

## RijnVast Obligatiefonds Duitsland II B.V.



### Inleiding

Deze analyse betreft een onafhankelijk onderzoek naar en weergave van de informatie over RijnVast Obligatiefonds Duitsland II B.V. zoals weergegeven in het prospectus en de aanvullende informatie. Op de belangrijkste onderdelen, welke van invloed kunnen zijn op een investeringsbeslissing, wordt nader ingegaan. De belangrijkste positieve en negatieve aspecten uit deze onderdelen zijn als samenvattende conclusie apart weergegeven.

Deze obligatielening betreft de uitgifte van 498 obligaties klasse A van € 5.000,-, 248 obligaties klasse B van € 10.000,- en 128 obligaties klasse C van € 25.000,-. Totaal maximaal € 3.200.000,-. De lening wordt aangewend voor de aankoop van een tweetal winkelobjecten in Duitsland. Het betreft nieuw vastgoed verhuurd aan landelijke winkelketens met langlopende huurcontracten. De looptijd van de obligaties is maximaal 10 jaar en de vaste couponrente bedraagt 7,3% tot 7,5%.

### Aanbieder

De initiatiefnemer is RijnVast B.V. Rijnvast is opgericht in 2007 en heeft in 2009 haar eerste fonds geplaatst. Dit betrof RijnVast Obligatiefonds Duitsland I B.V. Dit fonds ontwikkelt zich conform prognose.

De thans aangeboden belegging kent de vorm van een obligatiefonds met een obligatielening van € 3.200.000,-. In feite verstrekken de participanten een lening aan het fonds en deze koopt daarmee vastgoed in Duitsland. Het fonds heeft een verwachte looptijd van tien jaren.

De aanbieder heeft in 2009 op het meest moeilijke moment van de markt haar eerste fonds geplaatst welke tot op heden conform prognose presteert. De directeur/eigenaren van de initiator hebben jarenlange ervaring op het gebied van het initiëren van vastgoedfondsen, vastgoedfinancieringen en beleggingen. Hans Beekman was onder andere betrokken bij de vastgoed C.V.'s van de aanbieder GIM uit Eindhoven. Voorts is hij actief als makelaar en projectontwikkelaar. Joris van Wijk heeft een opleiding bedrijfskunde en ervaring in de bankwereld onder andere in vastgoedfinanciering. Hans Neef studeerde bedrijfseconomie en heeft veel ervaring met fusies en overnames en vastgoedtransacties. Het fonds of de beheerder beschikt niet over een AFM vergunning en valt niet onder toezicht. Het prospectus is niet onderworpen aan toetsingsplicht omdat sprake is van een vrijstelling voor fondsen kleiner dan € 2.500.000,- (voor obligatie klasse A en B) en van de vrijstelling voor obligaties met een tegenwaarde van € 50.000,- of meer (voor obligatie klasse C). Het prospectus is niet getoetst door de AFM. Wel is het prospectus opgesteld conform de geldende normen voor een prospectus en de richtlijnen van de STV waarbij de aanbieder is aangesloten. Het doel van de STV is om de transparantie en vergelijkbaarheid van prospectussen te bevorderen door middel van een inhoudelijke toetsing op basis

