekocht door voormalig aandeelhouder van B&S Vastinvest BV, Observer Real Estate Investment Fund (Observer), voor aanzienlijk lagere bedragen dan de koopsommen vermeld in het prospectus van B&S. Bijvoorbeeld het gebouw in Lijnden is door Observer aangekocht van AM voor EUR 9.800.000, terwijl uit het prospectus van B&S blijkt dat aan dit pand een koopsom is toegekend van EUR 15.942.000. (een stijging van EUR 6.142.000 terwijl kennelijk slechts het huurcontract is verlengd). Een ander voorbeeld is het gebouw in Gouda dat door Observer op 28 februari 2006 is aangekocht voor EUR 4.375.000 en in het prospectus tegen een koopsom van EUR 5.480.000 is opgenomen (een stijging van ruim EUR 1.105.000). Deze informatie roept vragen op.'

Het betreft hier de indirecte belegging die is gedaan in B&S Vastinvest BV (voorheen Observer Real Estate Investment Fund). B&S Vastgoed Nederland NV heeft 33% van de aandelen van B&S Vastinvest BV verworven. Het betreft hier derhalve geen vastgoedtransactie zoals de VVP suggereert maar een aandelentransactie. De portefeuille is als één geheel aangekocht en niet op objectniveau. Alvorens deze transactie heeft plaatsgevonden, heeft in opdracht van de directie van B&S Vastgoed Nederland NV Ernst & Young Accountants en Belastingadviseurs een uitgebreide due diligence uitgevoerd op de te verwerven vennootschap. Daarnaast heeft Ernst & Young een waardering opgesteld van de aandelen van de vennootschap en derhalve de kostprijs van de door B&S Vastgoed Nederland te verwerven aandelen berekend. Het bruto aanvangsrendement van het vastgoed dat in de vennootschap is ondergebracht bedroeg gemiddeld 6,5%, hetgeen marktconform is voor het op deze locaties gelegen, en onder deze voorwaarden verhuurd vastgoed. In het prospectus is opgenomen dat het gemiddelde bruto aanvangsrendement waartegen het vastgoed is gekocht 6,5% bedraagt. Dit betekent dat sommige objecten voor een lager bruto aanvangsrendement en sommige objecten voor een hoger bruto aanvangsrendement zijn verworven dan 6,5%. Van Boom & Slettenhaar betreurt dat door de wijze waarop de koopsommen van de verschillende objecten zijn vermeld kennelijk enige verwarring kan, en is ontstaan. In het prospectus zijn koopsommen van de verschillende objecten opgenomen op basis van het gemiddelde bruto aanvangsrendement van 6,5%, hetgeen betekent dat voor sommige objecten een te hoge en voor sommige objecten een te lage koopsom is opgenomen. Dit laat onverlet dat de portefeuille als geheel tegen een marktconforme prijs is aangekocht. Dat de VVP juist de panden vermeld waarbij de koopsom is vermeld die onevenredig hoog is betreuren wij. De VVP geeft aan dat relevante informatie over de aankoop van de portefeuille niet in het prospectus is opgenomen. Van Boom & Slettenhaar is van mening dat dit wel degelijk het geval is. Daarbij maakt Van Boom & Slettenhaar wel de opmerking dat het hier een indirecte belegging betreft waarbij zij zich op het standpunt stelt dat indien vastgoedaandelen op de beurs worden gekocht ook niet alle panden tot in detail worden beschreven, inclusief de getaxeerde waarden en de historie van deze objecten. Om het prospectus leesbaar te houden heeft de directie geoordeeld dat uitsluitend de meest relevante informatie in beknopte vorm wordt opgenomen in het prospectus.

9) 'Het prospectus is goedgekeurd door de AFM'.

Het prospectus is niet goedgekeurd door de AFM. Het prospectus is, conform de wet- en regelgeving die van toepassing zijn op B&S Vastgoed Nederland NV, gedeponereerd bij de AFM. B&S Vastgoed Nederland NV kwalificeert als een open-end fonds hetgeen deponering bij de AFM voorschrijft. Van Boom & Slettenhaar Vastgoedfondsen BV (de directeur van B&S Vastgoed Nederland NV) heeft een doorlopende vergunning verkregen van de AFM en staat daarmee onder doorlopend toezicht van de AFM.

10) Hoe kan B&S Vastgoed Nederland immers een kasrendement betalen van 7% als vastgoed tegen 6,5% wordt ingekocht, gegeven de kosten en rentestructuur'.

