

KASTEELPLEIN STREET JOURNAL

Trimestriële nieuwsbrief van Dierickx Leys Private Bank
Jaargang 6, nummer 3 - Juli 2020



Lawaisse Beursvennootschap over Dierickx Leys Private Bank:

“We hebben hetzelfde DNA en versterken elkaar”

Op 19 december 2019 sloten Dierickx Leys Private Bank (Antwerpen) en Lawaisse Beursvennootschap (Kortrijk) een overeenkomst voor een verregaande samenwerking. De twee spelers, samen goed voor een portefeuille van 3 miljard euro (AuM), willen elkaar wederzijds versterken. We gingen kennismaken met vader Philippe senior en zonen Philippe junior en Michel Lawaisse. Een verrassend warm gesprek over een zakelijk huwelijk.

Lawaisse Beursvennootschap werd opgericht in 1946 door grootvader Marcel Lawaisse. Vierenzeventig jaar later heeft het familiebedrijf € 720,2 mio. activa en is het nog steeds gevestigd in het ouderlijke huis in Kortrijk.

Kasteelplein Street Journal is een uitgave van Dierickx Leys Private Bank
Kasteelpleinstraat 44-46,
2000 Antwerpen

Verantwoordelijke uitgever:
Werner Wuyts

Redacteurs: Willem De Meulenaer,
Jonathan Mertens, Ethel Puncher,
Jasper Thysens en Werner Wuyts

Opmaak en druk: JEdesign.be

DIERICKX LEYS
P R I V A T E B A N K

In de jaren '80 gingen de aandelen naar Philippe (senior) Lawaisse. Tussen 2006 en 2014 kregen Michel en Philippe jr. de aandelen in handen. De ene is vandaag gedelegeerd bestuurder, de andere commercieel directeur. Vader is pensioengerechtigd, maar "tot voor kort nog altijd een zelfstandige die voor zijn cliënten bleef zorgen." Vijftig jaar ervaring in langetermijnrelaties, dat cijfer je niet zomaar weg.

Philippe Lawaisse sr.: "Dierickx Leys is een bekende naam in onze sector. En ik ken Monique Leys al van in onze jeugd. Zo'n 20 jaar geleden hebben we al eens overwogen om zakelijk iets te ondernemen samen. Maar toen besloot ik om met mijn zonen door te gaan."

Keep calm & carry on

Onze ontmoeting heeft plaats in de staart van de coronacrisis. Hoe is het beleggingsklimaat? "Soms euforie, soms knarsetanden. Makkelijk is het niet, maar makkelijk is het nooit. We denken wel dat veel bedrijven zich toch zullen herpakken."

Zelf startte Philippe jr. tijdens de dotcom-crisis eind jaren '90, Michel kwam aan het roer in 2007, tijdens de bankencrisis. De huidige crisis is niet de eerste die zij beleven. Ervaring zorgt ervoor dat de Lawaisse's kalm blijven.

Philippe jr.: "We zijn in deze business geboren en erin grootgebracht. Toen ik begon, heeft mijn vader me voorgesteld aan alle klanten. Het betekende voor mij een optimale start."

Persoonlijke aanpak en vertrouwen

Opvallend: het persoonlijke primeert.
Op alle vlakken.

"We hebben nooit aan marketing gedaan. Nieuwe klanten komen naar ons op aanraden van familie, vrienden en kennissen. 95% van ons cliënteel is het gevolg van mond-tot-mondreclame."

Vertrouwen is een van de belangrijkste USP's van dit bedrijf.

"Je naam op de voordeur, dat schept een verantwoordelijkheid. Je wil je klanten altijd in de ogen kunnen blijven kijken."

Klantentrouw, maar ook medewerkerstrouw is hier een parameter. Medewerkers die 13 tot 25 jaar aan boord blijven, dat zegt wel wat. En wanneer vader Philippe Lawaisse het nieuws van het samengaan vertelt, reageren de klanten: "Jullie blijven toch? Dan is het goed!"

De consolidatietrend: samen sterk(er)

Ondertussen is consolidatie overal de trend. Niet alleen bij notarissen, verzekeringsmakelaars en artsen, ook bij vermogensbeheerders. De huidige regelgeving zet eveneens druk op de ketel. Organisch groeien of samengaan, is de keuze. Voor Lawaisse werd 'samengaan' de doelstelling. Begin 2019 werd het allemaal concreter. Een 10-tal kandidaten werd uitgenodigd voor de pitch. Dierickx Leys Private Bank werd de winnaar.

Dé vraag: waarom Dierickx Leys?

Michel Lawaisse: "We hebben hetzelfde DNA. Ook een familiebedrijf, ook een grote focus op vertrouwen en de persoonlijke aanpak. Zij zijn groot genoeg voor de constante vernieuwing die van ons wordt verwacht. En ze hebben sterktes die ons aanvullen."

"Het plaatje klopte. En het was wederzijds."

Over welke sterktes gaat het dan?

Michel Lawaisse: "Dierickx Leys staat verder op IT-vlak. Door hun grootte bieden ze ook meer diensten en producten. Met name successieplanning en discretionair vermogensbeheer worden breder uitgewerkt. Zij beschikken over een juridische dienst waarop onze klanten kunnen rekenen. En onze compliance versterkt elkaar."