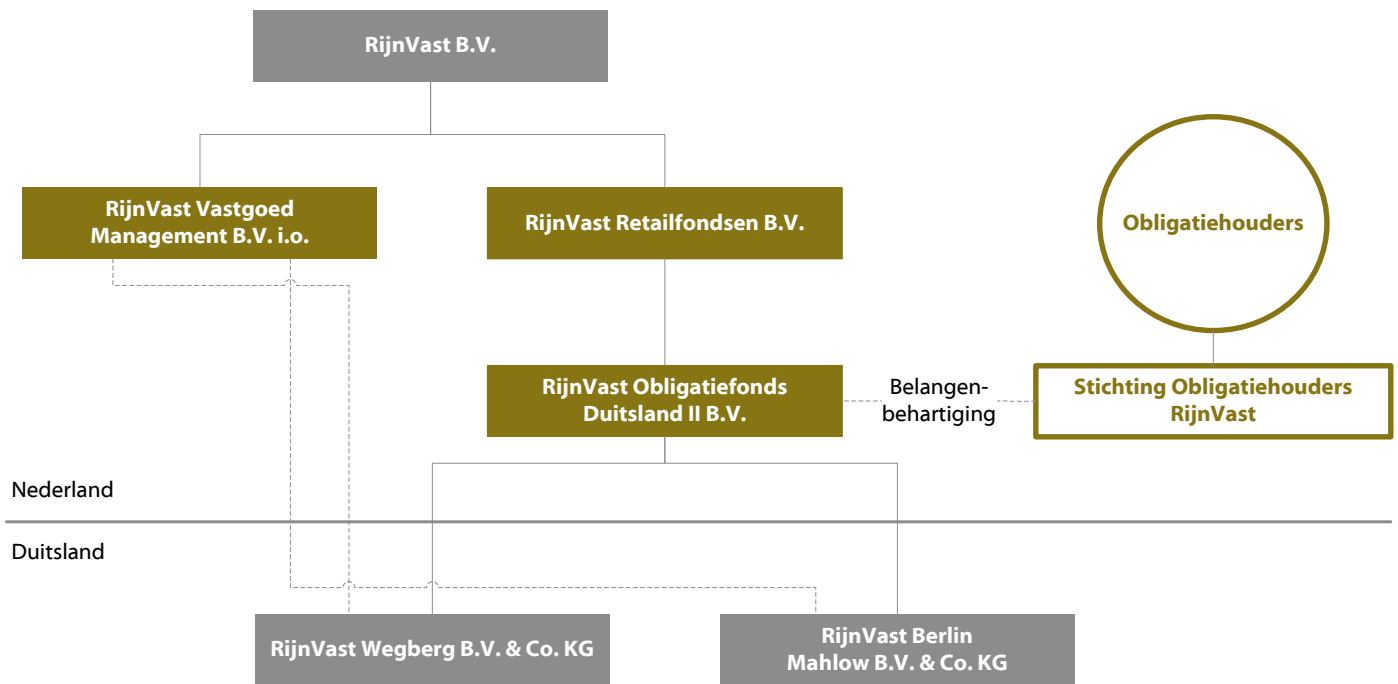
van door de STV opgestelde standaarden. De STV heeft een positief oordeel gegeven na een toetsing van het prospectus.

### Juridische structuur

RijnVast Obligatiefonds Duitsland II B.V. is een besloten vennootschap. Alle aandelen zijn indirect in handen van de nieuwe vennootschap RijnVast Retailfondsen B.V. Dit is een 100% dochtervennootschap van RijnVast B.V., welke vennootschap ook de directie voert. De vastgoedvennootschappen worden beheerd door een aparte beheerder: RijnVast Vastgoed Management B.V. De participaties bestaan uit schuldbekentissen (obligaties) verdeeld in drie aparte klassen van € 5.000,-, € 10.000,- en € 25.000,- per stuk, welke aan de participanten worden uitgegeven. Er geldt een minimum afname van 2 stuks per klasse. Het verdelen van een obligatielening in meerdere klassen wordt wel vaker toegepast om verschillende categorieën beleggers aan te spreken, om spreiding binnen het fonds te regelen en om te zorgen dat een fonds onder de vrijstelling voor prospectustoetsing valt. De wettekst over de toepassing van deze vrijstelling en opvattingen daarover zijn niet eenduidig. Volgens sommige juristen is dit gebruik maken van mazen in de wettekst, terwijl de vrijstelling op deze wijze zonder discussie kan worden toegepast. Nieuwe wetgeving is in de maak. De obligaties zijn overdraagbaar maar alleen met toestemming van het fonds.

De participanten verkrijgen een obligatie en worden obligatiehouder in het fonds. In feite geeft men een lening aan het fonds welke daarvoor een schuldbekentenis afgeeft. Het fonds gebruikt deze lening voor de financiering van zijn vastgoedvennootschappen en deze op hun beurt voor de aankoop van het vastgoed. Het fonds houdt dus geen vastgoed maar dit wordt gehouden in een tweetal Duitse dochtervennootschappen: RijnVast Wegberg BV & Co KG en RijnVast Berlin Mahlow BV & Co KG. Een Duitse KG is een

Afbeelding 1. Structuuroverzicht



Kommandit Gesellschaft, te vergelijken met een C.V. in Nederland. Eén van de kenmerken van een obligatiefonds is dat de participant geen zeggenschap heeft in het fonds in tegenstelling tot participaties in een C.V. of certificaten in een open fonds en niet (in)direct eigenaar is van het vastgoed. In de situatie van een investering in Duitsland wordt veelal gekozen voor een obligatiefonds om de belastingdruk in Duitsland te verlagen door de renteaftrek te maximaliseren.

