

Benutten prijsverschillen tussen verschillende markten levert risicovrije winst op

Vastgoed biedt volop mogelijkheden voor winst zonder risico op verlies

Gebruikmaken van prijsverschillen tussen verschillende markten levert winst op zonder risico te lopen op verlies. Die mogelijkheid bestaat wanneer de prijsvorming in de markten verschilt. Michael Hesp van Fakton legt in dit artikel uit hoe deze zogenoemde arbitrage kan werken in de vastgoedmarkt. De mogelijkheden liggen voor het oprapen.

Arbitrage, in economische zin, is het gebruikmaken van prijsverschillen tussen verschillende markten. Door in de ene markt te kopen en in een andere markt te verkopen kan winst worden gemaakt zonder risico te lopen op verlies. Die mogelijkheid bestaat wanneer de prijsvorming in de markten verschilt. Dezelfde cashflows uit activa worden door verschillende markten verschillend gewaardeerd met verschillende prijzen tot gevolg. Met arbitrage kunnen (tijdelijk) onevenwichtigheden worden benut. In efficiënte markten bestaat de mogelijkheid van arbitrage maar tijdelijk. Immers, handelaren zullen net zo lang profiteren van de prijsverschillen tussen de markten totdat het prijsverschil door een nieuw evenwicht in vraag en aanbod is verdwenen. Arbitrage wordt vooral toegepast in financiële markten (opties, effecten, futures, et cetera), bijvoorbeeld wanneer hetzelfde aandeel wordt verhandeld op de beurzen van Amsterdam en New York.

De vastgoedmarkt is geen efficiënte markt. Juist daarom kan de mogelijkheid tot arbitrage veel langer bestaan. En de vastgoedmarkt bestaat niet. De markt bestaat uit verschillende submarkten – de gebruikersmarkt, de beleggingsmarkt, de ontwikkelingsmarkt en de financieringsmarkt – die slecht met elkaar communiceren. Er zitten zelfs fundamentele technische fouten in de afstemming tussen deze submarkten en die fouten zijn de grondstof voor risicovrije

winst. Maar hoe kunnen we die winst pakken?

Voor een goed begrip van de werking van arbitrage is het belangrijk een onderscheid te maken in prijs en waarde. Waarde is het bedrag dat een partij toekent aan een bepaalde zaak. Bij een investering (een belegging of ontwikkelingsproject in economische zin) is dit bedrag de contante waarde van de toekomstige kasstromen, waarbij de kasstromen worden verdisconteerd met een bepaalde rendementseis. Deze rendementseis is op zijn beurt weer opgebouwd uit een risicovrije rente plus een subjectieve spread door risico. Deze subjectieve waarde noemen we ook wel investeringswaarde.

Prijs vormt zich in een markt waarin partijen vanuit hun eigen subjectieve investeringswaardebeoordeling handel met elkaar drijven. Bij de totstandkoming van een transactie geeft de prijs dus, als een momentopname, de objectieve waarde van de zaak weer. Deze prijs noemen we ook wel de marktwaarde (in die zin is prijs ook een waarde). Als we ervan uitgaan dat de toekomstige kasstromen van een investeringsproject voor iedere investeerder gelijk zijn¹, bestaat enkel subjectiviteit in de risicobeoordeling.

Een eerste mogelijkheid voor arbitrage is het benutten van de verschillen in risicobeoordeling door de vastgoedbeleggingsmarkt en de financiële markt. Neem de waardering van een vastgoedportefeuille. In deze portefeuille zitten kantoren, huurwoningen, winkels,

maar ook antennes op de daken van de gebouwen en billboards tegen de gevels. Een vastgoedbelegger waardeert deze portefeuille normaliter als volgt: tel alle huurinkomsten bij elkaar op, trek hiervan de exploitatiekosten af, neem een restwaarde aan en verdisconteer het hele verhaal met een rendementseis van bijvoorbeeld 7,5 procent.

De financiële markt waardeert onderdelen van deze portefeuille totaal anders. Stel dat de antennes worden gehuurd door een kredietwaardige partij als KPN. Een financier is waarschijnlijk bereid om een kasstroom die hij te vorderen heeft van KPN (huur voor de antennes), te verdisconteren tegen bijvoorbeeld 5,5 procent.

Als KPN een huurcontract met een duur van twintig jaar heeft afgesloten tegen 250.000 euro per jaar, volgt uit de berekening dat de vastgoedbelegger dit contract waardeert op

2,95 miljoen euro², terwijl de financier bereid is 3,5 miljoen euro te betalen. Ofwel: de belegger kan dit contract met 19 procent winst doorverkoopen.

De eerste mogelijkheid voor arbitrage zit dus in het afsplitsen van de niet vastgoedgebonden inkomsten en het verkopen daarvan op een andere markt³.

Een tweede mogelijkheid voor arbitrage bieden de gebruikersmarkt en de vastgoedbeleggingsmarkt. In juli 2004 werd Vendex KBB voor 1,35 miljard euro overgenomen door een groep investeerders verenigd in het consortium VDXK Acquisition. In november 2005 verkocht de nieuwe eigenaar 73 panden van Vendex KBB waarin vooral filialen van de Hema, V&D en Bijenkorf waren gehuisvest. Het vastgoed stond voor 800 miljoen euro in de boeken, maar ging voor 1,4 miljard euro naar een consortium van vastgoedbeleggers gearrangeerd door IEF Capital. Het is moeilijk te begrijpen dat het vastgoed voor meer van de hand is gedaan dan het totale bedrijf nauwelijks een jaar eerder aan de investeerders heeft gekost⁴. De verklaring ligt in arbitrage. Het detailhandelsconcern houdt zich in eerste instantie bezig met detailhandel, vastgoed is geen kernactiviteit. Vendex KBB is zich er dan misschien ook niet van bewust dat het vastgoed voor veel te weinig in de boeken staat⁵. Los van de interne huurberekening die Vendex KBB toepaste, is het goed mogelijk dat het vastgoed net als de rest van het concern tegen een disconteringsvoet van bijvoorbeeld 15 procent contant werd gemaakt. Het vastgoed werd in de boeken dus veel te laag gewaardeerd, wat invloed moet hebben gehad op de beurswaarde.