“Onze klanten profiteren van het beste van de twee bedrijven”

Ondertussen wordt een ‘stapsgewijze integratie’ uitgerold.

Michel Lawaisse: “Belangrijk is dat onze medewerkers eerst helemaal vertrouwd raken met de software van Dierickx Leys, de producten en diensten. Wij willen niets aanbieden dat we zelf niet goed kennen, dat was altijd al ons principe. Wij zijn nu 100% dochter van Dierickx Leys, dus ook de klantencontracten moeten worden overgezet. Er is nog werk voor de boeg. Maar we willen niets overhaasten.”

Hoe reageren de klanten?

Philippe Lawaisse jr.: “Zo’n overname is niet ongevoel. Dat er nu een krachtige partner achter ons staat, geeft onze klanten een aangenaam gevoel. Wat ze niet willen, is behandeld worden zoals in een grote financiële instelling. Banken leggen zich meer

toe op verzekeringen en kredieten. Wij focussen op vermogensgroei, op langere termijn.”

Visie rendeert, is Dierickx Leys’ baseline. Ook van Lawaisse?

Michel Lawaisse: “Visie is zeker belangrijk, cruciaal zelfs. Want het is die visie die beleggers ook kan tegenhouden om foute beslissingen te nemen. Zeker in moeilijke tijden. Daar ligt vaak onze rol: het emotionele er wat uithalen én de klant naar de lange termijn richten.”

Hoe kijkt Lawaisse naar de toekomst?

“We kijken vooral uit naar de samenwerking met Dierickx Leys en hoe we de meerwaarde daarvan voor ons cliënteel ten volle kunnen benutten!”

Welkom Inge Sinnaeve!

In volle coronatijd, met alle beperkende omstandigheden vandien, verwelkomden we begin juni Inge Sinnaeve als medewerker op de afdeling Compliance.

Compliance lijkt misschien saai, maar het is een belangrijke functie binnen elke financiële instelling. De medewerkers van de afdeling vertalen ingewikkelde regelgeving in duidelijke en eenvoudige beleidsdocumenten voor medewerkers om dagelijks te gebruiken. Inge is juriste van opleiding en is als advocaat aan de balie in Brussel gestart. Daarna heeft ze in verschillende juridische functies gewerkt en de laatste 8 jaar legde ze zich meer en meer toe op compliance, antiwitwaswetgeving en risicobeheer, aangezien die domeinen enorm aan belang winnen binnen de financiële wereld met heel veel regelgeving.

In haar vrije tijd tennist Inge regelmatig en gaat ze graag zeilen met haar familie en vrienden. In de winter gaat ze ook graag skiën.



Kan goud uw portefeuille doen blinken?



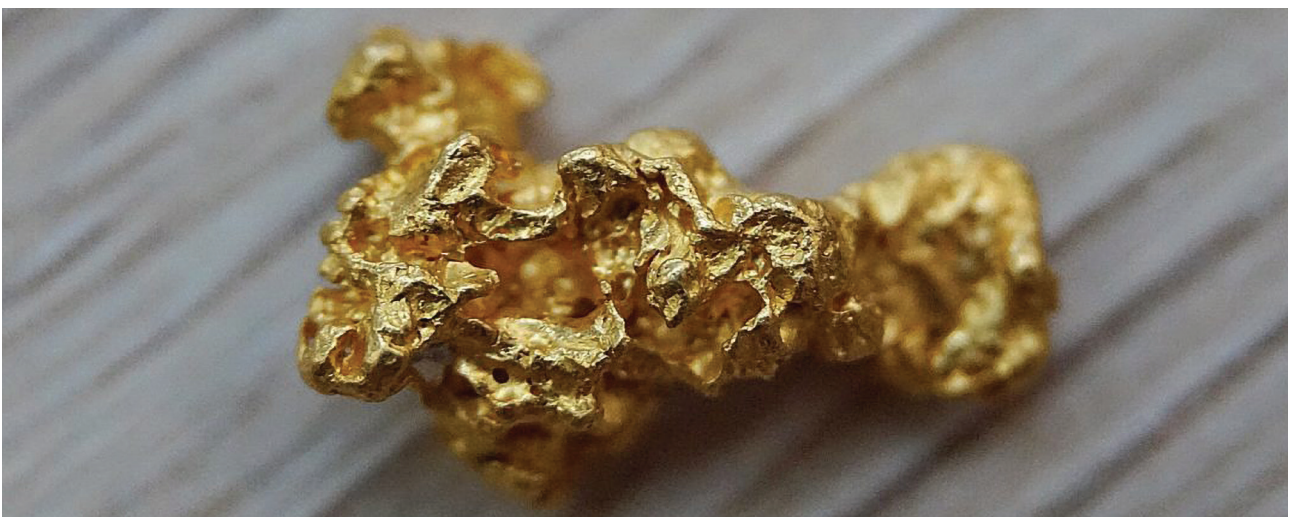
Jasper Thysens

Sinds mensenheugenis heeft goud een prominente plaats verkregen in zowat elke cultuur waarmee het edele metaal in aanraking kwam. Doorheen de eeuwen werd het ostentatief gebruikt om een vorm van macht en/of welvaart te symboliseren. Denk bijvoorbeeld aan de met goud beslagen sarcophagen van het oude Egypte, de koningskronen en andere regalia in middeleeuws Europa, of de in goud gegoten Boeddha's in Zuidoost-Azië. Niet uitsluitend vanwege de universeel erkende esthetische kwaliteiten, maar ook ten gevolge van enkele praktische karakteristieken. Zo oxideert goud niet, is het relatief eenvoudig te bewerken en is het relatief zeldzaam. Diezelfde eigenschappen maakten het ook dé ideale kandidaat om als ruilmiddel te dienen.