RijnVast beschikt over een Raad van Advies en de onafhankelijke Stichting Obligatiehouders RijnVast. De stichting behartigt de belangen van de beleggers en heeft als zekerheid recht van tweede hypotheek op het vastgoed. De rechten van de beleggers zijn geregeld in de obligatievoorwaarden. Fiscaal is sprake van een belegging van vermogen: de particuliere belegger wordt slechts belast via de forfaitaire heffing van 1,2% in Box 3 van de inkomstenbelasting. Over een eventueel positief exploitatieresultaat of verkoopwinst zal het fonds zelf wel vennootschapsbelasting in Duitsland moeten betalen. Door het gebruik van renteaftrekgeregels en afschrijving op het vastgoed is de belastingdruk echter beperkt.

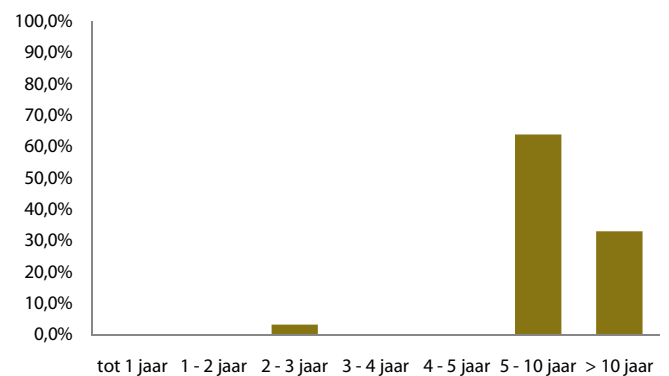
Aandachtspunt bij dit soort structuren is de zorg voor de aftrekbaarheid van de rente op het Duitse niveau. KPMG heeft de fiscale kant van de structurering verzorgd en de aftrekbaarheid van de rente in Duitsland getoetst. Deze renteaftrek is volgens een afgegeven opinie, gewaarborgd.

## Vastgoed

Het fonds belegt via haar Duitse dochtervennootschappen in een tweetal winkelcentra met in totaal 17 winkels. De totale koopsom bedraagt € 10.620.037, - kosten koper, bij een huur van € 885.061, -. De gebouwen zijn getaxeerd door DTZ Zadelhoff tegen een totale taxatiewaarde van € 11.655.000, -. Dit is ruim

boven de koopsom. Het totale vastgoed is aangekocht tegen een Bruto Aanvangs Rendement (BAR) van 8,35% kosten koper. De overgrote meerderheid van de huurders (86%) zijn onderdeel van landelijk bekende winkelketens terwijl de gemiddelde resterende looptijd van alle huurcontracten nog 9,6 jaar is.

Afbeelding 2. Resterende looptijd van de huurcontracten



De volgende twee objecten zijn aangekocht:

- Wegberg**, gelegen in de deelstaat Nordrhein-Westfalen grenst aan Nederlands Limburg en heeft circa 30.000 inwoners. Het is een economisch sterke regio gelegen tussen Aken, Keulen en Düsseldorf. Het laagbouw winkelcentrum is gelegen aan de ring rond Wegberg. Het betreft 2.900 m<sup>2</sup> verhuurbare winkelruimte op 8.886 m<sup>2</sup> eigen grond. Op deze grond zijn 124 parkeerplaatsen gerealiseerd. Het gebouw is gebouwd in twee fasen in 2008 en 2009. Het winkelcentrum is gekocht van de ontwikkelaar voor een bedrag van € 3.890.000, - ofwel 11,85 maal de jaarhuur. De totale jaarhuur bedraagt € 328.170, -. De

