

Hieronder het verslag van het exclusieve interview dat vastgoedjournalist Wim van der Kleijn op maandag 21 april 2008 heeft gehouden met Manfred Kühn, bestuursvoorzitter van de Holland Immo Group.

**Manfred Kühn, bestuursvoorzitter van de Holland Immo Group karakteriseert zijn nieuwe vastgoed groeifonds als volgt: "Een stabiel en aantrekkelijk rendement met eerste klas huurders".**

**Het 17<sup>e</sup> vastgoedfonds van de Holland Immo Group onderscheidt zich in twee opzichten van alle voorgaande fondsen: het moet uitgroeien naar een fonds van 200 tot 250 miljoen euro in twee jaar en er wordt belegd in Duitse winkelcentra. Bij de eerste emissie van bijna € 50 miljoen staat er nu een fonds met jong vastgoed (gemiddeld 2 jaar oud), goede spreiding, lange huurcontracten (gemiddeld 11 jaar) voor 80% met grote landelijk bekende winkelketens en een dividenduitkering van al meteen 7%. Manfred Kühn concludeert: "Participanten weten vanaf het begin waar ze aan toe zijn, het risico schat ik laag in, en we beleggen in een marktsegment dat nog volop kan groeien. We voorspellen een gemiddelde cash flow rendement van 8,25% op jaarbasis (inclusief verkoopresultaat), waarvan 7% op jaarbasis direct uitkeerbaar is. Vervolgemissies zullen plaatsvinden in het kader van de aankoop van elke volgende Duitse winkelvastgoedportefeuille. Door de uitbouw van de portefeuille wordt een zeer solide risico-rendement profiel gerealiseerd"**

In deze tijd waarin risicobewustzijn toch een stuk groter is geworden, liggen kritische vragen voor de hand. Waarom gaat de Holland Immo Group, die voorheen altijd in Nederlands vastgoed belegde, opeens naar Duitsland? Manfred Kühn: "We zijn al een kleine drie jaar geleden begonnen ons op de Duitse markt te oriënteren. Daarmee bleven we doorgaan, ook al stonden onze beleggers er toen nog niet voor open. We zien nu dat Duits vastgoed een bepaalde acceptatie heeft gekregen bij de particuliere belegger. Maar we hebben heel goed gekeken wat we wel en niet willen doen in Duitsland. Geen woningen, geen kantoren. We kwamen uit op retail, maar welke retail? Na uitgebreide studie, ondersteund door onderzoek van DTZ Duitsland, kwamen we uit op wat ze daar "Fachmärkte" en "Nahversorger" noemen, winkelcentra binnenstedelijk of aan de rand van de stad met ruime parkeergelegenheid waar de grote landelijke ketens in food (zoals Aldi en Lidl) en non-food (bijvoorbeeld Rossmann, Schlecker of Takko) zitten en waar je al je artikelen voor dagelijks gebruik kunt halen. Dat wordt 'runshopping' genoemd. Dat is in het winkellandschap van Duitsland nog een relatief nieuw verschijnsel, dat de traditionele niet-gefilialiseerde speciaalzaken en de traditionele supermarkten in de binnensteden de laatste jaren heeft verdrongen, maar is zeer succesvol en expansief door de grote landelijke ketens gepositioneerd. Typierend is ook dat er internationaal gezien nog veel potentie is om de productiviteit en huurprijzen per vierkante meter winkel op te voeren."



### **Economisch sterk**

Op basis van al dat onderzoek heeft de Holland Immo Group een uitgebreide lijst van selectiecriteria opgesteld ten aanzien van locatie, looptijd huurcontracten, kwaliteit huurders, minimaal rendement, kwaliteit vastgoed etc. "En daar laten we ook nog een analyse van sterke en zwakke punten op los," aldus Kühn, "Zo kwamen we op locaties die economisch sterk zijn, ondersteund door meerdere factoren. Primair zoeken we locaties in West-Duitsland; in het voormalige Oost-Duitsland wordt slechts zeer selectief geïnvesteerd, namelijk in de toeristische Oostzee kuststreek en de regio's Leipzig en Dresden. Twee locaties van de eerste vastgoedportefeuille liggen binnen deze regio's in Oost-Duitsland zodat we daar ook hebben geïnvesteerd. Het gaat om Lublin, gelegen in de deelstaat Mecklenburg-Voor-Pommeren met de sterkste economische groei van alle (16) Duitse deelstaten (in het 1<sup>e</sup> halfjaar van 2007). De badplaats Lublin is bovendien mede dankzij het toerisme extra sterk. En Schkeuditz ligt bij Leipzig tegen de internationale luchthaven aan, en dat is bij investeerders en internationale bedrijven (zoals BMW, Porsche en DHL) mede dankzij de uitstekende infrastructuur een favoriete streek met nog aantrekkelijke vastgoedprijzen."