Het gebruik van goud als geldmiddel is bovendien geen fenomeen uit een ver verleden. Tot aan de ontmanteling van het Bretton Woodsakkoord in 1971 was goud namelijk rechtstreeks en in vaste verhouding verbonden aan de Amerikaanse dollar. Ondanks het wegvallen van de goudstandaard bestaan de monetaire reserves van heel wat centrale banken nog steeds voor een groot deel uit goud. Zo beschikt de VS bijvoorbeeld over meer dan 8 miljoen kilogram van het edele metaal, wat goed is voor maar liefst 78 % van de totale monetaire reserves van het land.

Er lijkt dus een standvastig vertrouwen te heersen in goud als een solide opslag van waarde. In onverwacht precaire tijden wordt dat eens zo duidelijk. De verspreiding van COVID-19 en de daarmee gepaarde meedogenloze lockdownmaatregelen zorgden voor ware paniecreacties op de financiële markten. De centrale banken zagen zich dan ook snel genoodzaakt om de markten te sussen met enorme stimuluspakketten. Dat alles leidde ertoe dat de influx van gelden in goud-gerelateerde beleggingsvehikels zoals ETF's (i.e. trackers) en soortgelijke afgeleide producten bijna verzevenvoudigde in het eerste kwartaal van 2020. De stijging van de goudprijs maakte zo ook de aandelen van goudmijnen erg gegeerd. Maar wat maakt nu dat we in tijden van crisis zo graag teruggrijpen naar het blinkende metaal? Is het een loutere intuïtieve traditiehandhaving, of is er meer aan de hand?

Een van de voornaamste redenen waarom goud aanzien wordt als veilige haven is het feit dat het van nature duurzaam en schaars is. Weet dat goud bijvoorbeeld heel wat zeldzamer is dan diamant. Zeker nu men tegenwoordig in staat is synthetische



diamanten te produceren die chemisch, fysisch en optisch identiek zijn aan ontgonnen diamanten, iets wat met goud niet mogelijk is. Het schaarse goud staat zo in schril contrast met moderne valuta die de centrale banken op elk moment ongelimiteerd kunnen bijdrukken. Een dergelijke kwantitatieve versoepeling doen ze in principe niet zomaar, al lijkt het een van de favoriete monetaire beleidsinstrumenten van het laatste decennium te zijn geworden. Zo trachtte Mario Draghi, voormalig president van de Europese Centrale Bank (ECB), in de nasleep van de financiële crisis jarenlang de economie aan te wakkeren en de inflatie op te krikken door maandelijks miljarden euro's uit het niets bij te creëren en in de economie te injecteren. Meer recentelijk lanceerde de ECB, ditmaal onder leiding van kersvers voorzitter Christine Lagarde, een noodaankoopprogramma (lees: kwantitatieve versoepeling) van maar liefst 1,35 biljoen euro om de economische impact van de COVID-19-crisis te mitigeren. Ook de Federal Reserve, onder leiding van Jerome Powell, heeft de geldkraan noodgedwongen volledig moeten opendraaien om de Amerikaanse economie boven water te houden.

Ondanks het feit dat de vraagschok vanwege de lockdowns en (tijdelijke) massawerkloosheid op korte termijn eerder deflatoire effecten zal hebben, bestaat het risico dat de torenhoge geldcreatie op lange termijn haar doel voorbijschiet en er (te) sterke inflatie optreedt. Immers, hoe meer geld dezelfde goederen en diensten achternaait, hoe meer het algemene prijsniveau zal worden opgeblazen. Omdat goud niet zomaar ad hoc bijgemaakt kan worden en de goudhoeveelheid dus ook onmogelijk dezelfde verhouding kan handhaven ten opzichte van de geldhoeveelheid, kan goud ter indekking dienen tegen inflatie. Met andere woorden, bij een stijging van het algemene prijspeil zou de prijs van goud eveneens moeten stijgen.

Naast een indekking tegen inflatie kan goud ook bescherming bieden tegen een verzwakking van de Amerikaanse dollar. In tijden van crisis vluchten houders van risicodragende activa zoals aandelen en obligaties doorgaans naar een gedeelte cash. De meest populaire en als veilig aanschouwde munteenheid blijft nog steeds de dollar. Het Bretton Woods-akkoord van 1944, waarbij 's werelds meest



ontwikkelde landen instemden om hun munteenheid te verankeren aan de Amerikaanse dollar, kroonde de dollar namelijk tot reservemunt. Zo bestaan vandaag de buitenlandse valuta-reserves van alle centrale banken ter wereld voor meer dan 60% uit dollars, werden meer dan 40% van alle lopende schulden ter wereld uitgegeven in dollars, en hebben meer dan 90% van alle transacties op de valutamarkten betrekking op de Amerikaanse munt. Net zoals tijdens de financiële crisis in 2008, steeg de vraag naar dollars de afgelopen weken zo sterk, dat de Federal Reserve zich genoodzaakt zag om de beschikbare hoeveelheid aan dollar-valutaswaps te verhogen, zodat centrale banken van andere landen niet met een tekort aan dollars kwamen te zitten. Die plotse stijging van de vraag leidde uiteraard ook tot een versterking van de dollar ten opzichte van andere valuta.