resterende looptijd van de huurcontracten met de 9 huurders is gemiddeld nog 8 jaar. De belangrijkste huurder (41%) is Penny Supermarkten met een huur van € 134.640,- voor nog 12,5 jaar, gevolgd door KiK en Fressnapf. Ruim 70% van de huurders behoort tot belangrijke landelijke ketens. Voor 10% van de huur geldt een looptijd van 2,5 jaar of korter. Van belang is tevens dat de meeste kosten voor het gebouw (exclusief verzekeringen en belastingen) voor rekening van de huurders komen. Dit soort huurcontracten waarbij alles aan de binnenkant voor rekening van de huurder komt is gebruikelijk voor met name winkelvastgoed in Duitsland. De getaxeerde waarde door DTZ Zadelhoff bedraagt € 4.230.000,-.

- Mahlow** is een gemeente direct grenzend aan Berlijn, gelegen in de deelstaat Brandenburg. De gemeente telt ongeveer 26.000 inwoners en ligt aan de zuidkant van de stad en nabij de ring van Berlijn en het nieuwe vliegveld Berlin Brandenburg International (2012). Voor de economie van Mahlow moet gekeken worden naar Berlijn met een toenemende dienstverlenende sector en een nog steeds sterke industriesector in zowel groot- midden als kleinbedrijf. Direct ten zuidwesten van het nieuwe vliegveld ligt een bedrijventerrein waarop dit nieuwe winkelcentrum wordt gebouwd, naast een Kaufland, Boumarkt en een Mac Donalds. Het betreft 5.932 m<sup>2</sup> winkels op 16.279 m<sup>2</sup> eigen grond met 174 parkeerplaatsen. De afname zal plaatsvinden op 31 januari en 31 maart 2011, direct na oplevering. De verkoper is de huidige projectontwikkelaar. De koopsom bedraagt € 6.730.037,-. Dit is 12,1 x de huur bij een huur van € 556.891,- op basis van de huidige huurcontracten. De belangrijkste huurders zijn Aldi, KiK, Rossmann en Dänisches

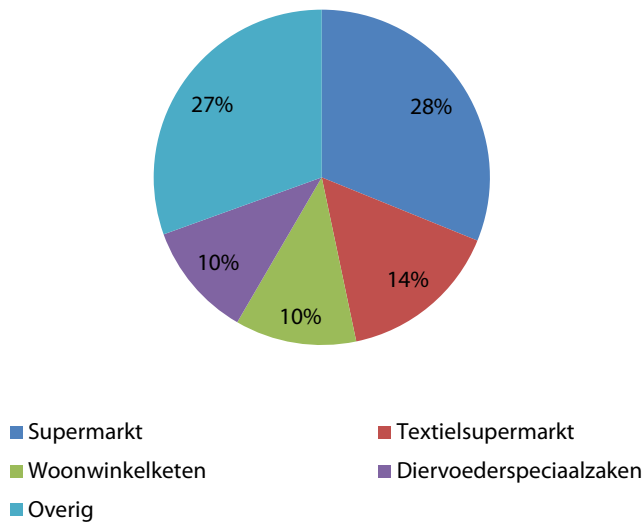
Bettenlager alle met een 10 jarig huurcontract. Omdat enkele andere van de 8 huurders een 12 jarig contract hebben is de gemiddelde huurtermijn 10,5 jaar. Alle huurders behoren tot grote landelijke ketens. Tevens geldt hier dat alle servicekosten en overige kosten van het gebouw rechtstreeks door de huurders worden betaald, behalve de verzekering en de belastingen. Na oplevering zal het winkelcentrum volgens de taxatie een waarde hebben van € 7.425.000,-, ook ruim boven de waarde waarvoor gekocht wordt.