*Slecht
communicerende
submarkten vormen
basis voor risicovrije
winst*

Lees verder op pagina 36

Winst zonder risico

Vervolg van pagina 35

Doordat de investeerders het vastgoed van een gebruikersmarkt naar de vastgoedmarkt hebben getransporteerd, hebben zij risico-loos winst kunnen maken.

Tot slot een derde voorbeeld. Beleggers in vastgoed investeren het liefst in nieuwe panden van topkwaliteit. Kenmerk van deze panden is dat ze volledig zijn verhuurd en weinig onderhoud nodig hebben. De beheerlast is bij deze objecten minimaal. Als deze zo'n 25 jaar oud zijn verliezen beleggers interesse in de panden, omdat het risico dat de panden leeg komen te staan, groter wordt. De prijs gaat omlaag. Ontwikkelaars echter speuren het land af op zoek naar vastgoed met herontwikkelingspotentie. Die potentie ontstaat vaak pas als de opstallen echt heel erg verouderd zijn, of na een jaar of 35.

Oudere gebouwen

Voor gebouwen tussen de 25 en 35 jaar oud bestaat weinig vraag: een belegger wil het risico niet aangaan en een ontwikkelaar kan niet tien jaar lang voorinvesteren. Het gebrek aan vraag leidt tot (te) lage prijzen in relatie tot de te verwachten opbrengsten. Hoe kan hiervan worden geprofiteerd?

Door middel van een gestructureerd fonds kan worden belegd in dit type vastgoed. Spreiding over verschillende gebouwen elimineert specifieke risico's. Het fonds werkt in hoofdlijnen als volgt. Een ontwikkelaar verkoopt een object aan het fonds en krijgt via een optiestructuur het recht het gebouw terug te kopen wanneer de herontwikkeling

oortuun wordt. De ontwikkelaar draagt zelf de investeringslast niet. Voor de optie betaalt de ontwikkelaar een vergoeding (direct rendement voor het fonds). Als de ontwikkelaar stopt met betaling van de optievergoeding, dan verliest hij zijn recht tot koop. Daarnaast loopt de boekwaarde van het vastgoed in het fonds op (indirect rendement voor het fonds), wat te gelde wordt gemaakt wanneer de ontwikkelaar het gebouw uit het fonds neemt. Door onderpandwaarde en de herontwikkelingspotentie kan dit fonds waarschijnlijk scherp worden gefinancierd.

Focus

Financiers, gebruikers en vastgoedmensen zijn zeer verschillend. Financiers zijn gefo-

cust op risico's. Bij een projectbeoordeling stellen zij zichzelf de vraag: hoeveel zekerheid heb ik dat ik mijn geld terug krijg? Vastgoedbeleggers en projectontwikkelaars echter zijn opportunisten. Zij zien kansen en bij een projectbeoordeling stellen zij zichzelf de vraag: hoeveel flexibiliteit heb ik om van dit project een succes te maken? Gebruikers hebben weer een totaal andere focus op handel, groei en aandeelhouderswaarde.

Om arbitrageopportuniteiten te herkennen moet men meer talen spreken en de submarkten principieel begrijpen. Wij zijn van mening dat de verscheidenheid aan disciplines in de vastgoedmarkt de oorzaak is van het bestaan van arbitragemogelijkheden. Ook is dat de reden dat arbitragemogelijkhe-

den, anders dan in efficiënte markten, onzichtbaar zijn en langdurig kunnen bestaan. Het wachten is op partijen die door uitgediende 'financial engineering' de verborgen winst zullen grijpen.

MICHAEL HESP

De auteur is werkzaam bij Fakton financiële vastgoedregisseurs. Meer informatie via mhe@fakton.nl

Noten

- 1) Door verschillende belastingregimes kan het voorkomen dat de toekomstige kasstromen voor de ene partij, niet gelijk zijn aan die voor de andere partij.
- 2) Bij eindejaarskasstromen en een geprognosticeerde inflatie van 2,0 procent op jaarbasis.
- 3) In theoretische zin kennen de kasstromen die achterblijven in de portefeuille een hoger risico-profiel en zouden deze moeten worden verdisconteerd met een hogere rendementseis. In de vastgoedmarkt vindt deze beoordeling echter niet plaats.
- 4) Het is mogelijk dat het vastgoed meer waard is dan het bedrijf als geheel als de detailhandelsactiviteiten verliesgevend zouden zijn. Vendex KBB zou in dat geval direct moeten stoppen als detailhandelsconcern en als vastgoedbelegger moeten doorgaan. Het concern heeft in 2005, gecorrigeerd voor de boekwinst op de verkoop van de vastgoedportefeuille, ook een operationele winst gemaakt.
- 5) Overigens kan de lage boekwaarde ook grondslag hebben in fiscale zin. Wel toont dit voorbeeld aan hoe de te lage boekwaarde het detailhandelsconcern een makkelijke prooi heeft gemaakt voor investeringssmaatschappijen.

Ingezonden mededeling

**Het is tijd voor
grootse besparingen**

ENERGIE2008

DÉ VAKBEURS VOOR OPTIMAAL BESPAREN

7 t/m 9 oktober, Brabanthallen 's-Hertogenbosch

www.energievakbeurs.nl - meer info zie elders in dit blad