

# Senior debt kan het risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille verbeteren

Senior real estate debt is een interessante toevoeging aan de vastgoedportefeuille, betoogt Vincent Nobel, Head of Asset Based Lending at Federated Hermes. Het is laag gecorreleerd met real estate equity en levert normaal gesproken stabiele rendementen op, óók in tijden van economische neergang, en kan een goede bijdrage leveren aan de net zero-doelstellingen van beleggers. Nobel heeft verder nog een bijzondere kijk op de juiste waardering van vastgoed.

Door Harry Geels

**U kijkt iets anders tegen de waardering van vastgoed aan dan gebruikelijk door vooral de huurvraag op de lange termijn in beschouwing te nemen. Waarop is deze visie gebaseerd?**

‘We maken onderscheid tussen de waarde en de prijs van onroerend goed. De waarde is gebonden aan het nut van het onroerend goed voor de huurders. Zonder huurders geen huurinkomsten en zonder huurinkomsten geen waarde van de belegging. In een stabiele of stijgende markt wordt deze basiswet makkelijk vergeten en wordt de taxatie

**‘Het is bijna belangrijker dat een pand een huurder kan aantrekken dan dat er al een huurder in zit. Als een huurder in een slecht pand zit, zal hij vroeg of laat vertrekken.’**

gedaan aan de hand van de gemiddelde huur in de omgeving en een multiple van die huur. Als de veranderingen in de markt echter groter of structureler zijn, gelden andere wetten. De vraag naar vastgoed is flexibeler dan het vastgoed zelf. Als huurders andere eigenschappen van hun vastgoed eisen, dan kan het moeilijk zijn om daaraan te voldoen. Hierdoor kan het zijn dat het nut of de algemenere aantrekkingskracht van het vastgoed minder wordt. Als huurders minder waarde hechten aan een gebouw, dan willen ze daar ook minder huur voor betalen.

De waarde voor de vastgoedinvesteerder wordt nog verder beïnvloed door het rendement dat andere sectoren kunnen leveren. In het huidige klimaat hebben we te maken met hoge inflatie en een hogere rente, waardoor de marktwaarde van vastgoed negatief beïnvloed wordt. Als huurders het nut van vastgoed herwaarderen, en als tegelijkertijd de rente ook nog eens gestegen is, kan de afwaardering te groot worden en kunnen er problemen ontstaan: de bekende ‘double whammy’. Als de vastgoedbelegger in alle marktomstandigheden geld wil verdienen, ligt een senior debt-product in vastgoed dat op de lange termijn voor huurders aantrekkelijk is, het meest voor de hand. Daarbij staat dan de vraagstelling centraal wat de uiteindelijke vraag naar vastgoed bepaalt. Het is bijna belangrijker dat een pand een huurder kan aantrekken dan dat er al een huurder in zit. Als een huurder in een slecht pand zit, zal hij vroeg of laat vertrekken.’

**Wat is de link tussen de langdurige aantrekkelijkheid van vastgoed, de huurders en duurzaamheid?**

‘Duurzaamheid van vastgoed is natuurlijk altijd belangrijk, maar dat werd niet altijd uitdrukkelijk zo benoemd. Duurzaamheid is wat ons betreft niet het iedere dertig jaar slopen en weer helemaal opnieuw opbouwen van een pand. Een van de belangrijkste dimensies van duurzaamheid is hoe lang een gebouw ‘meegaat’ en of de functie ervan eventueel redelijk efficiënt kan worden veranderd, bijvoorbeeld pakhuisen die worden omgevormd tot appartementen. Belangrijk voor vastgoedhuurders is wat we ‘general appeal’ noemen. Dat gaat verder dan de stijl van het gebouw. Het gaat ook om de stad, de wijk, de straat. Wil je er als huurder ‘gezien’ worden? Visualiseer het verschil tussen Canary Wharf en The City. De eerste wordt gekenmerkt door kille torens, de tweede door de wereldberoemde sfeer van de stad Londen. HSBC heeft recent gezegd dat ze

‘Voor nieuwbouw moeten vaak eerst oude gebouwen worden neergehaald. Dat helpt wellicht de individuele ‘portfolio metrics’, maar niet om op wereldschaal net zero te halen.’