"De condities zijn trouwens in heel Duitsland ook voor vastgoedbeleggers in dit segment van de retail aantrekkelijker dan in Nederland," vervolgt Kühn, "want de aanvangsrendementen zijn over het algemeen hoger, de huurcontracten langer, vaak wel tot 15 jaar en het huurdersbestand kent een zeer groot aandeel van grote landelijke ketens. Ik moet daaraan toevoegen dat meestal wel kleine concessies gedaan moeten worden, bijvoorbeeld door enkele jaren genoegen te nemen met een lagere of zelfs geen indexering maar dat zit in de rendementsanalyses verwerkt."

### **Groeivertraging economie**

Een van de motieven om naar Duitsland te gaan, was dat daar de economie sterk begon op te leven na een lange periode waarin de samenvoeging van Oost- en West-Berlijn financieel moest worden verwerkt. Als gevolg daarvan bleef de hele vastgoedsector achter bij die van andere Westeuropese landen. In 2006 en 2007 begon een periode waarin Duitsland weer het oude elan hervond als motor van de Europese economie. Maar juist nu beginnen de gevolgen van de kredietcrisis na de VS ook voor West-Europa gevolgen te krijgen. Is dat geen probleem voor het nieuwe fonds?



Kühn zegt daarover: "Dagelijkse levensbehoeften blijven altijd nodig. Ik denk ook dat high street locaties met hun hoge huren en luxe uitstraling veel kwetsbaarder zijn als

er een klap in de economie komt, maar wij zitten daar bewust niet. We hebben bovendien lange huurcontracten met eerste klas huurders en een goede spreiding. Ons rendement zal daarom niet aangetast worden als de economische groei tegenvalt. De looptijd van het fonds is ook lang genoeg, een kleine tien jaar, om naderhand mee te profiteren als de economie weer opveert."

Kühl wijst op nog een ander aspect: "Vroeger kon je desnoods op de hei een winkelcentrum bouwen. Sinds een paar jaar is dat aan strengere regelgeving gebonden, vergelijkbaar met Nederland. Dat beperkt dus het risico dat er overaanbod ontstaat."

Hij concludeert: "Bedenk ook dat de grote retailers die wij als huurder hebben de economische cyclus al een paar keer hebben meegemaakt. Door die bril zoeken ze ook hun locaties: waar willen we wel en niet zitten? Het ondernemersvertrouwen in Duitsland is ook nog groot en anders dan voorheen is de kans groot dat Duitsland minder geraakt wordt door een verslechtering van de economie dan omliggende landen. Ik denk al met al dat onze beleggingen het minst door groeivertraging geraakt worden en zelfs een recessie relatief gemakkelijk kunnen doorstaan. Natuurlijk is het rendement op onze belegging niet gegarandeerd, maar er is wel een solide basis!"

### **Uitbouw fonds onder voorwaarden**

Kan de groeivertraging wel de uitbouw van het nieuwe fonds beïnvloeden? Kühl zegt daarover: "Onze doelstelling is dat wij zodanig bijkopen dat de nieuwe beleggingen bijdragen aan het rendement. Dat mag er dus niet door verlaagd worden. Dat staat in het prospectus en dat is dus een concrete ambitie die investeringsbeslissingen bepaalt. Net als de selectiecriteria. Stel dat de markt zich anders ontwikkelt dan we nu voorzien, dan zullen we ook met de uitbouw van het fonds stoppen. Aan de andere kant kunnen zich bij een dip in de economische ontwikkeling ook juist opportuniteiten voordoen, omdat andere investeerders even afwachten en dit mogelijk leidt tot licht hogere aanvangsrendementen."

