



J A A R V E R S L A G 2 0 1 1

Fag<sub>o</sub>ed



*2011*

*een stabiele*

*beleggingsmogelijkheid*

# Algemene gegevens

## RAAD VAN TOEZICHT

Ir. D. Luteijn, voorzitter  
 Ing. Ph. van den Hoek, secretaris \*)  
 Ir. M.J.A. Albers  
 Drs. R. van Klinkenberg \*)  
 J.H. Ubas \*)  
 Drs. W. van Heerdt  
 Ir. H.T.J. Vulto  
 \*) *tevens lid van de auditcommissie*

## BEHEERDER

Bestuurskantoor Fagoed BV

### DIRECTIE

ARCADIS Nederland BV, Arnhem  
 Ir. C.W.R.M. Kaffka

## BEWAARDER

Trustkantoor Fagoed Erfpacht BV

### DIRECTIE

Amsterdamsch Trustee's Kantoor BV  
 mr. F.E.M. Kuijpers  
 D.P. Stolp

## STICHTING FAGOED

In de Stichting Fagoed zijn de initiatiefnemers en de oprichters verenigd. De Stichting is enig aandeelhouder van Bestuurskantoor Fagoed BV en van Trustkantoor Fagoed Erfpacht BV.

## ADRES

Het Rietveld 59A  
 Postbus 673  
 7300 AR Apeldoorn  
 Telefoon 055 581 5813  
 Fax 055 581 5999  
 E-mail [info@fagoed.nl](mailto:info@fagoed.nl)  
[www.fagoed.nl](http://www.fagoed.nl)

# Fagoed



# Inhoud

- 3 Algemene gegevens
- 5 Voorwoord
- 7 Profiel**
- 11 Kerncijfers Fagoed Erfpacht
- 15 Verslag van de Beheerder
- 27 Waardering van erfpacht
- 33 Bericht van de Raad van Toezicht
- 34 Jaarrekening 2011 Fagoed Erfpacht**
- 37 Toelichting
- 48 Overige gegevens



# Voorwoord

Voor u ligt het jaarverslag 2011 van Fagoed Erfpacht (hierna Fagoed). Fagoed ondervindt weinig gevolgen van de algemene economische stemming en biedt beleggers een stabiel rendement. In de loop van 2011 zijn diverse nieuwe contracten afgesloten. Daartegenover heeft een aantal agrariërs gebruik gemaakt van het contractuele terugkooprecht. Al met al is de oppervlakte in beheer licht gedaald.

De belangstelling voor Fagoed nam in de loop van het jaar toe. Dit is mede het gevolg van het kunnen aanbieden van een aantrekkelijk canonpercentage. Bijkomend stond een afnemende bereidheid van banken om financieringen af te sluiten. Desondanks blijft het zaak dat Fagoed waar mogelijk effectief inspeelt op de actualiteit om voldoende concurrerend te blijven.

Het jaar 2011 heeft in het teken gestaan van de ontwikkelingen op het gebied van de Europese kredietverstrekking en het effect daarvan op het Europese bankwezen. Binnen deze macro-economische ontwikkelingen toont Fagoed aan dat zij voor met name pensioenverzekeraars door de indexering van de inleg een stabiele beleggingsmogelijkheid vormt.

De verwachting dat grote grondposities van diverse (semi-) overheden in 2011 zouden worden afgestoten is niet uitgekomen. Met name de portefeuilles van Bureau Beheer Landbouwgronden (BBL) en Staatsbosbeheer stonden ter discussie. De onderhandelingen over de uitvoering en financiering van de overheidstaken hebben tot aan het eind van het jaar genomen. Dit heeft vooralsnog geen gevolg gehad voor de grondmarkt en de prijzen van landbouwgrond. Indien dit zich de komende tijd wel gaat voordoen kan Fagoed de nadelige gevolgen daarvan opvangen, gezien de in het fonds aanwezige buffers, mits deze niet structureel zijn.