In het algemeen kan gesteld worden dat er met 17 huurders, waarvan de grote meerderheid behoort tot landelijke winkelketens, sprake is van voldoende spreiding van het huurrisico. Omdat de gemiddelde looptijd van de huurcontracten langer is dan maximale looptijd van het fonds is er tevens weinig leegstandsrisico. Bovendien blijkt uit recente publicaties dat de economische ontwikkeling in Duitsland positief is en gunstig afsteekt tegen de rest van Europa. Dat geldt met name voor het zuiden en westen van Duitsland en de regio Berlijn. Daarnaast is van belang dat voor een winkellocatie in een kleinere tot middelgrote stad geldt dat de demografische ontwikkeling gunstig is: indien er een vertrekoverschot is en de resterende bevolking snel vergrijsd (zoals in sommige plaatsen in voormalig Oost-Duitsland) is er een risico voor de toekomst. Volgens gegevens van de aanbieder is dat op de vastgoedlocaties van dit fonds niet van toepassing. In alle gebieden wordt een stabiele bevolkingsomvang verwacht of een lichte stijging van het aantal inwoners in het verzorgingsgebied.

### Afbeelding 3. Huurdersoverzicht

Locatie, Huurder(s)	Oppervlakte	Expiratie	Contract	Branche
<b>Object Wegberg</b>				
Penny	1.020	11-5-2022	134.640	Supermarkt
Fressnapf	400	11-5-2019	33.600	Diervoederspeciaalzaken
KiK	570	1-12-2018	60.534	Textielsupermarkt
DGS Getränke	405	11-5-2013	28.188	Drankenhandel
Hermann Brot GmbH	92	1-12-2018	17.400	Overig
Metzgerei Esser	108	1-12-2018	16.080	Overig
Optiker Hosten	81	1-12-2018	11.628	Overig
Frisör, Frau Buttkuss	80	31-5-2018	16.080	Overig
Reitsport	167	14-9-2020	10.020	Overig
<b>Object Berlin Mahlow</b>				
Aldi	1.112	16-5-2020	110.755	Supermarkt
Rossmann	701	14-6-2020	79.914	Drogisterij
KiK	581	14-6-2020	62.040	Textielsupermarkt
Dänisches Bettenlager	970	29-8-2020	91.956	Woonwinkelketen
Fressnapf	528	29-11-2022	53.856	Diervoederspeciaalzaken
Getränke Hoffman	542	29-11-2020	55.272	Drankenhandel
TEDI	478	10-4-2021	48.148	Discountwarenhuis
Takko	477	31-3-2021	54.950	Mode
Totale oppervlakte/contract	8.312		885.061	
Onverhuurde oppervlakte				

Afbeelding 4. Overzicht branchering



## Fondsinvestering

De totale fondssomvang bedraagt hier € 11.950.000,-. Daarvan is ongeveer € 11.050.000,- gebruikt voor het vastgoed inclusief kosten. Het resterende bedrag van € 900.000,- betreft de initiële fondskosten en de vastgoed acquisitiekosten zoals nader genoemd onder de paragraaf Kosten. De liquiditeitsreserve bedraagt bij aanvang slechts € 7.287,- en is vrij beperkt ten opzichte van de fondssomvang. Echter de beperkte aflossing op de bankleningen in 2011 zorgt voor een liquiditeitsreserve van € 163.472 ultimo 2011. Gelet op de verwachte resultaten zou dit geen risico moeten opleveren. Uit de rendementsbegroting blijkt dat er voldoende winst wordt gemaakt om de liquiditeitsreserve te laten toenemen, tevens na betaling van rente en aflossingen. Van de fondsinvestering wordt € 3.200.000,- gefinancierd met de obligatielening en € 8.700.000,- via een hypotheek. Het restant van € 50.000,- is eigen vermogen. Het gaat dan om drie klassen obligaties van € 5.000,-, € 10.000,- en € 25.000,- per stuk. Een afname van ten minste 2 obligaties per klasse is noodzakelijk.

## Financiering

Voor de financiering van de € 3.200.000,- obligaties wordt een rente uitgekeerd aan de beleggers welke afkomstig is uit het resultaat van het fonds. Deze rente bedraagt (exclusief een bonus) 7,3%, 7,4% en 7,5% voor klasse A, B en C. Voor de hypothecaire leningen is sprake van twee financieringen. Wegberg is voor € 3.200.000,- gefinancierd door Kreissparkasse Heinsberg tegen een rente van 3,85% voor 7 jaar en een aflossing vanaf 2012. Mahlow is voor 6 jaar rentevast gefinancierd voor € 5.500.000,- bij de DG Hyp (een landelijk opererende bank) tegen 4,25% rente en een aflossing vanaf juli 2011.