Zodra de paniek echter gaat liggen en er een duidelijker perspectief komt op de toekomst, zal de waarde van de Amerikaanse munt opnieuw een neerwaartse druk ondervinden. De aandacht zal mogelijk ook verlegd worden naar enkele ontvullende factoren die het vertrouwen in de dollar kunnen doen wegebben. Zo is het niet ondenkbaar dat de huidige (reeds draconische) monetaire en fiscale stimuli van de VS niet zullen volstaan. De eerder indifferente attitude van Trump, die niet liever wil dan de hele economie zo snel als mogelijk te heropenen, ontvouwt zich immers in een onafgebroken verdere verspreiding van het virus. Ook de verdere verzuring van de relatie met China is eerder zorgwekkend. Als het vertrouwen in het politieke, fiscale en/of monetaire beleid van de VS zou afzakken, zal dat een negatieve weerslag hebben op de gepercipieerde waarde van de Amerikaanse munt. Een verzwakking van de dollar zou dan tot gevolg hebben dat het in dollar genomineerde goud goedkoper wordt vanuit andere valuta. Met andere woorden, bij een daling van de dollar zou de goudprijs moeten stijgen.

Let wel, de voorgaande verbanden tussen goud, inflatie en de dollar zijn geen strikte wetmatigheden. De complexiteit van het economisch weefsel leidt er namelijk toe dat een stijging van de inflatie en/of een daling van de dollar niet altijd gepaard zal gaan met een stijging van de goudprijs. Vooral op korte en middellange termijn hangt veel af van onvoorspelbare politieke attitudes en het type en reikwijdte van een economische disruptie. Zo kent de huidige pandemie in een geglobaliseerde economie geen precedent, waardoor de exacte manier waarop alle verschillende economische variabelen interageren moeilijk te bepalen is. Weet bijvoorbeeld dat de aankopen van goud vanuit India, een land waar goud sterk verankerd zit in de cultuur, in april daalde met maar liefst 99,5 % vanwege de lockdowns en het beperkte vliegtransport. Dat draagt uiteraard neerwaarts bij aan de goudprijs. De rentedalingen in de VS verlagen daarentegen de opportuniteitskost om goud aan te houden, wat dan weer positief inwerkt op de goudprijs. Het uiteindelijke nettoresultaat van alle factoren die op de goudprijs inwerken, zullen we jammer genoeg achteraf pas met zekerheid weten. Op langere termijn is het echter waarschijnlijk dat de verbanden tussen de goudprijs, inflatie en de dollar zich naar verwachting zullen manifesteren.

De totstandkoming van de goudprijs is dus een complex gegeven en geeft goud-gerelateerde beleggingen een enigermate speculatief karakter. Gezien de goudprijs echter weinig correleert met andere financiële activa, zoals aandelen of obligaties, kan een bescheiden blootstelling aan het edele metaal in een beleggingsportefeuille wel zorgen voor risico-verlagende diversificatievoordelen. Conform onze beleggingsvisie zijn we bij Dierickx Leys Private Bank op zoek gegaan naar een kwalitatieve speler binnen de goudindustrie aan een redelijke prijs. Al snel werd echter duidelijk dat er heel wat bedrijven niet in aanmerking kwamen, wat evenwel niet geheel onverwacht was. De goudindustrie wordt namelijk gekenmerkt door een aanzienlijke blootstelling aan ESG-gerelateerde risico's. Zo worden er onder andere extreem toxische stoffen zoals cyanide gebruikt tijdens het mijnproces die de plaatselijke biodiversiteit en waterkwaliteit negatief beïnvloeden, en zijn de mijnarbeiders ook onderworpen aan significante gezondheids- en veiligheidsrisico's. Het management speelt daarom een essentiële rol om die risico's op een adequate manier te beheren en in te perken. Overeenkomstig het duurzaamheidsbeleid van onze bank haalden we daardoor ongeveer 70 % van de goudbedrijven uit ons beleggingsuniversum. Barrick Gold, een populaire naam binnen de sector, staat ook op de exclusielijst van het Noors Pensioenfonds en voldoet daarom evengoed niet aan de duurzaamheidsnormen van onze bank. Na een uitgebreide kwantitatieve selectieprocedure op basis van een reeks fundamentele parameters inzake groei, stabiliteit, kwaliteit en waardering kwam Newmont Mining als beste optie naar boven. Vervolgens werd een diepgaande analyse van het aandeel uitgevoerd.

Newmont Mining werd na de overname van Goldcorp in 2019 het grootste goudmijnbedrijf ter wereld. Het bedrijf heeft een marktkapitalisatie van \$ 48,5 miljard en een geografisch gediversifieerde portefeuille van mijnen gelegen in Noord-Amerika (42 %), Australië (24 %), Afrika (18 %) en Zuid-Amerika (17 %). Het bedrijf ontgint naast goud ook in beperkte mate zink, zilver, koper en lood. Daarnaast is het de enige goudspeler met een zitje in de S&P 500. Newmont beschikt over een rigide balans met een solvabiliteitsgraad van 57 %, een ratio netto schuld over aangepaste EBITDA van 0,7x



en een ratio EBITDA over interestlasten van 20. Verder beschikt het bedrijf over een liquiditeitspositie van \$ 6,6 miljard bestaande uit \$ 3,7 miljard cash & equivalenten en \$ 2,9 miljard aan opneembare kredietfaciliteiten.