In het prospectus van B&S Vastgoed Nederland NV is een lange termijn prognose opgenomen waarbij wordt gestreefd naar een dividendrendement van 7%. Deze prognose is op basis van reële aannames gemaakt. Of het werkelijk gerealiseerde langjarig gemiddelde exact 7% zal bedragen is afhankelijk van vele verschillende beïnvloedbare maar ook niet-beïnvloedbare factoren. Het is mogelijk dat het werkelijke rendement in een jaar in negatieve zin of in positieve zin afwijkt van het langjarig geprognosticeerde rendement hetgeen inherent is aan het beleggen in vastgoed.

11) 'Voorts is een Transparantie Bijsluiter bijgevoegd, welke is ontwikkeld door de brancheorganisatie Vereniging Vastgoed Fondsen (VVF). Deze bijsluiter heeft als doel eenvoudige, objectieve instrumenten te ontwikkelen die participanten kunnen gebruiken bij het beoordelen van vastgoed-CV's en vastgoedfondsen inzake het rendement en risico en het fonds scoort hier zeer goed. Echter mede-oprichter en voorzitter van de VVF is de heer G. van Boom, die tegelijk oprichter, directeur en groot-aandeelhouder is van B&S en het beeld doemt op van 'een slager die zijn eigen vlees keurt'.

De door de VVF opgestelde transparantie bijsluiter is gebaseerd op objectieve maatstaven. Het betreft een beoordeling op basis van de kwaliteit van het aangekochte vastgoed en de kostenstructuur van het vastgoedfonds. De parameters die in het model dienen te worden ingevoerd en de resultaten die uit het model voortvloeien zijn op geen enkele wijze voor tweeërlei uitleg vatbaar. Het is daarom ondenkbaar dat de heer G. van Boom op enige invloed zou kunnen hebben uitoefenen op de resultaten uit het model. De heer G. van Boom heeft samen met zijn organisatie Van Boom & Slettenhaar transparantie voor de beleggers in vastgoedfondsen nagestreefd. Het geeft naar onze mening dan ook geen pas te insinueren dat de heer Van Boom danwel Van Boom & Slettenhaar middels de door de VVF ontwikkelde Transparantie Bijsluiter, die juist meer objectieve transparantie voor de beleggers ten doel heeft, gebruikt om haar eigen fondsen op oneigenlijke wijze in positieve zin te profileren ten opzichte van concurrerende fondsen danwel ten aanzien van beleggers. Het is in dit kader ook betreurenswaardig dat de VVP niet vermeldt dat de kwaliteit van het onroerend goed van B&S Vastgoed Nederland NV 40% beter is dan de benchmark en dat de kostenstructuur circa 60% lager is dan het marktgemiddelde.

12)'In het prospectus worden ook de selectievoorwaarden voor aan te kopen vastgoedobjecten opgesomd. In aanmerking komt alleen 'kwalitatief hoogwaardig en voornamelijk nieuw vastgoed'. Toch wordt weinig spreiding bereikt aangezien in beginsel alleen kantoren worden aangekocht. Gelet op de hierboven genoemde risico's is het nog maar zeer de vraag of het relatief bescheiden rendement überhaupt kan worden gehaald.'

In het prospectus is inderdaad opgenomen dat alleen kwalitatief hoogwaardig en voornamelijk nieuw vastgoed wordt aangekocht. Dit is vastgoed met een relatief gunstig risicoprofiel. In het prospectus wordt tevens vermeld dat naast kantoren ook bedrijfsmatig onroerend goed en winkels kunnen worden aangekocht. Het doel van B&S Vastgoed Nederland NV is juist zoveel mogelijk spreiding te realiseren middels de aankoop van veel verschillende soorten vastgoed, panden met op verschillende tijdstippen verschillende expirerende huurovereenkomst, verschillende locaties en huurders die opereren in verschillende bedrijfstakken, echter met inachtnaam van het eerder gestelde; het dienen hoogwaardige en voornamelijk nieuwe objecten te zijn, hetgeen ons inziens een zeer behoudend risicoprofiel tot resultaat heeft. Als laatste willen wij nog opmerken dat indien het fonds zoals de VVP stelt een hoog risicoprofiel zou hebben, zou gezien de lage kosten structuur, het te realiseren rendement van 7% ruim overschreden dient te worden. Hoe hoger het risico, hoe hoger immers het rendement dient te zijn.

Conclusie

De analyse van de VVP is op bijna alle fronten aantoonbaar onjuist en bijna op geen enkel punt objectief. Cruciale elementen zoals de aantoonbaar hoge kwaliteit van de objecten van B&S Vastgoed Nederland NV en de aantoonbaar lage kostenstructuur van dit fonds, zijn objectieve elementen die door een professionele en objectieve fondsanalist niet verzwegen hadden mogen worden. Het is de directie van Van Boom & Slettenhaar onduidelijk waarom de VVP bewust heeft gekozen om een niet-objectieve en op bijna alle punten onjuiste analyse te presenteren.