De totale bankfinanciering bedraagt € 8.700.000,-. Daarvan wordt gemiddeld ongeveer € 240.000,- per jaar afgelost (2,7%), hetgeen aanzienlijk is en gunstig is voor een snelle daling van de hoofdsom en daarmee het risico. De financiering bedraagt ongeveer 77% van de koopsom inclusief kosten koper van het

vastgoed en zelfs 82% van de koopsom. Ten opzichte van de taxatiewaarde bedraagt de lening ongeveer 74% van de koopsom. Daarmee is de totale omvang van de financiering ten opzichte van de koopsom hoger dan gebruikelijk, maar ten opzichte van de taxatiewaarde is deze normaal. Dit kan een risico zijn bij een waardedaling maar omdat gunstig is ingekocht ten opzichte van de getaxeerde waarde is het risico van waardedaling beperkt. Tevens is de rentevaste periode korter dan de looptijd van het fonds. Daardoor kunnen de rentelasten in de laatste drie jaar hoger zijn dan verwacht. Dit gaat dan ten laste van de liquiditeitsreserve. Aangezien het jaarlijks exploitatieresultaat net zo hoog is als de jaarlijkse aflossing (€ 240.000,-) zal de liquiditeitsreserve net voldoende blijven. Tegenvallers bij onvoorziene omstandigheden, zoals bijvoorbeeld een hogere rente in de laatste drie jaren, kunnen in dat geval niet in voldoende mate worden opgevangen. Een eventuele herfinanciering zal wel makkelijker worden doordat inmiddels substantieel is afgelost, totaal € 1.680.000,-. Dan zou de beheerder tevens voor een Euribor kunnen kiezen om flexibiliteit te creëren.

## Rendement

De vaste uitkering op de obligaties is per klasse verschillend. Tevens hebben de obligatiehouders bij dit fonds recht op een winstdeling bij verkoop van het vastgoed van een deel van het netto resultaat bij verkoop, waardoor nog een bonusuitkering wordt gerealiseerd. De totale verwachte winst verschilt dan per klasse obligatie van 10,4% tot 12,0%. In ieder geval wordt een goed uitkeringsrendement verwacht dat per kwartaal achteraf zal worden uitgekeerd. Het gaat hier niet om gegarandeerd rendement maar de berekening is gebaseerd op realistische uitgangspunten. Zekerheid is er in de vorm van een tweede hypotheek op het vastgoed die gehouden wordt door de stichting. Het resultaat moet worden gerealiseerd uit de opbrengsten die het fonds verkrijgt. Volgens de resultaatsprognose is er tevens na aftrek van de obligatierente een positief exploitatieresultaat. Op grond van deze uitgangspunten kan de rente betaald worden. Samengevat ziet het resultaat er als volgt uit:

Obligatie	Nominaal	Rente	Winstdeling	Bonus
Klasse A	€ 5.000,-	7,3%	40%	3,1%
Klasse B	€ 10.000,-	7,4%	50%	3,8%
Klasse C	€ 25.000,-	7,5%	60%	4,5%

## Kosten

De emissiekosten bedragen, zoals bij veel fondsen, 3%. De initiële kosten zijn met 6% van de fondsinvestering lager dan normaal. Veelal liggen deze kosten tussen de 5 en 10%. De financieringskosten zijn aan de hoge kant en de marketingkosten zijn met ruim 1% normaal. De overige kosten zijn lager dan de benchmark. Dat geldt zowel voor de makelaarskosten die vooral de Duitse markt zeer laag zijn, als voor de structurerings- en acquisitievergoedingen. De exploitatiekosten op het vastgoed

zijn marktconform voor de posten die zijn meegenomen in de prognose. De onderhoudskosten zijn goed gemotiveerd en vanaf jaar 4 begroot op ruim 3% van de huursom. Alleen de kosten voor eigenaarlasten, verzekeringen en belastingen komen deels ten laste van het fonds. De overige lasten van het vastgoed zijn voor rekening van de huurders. De beheervergoeding voor het vastgoed van ongeveer 1,5% is laag. Veelal wordt gerekend met 2 tot 4%. Voor de jaarlijkse fondskosten wordt echter gerekend met een beheervergoeding van 1,7% en vennootschapskosten van ongeveer 2% van de huur. Dit laatste is vrij veel. Met frictieleegstand is vanaf jaar 5 rekening gehouden. Tevens is rekening gehouden met een inflatie van de kosten op 1,5% tot 2% vanaf 2013.