Newmont kan voor de komende 10 jaar een stabiele jaarlijkse productie waarborgen tussen de 6 en 7 miljoen ounces goud. Het bedrijf beschikt immers over 95,7 miljoen ounce aan mijnbare goudreserves, de grootste reserve in de industrie. Daarvan bevindt 87 % zich in Noord- en Zuid-Amerika en Australië. Daarnaast is er een GEO-reserve van 63 miljoen ounce. Ter info: GEO is de afkorting van 'Gold Equivalent Ounces' en verwijst naar de bijproducten (zoals zilver, koper, zink en/of lood) die mee ontgonnen worden tijdens het mijnproces. GEO toont hoeveel die bijproducten aan de totale goudproductie (in ounces) zouden toevoegen als ze hypothetisch verkocht zouden worden om er nadien meteen goud mee te kopen. Jaarlijks zorgt dat voor ongeveer \$ 1,5 miljard aan extra omzet.

Het management stelt dat ze het bedrijf kunnen als- of de goudprijs vast staat op \$ 1.200 per ounce, wat eerder conservatief is. Voor elke \$ 100/ounce dat de goudprijs stijgt ten opzichte van die benchmark, zou de vrije cashflow stijgen met ongeveer \$ 400 miljoen. De huidige (hoge) goudprijs zou dus moeten leiden tot een sterke stijging van de gerapporteerde vrije cashflow de komende kwartalen. Die zou dan aangewend kunnen worden voor verdere overnames en expansie. Tegelijk is het wel zo dat de verhoogde goudprijs de overnameprijzen opdrijft.

Het bedrijf verwacht verder dat ze de 'All-in Sustaining Costs' (AISC) tegen 2023 zullen kunnen verlagen tot \$ 800-\$900 per ounce. De AISC is een

(non-GAAP-) maatstaf die in het leven werd geroepen om een beter zicht te geven op de totale kosten die gemaakt worden in de gehele levenscyclus van een mijn. Traditioneel werd er gekeken naar de 'cash cost', maar daarin zaten enkel kosten vervat gerelateerd aan het ontginnen en verwerken van goud. De AISC houdt daarnaast ook rekening met de kosten tijdens de exploratiefase en sluitingsfase van een mijn.

Natuurlijk zijn er ook risico's verbonden aan het bedrijf. Zo werken de hefboomen op de winsten en vrije kasstroom ook in de tegenovergestelde richting. Als de goudprijs daalt, zal de winstgevendheid met andere woorden sterk geïmpacteerd worden. Verder is het zo dat de goudprijs beïnvloed wordt door een veelvuldigheid van externe factoren die buiten de controle van het bedrijf liggen, zoals hierboven reeds besproken. Ook een verdere negatieve ontwikkeling van de COVID-19-pandemie zou ertoe kunnen leiden dat enkele mijnen gesloten moeten worden, wat zal wege op de resultaten. Ten slotte zijn enkele mijnen gelegen in landen met hoger dan gemiddelde politieke en economische risico's zoals Suriname, Ghana en Argentinië. Meer dan 90 % van de mijnen zijn echter gelegen in landen met minimum een B-rating bij Moody's, S&P en Fitch.

Alles samengenomen zien we Newmont Mining als een kwalitatieve speler binnen de goudsector vanwege een solide balans, sterk management en interessante perspectieven. Het siert het bedrijf ook om in een industrie die gepaard gaat met aanzienlijke veiligheids-, corruptie-, en milieurisico's, het betrekkelijk goed te doen wat betreft duurzaamheid. Raadpleeg de studie op dierickxleys.be voor meer informatie.

Commercieel vastgoed: interessant instapmoment of gevaarlijke ‘value trap’?



Jonathan Mertens

De coronapandemie zorgde voor een flinke schokgolf op de aandelenmarkten. De onderlinge sectorale koersverschillen zijn groot. Een sector die bijzonder getroffen is, is de sector van het commercieel vastgoed.

Wat is de impact van COVID-19 op het Europese winkelvastgoed ?

De wereldwijde coronapandemie trof het commerciële vastgoedsegment midscheeps. Om de pandemie in te dijken, moesten winkels in niet-essentiële sectoren zowat overal in de Europese Unie, vanaf midden maart verplicht hun deuren voor onbepaalde tijd sluiten. Dat trof het openbare leven zeer hard. Het cascade-effect van die maatregel is voorspelbaar. Als de winkeleigenaar/huurder geen inkomsten genereert, kan hij in betalingsmoeilijkheden geraken, met mogelijk een faillissement tot gevolg. Zelfs als de toestand tijdelijk is en de huurder over enige buffers beschikt, kunnen er voor de eigenaar/verhuurder van het pand zware gevolgen zijn. Liever dan een goede huurder als gevolg van liquiditeitstekorten als gevolg van een faillissement kwijt te spelen, staat de verhuurder mogelijk een tijdelijke korting op de huurprijs toe. Als de toestand lang duurt en de economische schade groot is, ontstaat er mogelijk structurele leegstand. Dat alles weegt op de rendabiliteit van de vastgoedgroepen, die op korte termijn ook zelf hun financiële verplichtingen moeten nakomen. Leegstand legt meer macht bij de huurders, wat op lange termijn op de huurprijzen kan drukken. Dat grim scenario indachtig duwden beleggers de beurskoers van groepen actief in commercieel vastgoed, soms wel meer dan 40 % lager. Vormt de terugval een interessant instapmoment of maken stelselmatige afwaarderingen van dit type belegging een te mijden categorie?