## CV

### Vincent Nobel

Vincent Nobel trad in januari 2015 in dienst bij Federated Hermes Limited als Head of Real Estate Debt. Hij is nu verantwoordelijk voor alle asset-based debt-strategieën. Daarvoor was hij vanaf 2011 senior lid van het M&G Real Estate Debt team, waar hij hielp bij de oprichting en ontwikkeling van het Senior Real Estate Debt Fund. Eerder werkte Nobel drie jaar bij Barclays Corporate in hun gespecialiseerde debt-team en daarvoor vanaf 2004 bij Barclays Capital. Nobel heeft een MSc in International Business Studies van de Universiteit van Maastricht en een MA van Sciences-Po (IEP) in Parijs.

teruggaan naar The City, vooral voor de beleving die klanten en medewerkers daar ervaren. HSBC heeft aangegeven in Canary Wharf onvoldoende personeel te kunnen aantrekken. Het gaat ook om de kwaliteit van de gebruikte materialen. In de jaren zestig en zeventig zijn bijvoorbeeld veel panden, kantoren en huizencomplexen op te grote snelheid en met te goedkope materialen gebouwd. Daar moet een vastgoedbelegger kritisch beoordelen wat hij wel of niet wil kopen.’

**Dus u propageert het verlengen van de leeftijd van bestaande gebouwen. Zou dat zelfs in het kader van net zero een centraal thema in de vastgoedindustrie moeten worden? En hoe kan het dat de focus in de industrie vooral op het bouwen van groene assets heeft gelegen?**

‘Het is in het kader van duurzaamheid van belang ons twee zaken goed te realiseren. Ten eerste dat vastgoed continue investeringen behoeft, omdat er steeds verval van materialen is. Ten tweede dat de vraagbehoeften, in al zijn gradaties, dus stijl, plek, kwaliteit, sfeer en duurzaamheid, veranderen in de loop der jaren. Een goede vastgoedbelegger is vooral een goede trendwatcher. Dit klinkt als een open deur, maar is het niet. Veel vastgoedbeleggers hebben bijvoorbeeld tegenwoordig een pad tot net zero uitgestippeld en kijken niet verder dan, bij wijze van spreken, de ontwikkeling van de CO<sub>2</sub>-emissies. De klimaatdoelen worden dan het gemakkelijkst

behaald door het neerzetten van groene gebouwen, met alle toeters en bellen. Maar daar helpen we het milieu op de lange termijn niet mee. Voor nieuwbouw moeten vaak eerst oude gebouwen worden neergehaald. Dat helpt wellicht de individuele ‘portfolio metrics’, maar niet om op wereldschaal net zero te halen. Een ander probleem waar institutionele beleggers wat betreft het verduurzamen van bestaande gebouwen tegenaan hikken, is het feit dat verbouwen vaak een tijd geen huur oplevert. Daarmee krijgt het vastgoed dus een ander risico-rendementsprofiel voor ze. Even plat gezegd willen veel beleggers liever naar buiten toe kunnen zeggen dat ze hun eigen klimaatdoelstellingen hebben behaald, waarbij ze vergeten dat er daarvoor gebouwen zijn neergehaald of andere gebouwen gewoon leeg blijven staan. Die leegstand van veel oudere gebouwen wordt er dus helaas ook niet door opgelost. We willen graag institutionele beleggers overhalen om bestaande bouw te vergroenen door de beleggingscategorie te benaderen als schuldeiser en niet als verstrekker van eigen vermogen, equity dus. Duurzame transitie krijgen dan een private equity-belegger die het risico loopt en die daarvoor ook beloond wordt als het slaagt. De institutionele belegger die het vreemd vermogen verschaft met senior condities, neemt in die gevallen minder risico, maar levert wel een actieve bijdrage aan de transitie van het vastgoed. Private equity is gewend om risico’s te lopen, in dit geval vooral de risico’s van een langlopende of duurdere

verbouwing, en om de winst aan het einde te pakken. Het vraagstuk voor de institutionele belegger wordt dan hoe er belegd wordt, oftewel: hoeveel er wat betreft vastgoed gealloceerd wordt naar core, debt en private equity?

### Aan wat voor soort rendementen moeten we dan denken?

‘Voordat we die vraag kunnen beantwoorden, is het belangrijk dat de institutionele belegger open staat voor zo’n total return benadering bij het behalen van zijn duurzaamheidsdoelen. Zo ja, dan gaan we per project kijken welke beleggingsvorm bij de belegger past. De doelrendementen voor private equity bij vastgoedtransities kunnen, afhankelijk van de gebruikte leverage, wel naar de 20% gaan, maar die strategieën zijn dan erg marktafhankelijk. Gemiddeld kan met senior real estate debt nu zo’n 500 basispunten boven euribor behaald worden, maar dat is wel afhankelijk van de gekozen ‘leverage’, die wij bij voorkeur laag houden. Daarnaast hangt het af van de verdeling tussen reeds duurzaam vastgoed waar inkomen op gegenereerd wordt en transitievastgoed. Let wel, dit is een ‘all weather strategy’, dus cyclusonafhankelijk, hoewel de rendementen (zowel absoluut als relatief) wel veranderen tijdens een vastgoedcyclus. We kunnen leningen leveren met een vaste rente of een variable rente, met of zonder aflossing, met of zonder CapEx-onderdeel et cetera. Allemaal afhankelijk van het investeringsrisico dat de klant wil lopen.