Per saldo een vrij normale kostenstructuur waarbij de makelaarskosten relatief gunstig zijn.

## Risico's

Op de gebruikelijke en tevens in het prospectus correct beschreven risico's wordt hier niet ingegaan.

Omdat sprake is van een goede huursituatie (zowel huurders, looptijd contracten als de prijzen) en rekening gehouden wordt met frictieleegstand is er geen bijzonder risico in de verhuursituatie. De risicospreiding is goed: hoewel er slechts twee gebouwen in portefeuille zijn betreft het wel 17 huurders van meest landelijk bekende winkelketens.

Met de exploitatiekosten is op realistische wijze rekening gehouden.

Het vastgoed is voor een groot deel (77%) met extern vermogen van de bank gefinancierd. Dat is gunstig voor de hefboomwerking op het rendement maar kan een risico zijn bij lagere marktwaarde van het vastgoed. De loan-to-value marge ligt immers al op 82% van de koopsom (74% van de

taxatiewaarde). Tevens is de rentevaste termijn korter dan de looptijd van het fonds zodat na 7 jaar een risico van een hogere rente zou kunnen bestaan. Wel is dan inmiddels al substantieel afgelost op de bankleningen, en daarmee is het risico van hogere kapitaallasten lager. Na aftrek van de couponrente blijft het exploitatieresultaat positief. Daarbij is geen rekening gehouden met de aflossing op de bankleningen. Indien men wel rekening houdt met de aflossingen blijkt dat de liquiditeitsreserve beperkt is. Er mogen geen grote tegenvallers in het resultaat zitten om het uitkeringsniveau in stand te houden. Tegenvallers in bijvoorbeeld leegstand of onderhoud zouden dan direct gevolgen kunnen hebben op de uitkeringen.

De looptijd van de huurcontracten is gemiddeld genomen maar net iets langer dan die van het fonds. Het risico bestaat dat bij verkoop in een situatie van aflopende huurcontracten de verwachte opbrengst niet gehaald wordt. Het fonds is echter niet verplicht het vastgoed op een bepaalde datum te verkopen. Voor beide objecten geldt dat tevens bij een eventuele leegstand of afloop van een contract het gebruik waarschijnlijk op dezelfde wijze wordt voortgezet. Volgens de aanbieder zal de beheerder vanaf het 7e jaar actief gaan werken aan optimalisering van de huurcontracten en kwaliteit van het vastgoed zodat men verwacht het verwachte verkoopresultaat te behalen en het bonusrendement uit te kunnen keren.

## Overige opmerkingen

Zowel de Stichting Obligatiehouders RijnVast als de Raad van Advies zijn onafhankelijk van de aanbieder en bestaan uit ervaren personen. Bij de stichting zijn de bestuurders de heer Mr. A.J.C. Bloemers en Mr. E. P.J. Wasch en de Raad van Advies bestaat uit Drs. H.H. van der Koogh en Mr. F.B. Heinzel.

## Aandachtspunten en conclusies

- + goed uitkeringsrendement
- + lange huurcontracten met goede huurders
- + lage rente hypothecaire financiering
- + 2e hypotheek en toezicht door onafhankelijke stichting
- + transparant en door STV goedgekeurd prospectus

- renterisico
- verkoopmoment rond afloop huurcontracten
- leverage (hoge bankfinanciering)

De analyse van Analyse RijnVast Obligatiefonds Duitsland II B.V. is in opdracht geschreven voor RijnVast B.V.

copyright © Beurswaage 1 maart 2011

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 de obligatielening. 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 B.V.

Stationsweg 44  
6861 EJ Oosterbeek

Postbus 479  
6710 BL Ede

T (026) 7440033  
F (026) 7440034

[info@beurswaage.nl](mailto:info@beurswaage.nl)  
[www.beurswaage.nl](http://www.beurswaage.nl)

Bankrekeningnummer  
49.45.47.642

KvK Midden-Nederland  
32111454

*Wegen naar rendement*