Soorten commercieel vastgoed

Grosso modo kunnen we het winkelvastgoed opdelen in drie verschillende subsegmenten. Ten eerste hebben we het traditionele winkelvastgoed in de stad. Vastned Retail Belgium is een voorbeeld daarvan. Quares Retail Fund is actief als vastgoedverhuurder in de Belgische en Nederlandse centrumsteden terwijl Vastned Retail NV zich toespitst op de toplocaties in de Europese grootsteden.

Een tweede subsegment zijn de shoppingcentra zoals de Nederlanders Eurocommercial Properties en Wereldhave NV of het Franse Unibail-Rodamco.

Een laatste subsegment zijn de zogenaamde retailparken. Het betreft hier clusters van baanwinkels met voldoende parkeergelegenheden die meestal buiten de steden gelegen zijn, zoals het Belgische Retail Estates.

Uitdagingen voor het commerciële vastgoedsegment

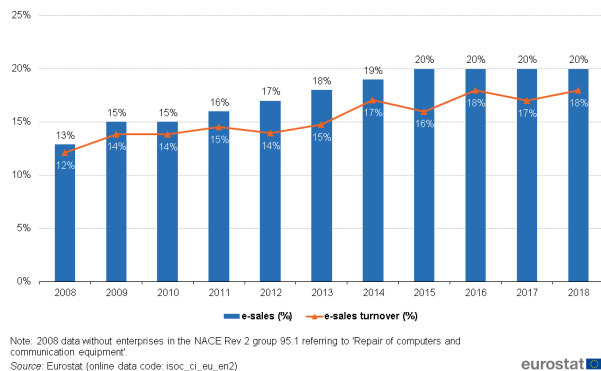
De groeiende groep van consumenten die online aankopen doen, heeft een stevige impact op de omzet in retailverkooppunten wereldwijd. Cijfers van het Europese bureau voor de statistiek (Eurostat) schatten het percentage van e-commerce in verhouding tot de totale uitgaven in 2018 op 20 %. Tien jaar geleden lag dat getal nog maar op 13 %.

Hoewel de globale trend een duidelijk opwaarts patroon vertoont, zijn er tussen de verschillende Europese landen onderling toch duidelijke verschillen te merken. Zo is retail-e-commerce (online aankopen exclusief tickets, vakanties, wagens en benzine) bijvoorbeeld beter ingeburgerd in het VK, Duitsland en Frankrijk. De meest opvallende achterblijvers zijn onder andere Italië, België en Spanje.



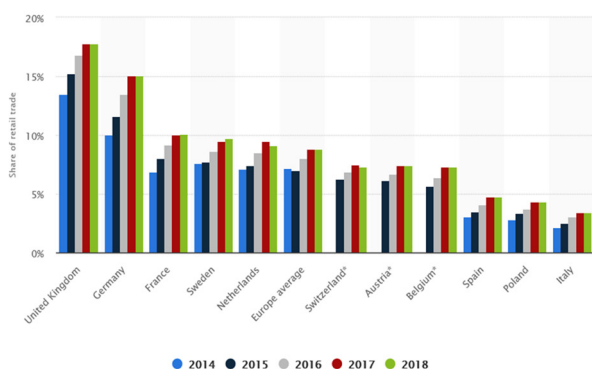
Een tweede risico is de kans op leegstand bij vastgoedverhuurders. Bovendien is dat effect zelf-versterkend. Als meerdere winkels in een straat of winkelcomplex de deuren sluiten, worden de andere winkels daar ook door beïnvloed. Daarnaast heeft dat ook een onrechtstreeks effect op de huurinkomsten bij de vastgoedverhuurders, die onder druk komen.

E-sales and turnover from e-sales, EU-28, 2008 to 2018
(% enterprises, % total turnover)



Bron: Eurostat

Retail e-commerce sales as share of retail trade

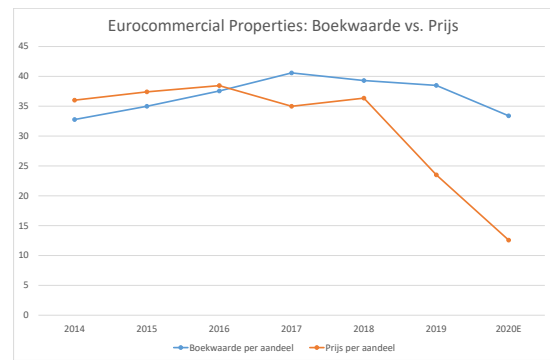
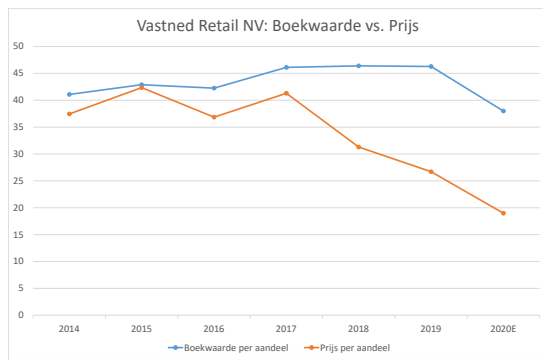