Het fonds is gestructureerd als een NV met een semi closed-end karakter en de status van fiscale beleggingsinstelling, en betekent dit dan ook dat de participaties in tegenstelling tot bij een CV of maatschap gemakkelijker verhandelbaar zijn? Kühl: "We hebben een beperkte mogelijkheid om participaties terug te kopen, anders dan bij een open-end fonds die een inkoopverplichting kennen. Als bij een open-end fonds teveel participaties aan zouden worden geboden, zou vastgoed verkocht moeten worden. En dat willen we om deze reden niet doen, vandaar het semi closed-end karakter. We verwachten echter dat onze participanten het als lange termijnbelegging zien en dat hooguit bij uitzondering participaties worden aangeboden. Door de gekozen fondsstructuur kan de groeistrategie via vervolgmissies worden gerealiseerd en ook zijn de participanten alleen onderworpen aan Nederlandse belastingheffing."

### **Fiscaal vriendelijke opzet**

Kühl wijst en passant nog op een ander aspect in samenhang met de structurering van het fonds. "De portefeuille is opgeknipt in aparte vastgoed BV's waarbij in elke BV een winkelbelegging is ondergebracht. Want sinds 1 januari 2008 is de Duitse wetgeving ten aanzien van rente-aftrek en verliescompensatie aangescherpt. Je kunt bijvoorbeeld maximaal 1 miljoen euro zonder beperking aan rente aftrekken. Dus moet je dat bedrag per vastgoed BV niet overschrijden. De omvang van elk individueel winkelobject leent zich er over het algemeen voor om per BV binnen deze grenzen te blijven. Ook biedt deze structuur flexibiliteit bij verkoop van afzonderlijke winkelobjecten. Aangezien de Duitse winkelbeleggingen onderworpen zijn aan Duitse vennootschapsbelasting zou het fiscaal nadelig zijn als je de rest van de rente *niet* kunt aftrekken. Ik denk dat er partijen zijn hier onvoldoende rekening mee hebben gehouden en dat hun geprognosticeerde rendement als gevolg van de Duitse belastingherziening moeilijk of niet meer haalbaar zal zijn..."

### **Oude CV's sluiten?**

Holland Immo Group heeft van de 16 eerder uitgegeven CV's intussen zes CV's afgewikkeld. Wat gaat er met de andere tien gebeuren? Kühl: "De zes afgewikkelde CV's hebben voor beleggers een rendement van gemiddeld 10% tot 11% opgeleverd. Er was een uitschieter tot 23,5%, er was ook een fonds dat maar 8% opleverde. Dat heeft ons trouwens mede op de gedachte gebracht om één groot fonds te maken, dan vlak je die uitschieters af. We hebben nu met die tien overige CV's nog voor 400 miljoen euro in portefeuille, ongeveer fifty-fifty verdeeld in woningen en winkels. We zijn serieus aan het kijken of we die onder de huidige Nederlandse marktomstandigheden tegen gunstige voorwaarden kunnen verkopen. Dat zien wij als onze verantwoordelijkheid jegens onze beleggers."

### **Mogelijke verkoop**

Maar Kühl benadrukt: "Het hangt van de marktomstandigheden af wat we daarmee doen. Ook spelen andere zaken een rol zoals de resterende duur van huurcontracten. We maken altijd een afweging op basis van sterke en zwakke punten, een SWOT-analyse. Zo is het eigenlijk ook gegaan met een aantal van de CV's die al gesloten zijn. We zijn niet speciaal gaan zoeken, want dat ligt bij CV's fiscaal moeilijk. Maar als er een belegger langskomt die een interessante prijs biedt, dan kan het zijn dat we dat in overweging nemen en ter goedkeuring voorleggen aan de participanten. Dat was bijvoorbeeld het geval met het winkelcentrum Zuidplein (in Rotterdam) dat Achmea graag wilde hebben. Ook bij het nieuwe fonds zullen de beleggers uiteindelijk altijd goedkeuring moeten geven aan een verkoopvoorstel".