Het doel van de debt-strategie is om een defensievere investering in vastgoed te bieden. Kijk bijvoorbeeld naar de COVID-crisis, toen er in sommige sectoren bijna geen huur werd betaald. Daardoor leed real estate equity verlies. Wij hebben toen echter op alle senior real estate loans onze volledige rentebetalingen ontvangen. Dit is dat defensieve karakter dat voor een vastgoedstrategie die uit zowel equity als debt bestaat zo nuttig kan zijn in tijden van hogere wisselvalligheid.

Soms vragen beleggers om een hogere spread dan 500 basispunten. Dat kan natuurlijk, maar dan gaat de leverage en daarmee het risico omhoog en groeit de correlatie met de directe vastgoedstrategieën. Wat mij betreft is de juiste vraag niet of je met senior debt een hoger rendement kunt bieden, maar of de yield ook gehaald kan worden in een neergaande cyclus. Een andere belangrijke vraag is hoe de belegger zijn huidige vastgoedportefeuille minder risicovol kan maken. Dit is mogelijk door te spreiden over verschillende vormen van beleggen (zowel direct vastgoed alsook

**‘We willen graag institutionele beleggers overhalen om bestaande bouw te vergroenen door de beleggingscategorie als schuldeiser en niet als verstreker van eigen vermogen, equity dus, te benaderen.’**

vastgoedleningen), zonder verwacht rendement in te leveren en zonder van het gekozen duurzaamheidspad af te hoeven wijken.’

### Hoe ziet zo’n verdeling over de verschillende vormen van vastgoedbeleggingen eruit?

‘Het geëigende antwoord is natuurlijk dat dit afhangt van het type belegger. Met een gemiddelde allocatie van 20% naar real estate debt kan al worden aangetoond, via onze track record, dat het risico-rendementsprofiel van de vastgoedportefeuille verbetert. Dan heeft 80% van de portefeuille een cycluskarakter en 20% levert een stabiel rendement door de cyclus heen. De percentages hangen ook een beetje af van hoeveel risico’s er in beide worden genomen. We draaien altijd enkele scenario’s voor de klanten, om te ontdekken wat de optimale verdeling is. Dit is, voor zover ik kan overzien, een redelijk unieke benadering voor beleggen in vastgoed. Als we het goed doen, kan de debt-portefeuille, in de vorm van senior loans, geen enkele correlatie hebben met de equity-portefeuille.

De boodschap is dat risico’s door spreiding tussen direct vastgoed en vastgoedleningen flink verlaagd kunnen worden, veel meer dan door in een vastgoedportefeuille te spreiden tussen verschillende sectoren. In bepaalde marktomstandigheden kan het verstandig zijn het allocatiepercentage iets aan te passen: bij een lage rente iets meer equity-exposure en bij hoge rente meer debt. Nu loont het dus om wat meer naar debt te alloceren. Binnen de leningportefeuille kunnen we dan bepalen in welke sectoren we het liefst investeren. Wij hebben momenteel minder dan normaal in kantoren belegd, voornamelijk omdat de kosten van duurzaamheidsverbeteringen vaak te hoog zijn voor kantoren. Daarnaast is er ook een mogelijk grote verandering gaande in hoe men kantoren wil gebruiken, en dat tast de waarde van die objecten aan. ■

#### Disclaimer

**The value of investments and income from them may go down as well as up, and you may not get back the original amount invested.** The views and opinions contained herein are those of the author and may not necessarily represent views expressed or reflected in other communications. This does not constitute a solicitation or offer to any person to buy or sell any related securities or financial instruments.

## IN HET KORT

Bij het bepalen van de waarde van onroerend goed is het nut voor de huurders een essentiële component.

Duurzaamheid heeft ook te maken met hoe lang een gebouw meegaat en met ‘general appeal’.

Het is vaak duurzamer om de bestaande woningvoorraad te vergroenen dan om oude gebouwen te slopen.

Een debt-strategie kan een defensievere investering in vastgoed bieden.

Risico’s kunnen door spreiding tussen direct vastgoed en vastgoedleningen flink verlaagd worden.