Bron: Statista

Boekwaarde

De boekwaarde per aandeel is een zeer nuttige indicator voor de waardering van vastgoedondernemingen. De boekwaarde of liquidatiewaarde geeft ons in essentie een theoretische waardering van het bedrijf. De activa van het bedrijf worden namelijk gefinancierd door enerzijds eigen vermogen en anderzijds schulden. Formulematig krijgen we dan ($\text{Activa} = \text{Eigen vermogen} + \text{Schulden}$). Herschikken we nu bovenstaande formule dan krijgen we ($\text{Eigen vermogen} = \text{Activa} - \text{Schulden}$). Anders gesteld: trekken we bij vastgoedonderneming van onze activa (in casu onze winkelpanden) de schulden van de onderneming af, dan krijgen we de theoretische waarde die de aandeelhouder zou moeten ontvangen bij een totale liquidatie van de vastgoedonderneming.

Of beleggers bereid zijn om minder of meer te betalen dan de boekwaarde van de vastgoedonderneming, heeft te maken met verschillende factoren. Een van die factoren is de historische evolutie van de boekwaarde per aandeel. Stijgt die jaar na jaar, dan betekent dat dat het management toegevoegde waarde creëert of dat de panden van de portefeuille in relatieve zin aantrekkelijker worden. Dat komt meestal tot uiting in een stijging van de huurinkomsten bij de vastgoedonderneming. Een neerwaartse trend in de boekwaarde per aandeel kan wijzen op problemen bij de vastgoedonderneming. Misschien werd de waarde van de winkels te hoog ingeschat, keert het management een te hoog dividend uit ten opzichte van zijn inkomsten of kent de vastgoedonderneming een trend van dalende huurinkomsten.



* Voor meer informatie surf naar www.dierickxleys.be/studies

Conclusie

Commercieel vastgoed is voor veel beleggers het minst aantrekkelijke segment van de vastgoedmarkt. De uitdagingen zijn legio. Ten eerste winkelt een toenemend aantal consumenten voor een steeds groter deel van zijn uitgaven online. Die trend wordt tijdelijk versterkt door de huidige COVID-19-pandemie. Daarnaast vrezen beleggers dat de shutdown zal leiden tot veelvuldige faillissementen bij de retailers, wat bovendien een impact zal hebben op de bezettingsgraad bij de vastgoedondernemingen. Ten derde verrekent de markt op dit moment een scenario van fors lagere huurinkomsten voor de komende jaren, wat zich vertaalt in een lagere geschatte boekwaarde van de commerciële vastgoedondernemingen voor het komende fiscale boekjaar.

Tegenover dat negatieve scenario kunnen we enkele kanttekeningen plaatsen. Hoewel het aandeel van de e-commerce groeit, vlakkt de groei de laatste jaren af. Bovendien denken we dat er ook retailsegmenten zijn die minder getroffen zullen worden door e-commerce zoals bijvoorbeeld voeding, mode of supermarkten. Daarnaast vergeten we ook vaak het sociale aspect van winkelen, iets wat duidelijk tot uiting kwam bij de heropening van verscheidene verkooppunten begin deze maand. We zien het retailsegment eerder evolueren naar een omnichannelmodel, waarbij het online en offline aanbod elkaar aanvullen of zelfs versterken.

De beurskoers ten opzichte van de boekwaarde per aandeel geeft een eerste indicatie van de relatieve waardering van het bedrijf op de beurs. Hoewel we een stevige impact verwachten van de COVID-19-pandemie op de boekwaarde van de vastgoedondernemingen kunnen we ons toch stilaan de vraag beginnen stellen of de markt niet heeft overgereageerd op de tijdelijke sluitingen van de winkels. Een mogelijke heropflakking van het virus in combinatie met de onzekerheid over de aangerichte economische schade zijn op dit moment bijkomende risico-elementen die voor koersdruk zorgen.

Dierickx Leys Private Bank volgt verschillende van de in het artikel genoemde vastgoedspelers op (www.dierickxleys.be/nl/studies).

Fiscus laat zich kaas niet van brood eten: schenking via Nederland opnieuw onder vuur



Ethel Puncher

Op 17 juni 2020 dienden CD&V en Groen een wetsvoorstel in om de zogenaamde 'kaasroute' af te sluiten. Waarover gaat dat juist?

Schenkelasting of risicoperiode

Wanneer u roerende goederen (zoals een effectenportefeuille, aandelen van een vennootschap of deelbewijzen van een maatschap) schenkt via een **Belgische notaris**, wordt de schenkingsakte geregistreerd. Daardoor is er schenkelasting verschuldigd. Schenkt u aan uw afstammelingen, uw echtgenote of uw samenwonende partner, dan bedraagt de schenkelasting in Vlaanderen 3 %. Schenkt u aan iemand anders, bijvoorbeeld een verre neef of een goede vriend, dan bedraagt de schenkelasting in Vlaanderen 7 %.

Wanneer u roerende goederen schenkt via een **buitenlandse notaris** (bijvoorbeeld een Nederlandse of een Zwitserse notaris), dan is registratie in België niet verplicht. Er is daardoor geen schenkelasting verschuldigd in België, maar u bent wel onderworpen aan de zogenaamde 'verdachte periode' van 3 jaar.

Die risicoperiode houdt in dat, als de schenker binnen de 3 jaar na de schenkingsakte overlijdt, er toch erfbelasting verschuldigd is, die in het gros van de gevallen (veel) hoger is dan de schenkelasting. In het Vlaamse Regeerakkoord van 2019 werd al aangekondigd dat die risicotermijn in het Vlaamse Gewest vanaf 1 januari 2021 wordt opgetrokken van 3 naar 4 jaar. Bij de schenking van een familiale vennootschap of onderneming bedraagt de risicoperiode in Vlaanderen 7 jaar.

Door te werken met een buitenlandse notaris heeft u het voordeel van een notariële akte, maar is er geen schenk- of erfbelasting verschuldigd als de schenker de risicoperiode overleeft. Dat is een perfect legaal systeem waar reeds vele jaren gebruik van wordt gemaakt.

Het is de schenking van roerende goederen via een buitenlandse notaris die nu geïseerd wordt.

Eerdere poging tot sluiting 'kaasroute'

In 2016 werd door de Vlaamse Belastingdienst al geprobeerd om de schenking van roerende goederen via een buitenlandse notaris aan Belgische schenkelasting te onderwerpen, tenminste voor zover het een schenking betrof met voorbehoud van vruchtgebruik. In 2018 floot de Raad van State de Vlaamse Belastingdienst echter terug, waardoor de kaasroute opnieuw open was. Toen al werd er geopperd dat de wetgever mogelijk zou ingrijpen om die rechtspraak buitenspel te zetten.



Wetsvoorstel

Het ingediende wetsvoorstel heeft tot doel om te verplichten dat alle buitenlandse notariële akten worden geregistreerd in België, ongeacht of er sprake is van een schenking in volle eigendom of een schenking met voorbehoud van vruchtgebruik.

Het wetsvoorstel bepaalt dat de inwerkingtreding voorzien is 10 dagen na de publicatie van de wet in het Belgisch Staatsblad. Er wordt geen overgangsperiode voorzien.

Belangrijk om te vermelden, is dat het wetsvoorstel enkel gaat over schenkingen die via notariële akte plaatsvinden. De handgift en bankgift blijven buiten schot. Voor handgiften en bankgiften blijft men dus de keuze hebben om ze ofwel vrijwillig te laten registreren aan 3 % of 7 % in Vlaanderen, ofwel niet te laten registreren, maar dan met het risico dat de erfbelasting verschuldigd zal zijn als de schenker binnen 3 (binnenkort 4 jaar) na de schenking overlijdt.

Conclusie

Als er een politieke meerderheid bereikt wordt voor het wetsvoorstel, zal schenken van roerende goederen via buitenlandse notaris binnenkort verleden tijd zijn.

Alle buitenlandse notariële akten waarbij roerende goederen worden geschonken, zullen dan verplicht geregistreerd worden in België en aldus onderworpen worden aan de schenkbelasting.

Uiteraard volgen wij dit verder op en houden wij u op de hoogte van de ontwikkelingen. Als u vragen heeft, kan u steeds contact opnemen met uw contactpersoon of beheerder, of met onze juridische dienst via het nummer 03 241 09 99.

Bedrijfsnieuws

Wijziging algemene voorwaarden

Artikel 3.3 van de algemene voorwaarden wordt uitgebreid naar aanleiding van de inwerkingtreding van de nieuwe wet van 8 juli 2018 m.b.t. het Centraal Aanspreekpunt van rekeningen en financiële contracten. Dierickx Leys Private Bank moet overeenkomstig die nieuwe wet meer gegevens dan voorheen bezorgen aan het Centraal Aanspreekpunt dat wordt beheerd door de Nationale Bank van België. De laatste versie van de algemene voorwaarden vindt u op <https://www.dierickxleys.be/nl/rekening-openen>.



Werner Wuyts

Deze publicatie is niet opgesteld conform de voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek. De beleggingsinstrumenten vermeld in deze publicatie zijn niet geschikt voor alle beleggers. Er dient rekening gehouden te worden met de doelstellingen, financiële draagkracht, kennis, ervaring en risicokenmerken van de belegger. De Bank verstrekt langs deze weg geen persoonlijk beleggingsadvies. De Bank is niet verantwoordelijk voor enige schade die uit deze adviezen zou voortvloeien. Meer informatie over de selectie en beoordelingsmethodes van hoger vermelde effecten en de onafhankelijkheid van het onderzoek ervan vindt u op [dierickxleys.be](https://www.dierickxleys.be) in de rubriek beleggingsadvies. De vermelde historische resultaten en prognoses zijn geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. De vermelde opinies kunnen in de toekomst wijzigen. 'Kasteelplein Street Journal' is een trimestriële uitgave van Dierickx Leys Private Bank, Kasteelpleinstraat 44-46, BE-2000 Antwerpen tel: +32 3 241 09 99. De redactie wordt verzorgd door Willem De Meulenaer, Jonathan Mertens, Ethel Puncher, Jasper Thysens en Werner Wuyts. Overname uit deze publicatie is toegelaten mits bronvermelding.