De agrarische grondprijzen zijn gemiddeld genomen licht gestegen. Daarmee blijven de opgebouwde buffers gehandhaafd en heeft het fonds een gezonde basis. De resultaten binnen de Nederlandse land- en tuinbouw liggen in 2011 op een gemiddeld lager niveau dan in voorgaand jaar. Binnen de agrarische sector zijn de verschillen erg groot. Zo ondervond de melkveehouderij een verdere stijging van het inkomen maar daalde dit in de akkerbouw. De verwachting is dat investeringen in landbouwgrond zullen doorgaan in zowel akkerbouw als veehouderij, vooral onder invloed van de zich verder doorzettende bedrijfsvergroting.

*Arnhem, 2 april 2012*

*Ir. D. Luteijn  
Voorzitter Raad van Toezicht*



# Samen kijken naar de mogelijkheden

“Veel agrarische ondernemers zijn van mening dat de banken op dit moment te veel bezig zijn met hun eigen vermogenspositie. Ze voelen zich als klant geen koning meer en zelfs met voortdurende goede cijfers lijken ze niet meer interessant. Agrariërs oriënteren zich op de overige mogelijkheden en laten zich goed voorlichten. Over erfpachtfinanciering zijn ze vaak heel enthousiast. Fagoed spreekt hen aan vanwege de lage jaarlasten en fiscale voordelen. ‘Had ik dat maar eerder geweten’, zeggen ze dan.”

“Wat veel agrariërs trouwens niet weten is dat ze ook kleinschaliger kunnen beginnen met erfpacht. Uitbreiden kan altijd nog later. Daar komt onze rol ook om de hoek kijken. Want door met elkaar in gesprek te gaan, kunnen we samen kijken naar alle mogelijkheden van het bedrijf. Ook voor de belegger blijft Fagoed interessant. Een belegger investeert immers voor rendement op zijn vermogen. Investeren in grond vormt een stabiele belegging, zeker onder de huidige grillige marktomstandigheden.”

**Ryan Nijzink,**

Fagoed adviseur Oost-Nederland  
(Overijssel, Gelderland, Flevoland)

# Profiel

Fagoed Erfpacht is een beleggingsfonds dat is ontstaan uit de juridische fusie van Beleggingsfonds Fagoed I en Beleggingsfonds Fagoed II.

Fagoed biedt institutionele beleggers de mogelijkheid te investeren in Nederlandse landbouwgrond en biedt tegelijkertijd agrariërs een aantrekkelijke financieringsvorm voor hun landbouwgrond. Sinds de oprichting in 1987 is Fagoed dan ook actief op zowel de kapitaalmarkt als de financieringsmarkt van landbouwgrond. Op de kapitaalmarkt trekt Fagoed door de uitgifte van participaties risicodragend vermogen aan. Het gaat hierbij om een geïndexeerde belegging met een lange looptijd. De ter beschikking gestelde middelen worden belegd in kwalitatief hoogwaardige landbouwgronden die in erfpacht worden uitgegeven. De geïndexeerde belegging betekent voor de belegger op lange termijn een waardevast vermogen, een concurrerend rendement, een laag risico en lage kosten. De agrariërs profiteren van lage jaarlijkse lasten, fiscale voordelen en het terugkooprecht. Deze vorm van financieren staat inmiddels wijd en zijd bekend als de Fagoed-financiering en is afgelopen jaren succesvol gebleken bij zowel agrarische ondernemers als institutionele beleggers.

## Beleggers

De Nederlandse landbouwgrond blijkt over langere tijd waardevast te zijn en vormt zodoende een solide belegging, waarmee beleggers een reëel rendement voor de lange termijn kunnen vastleggen. De kracht van Fagoed ligt in de indexering van de ingelegde hoofdsom én de jaarlijkse canonopbrengsten. Hiermee komt Fagoed tegemoet aan de doelstellingen en verplichtingen van institutionele beleggers zoals pensioenfondsen. Daarnaast levert beleggen via Fagoed veelal een hoger direct rendement op dan een belegging via traditionele beleggingsportefeuilles in agrarische onroerende zaken, zoals pacht. Het direct beleggingsrendement wordt vooral bepaald door de hoogte van de canonopbrengsten van erfpacht. Het indirect rendement wordt bepaald door de indexering en het resultaat bij verkoop. Fagoed baseert de hoogte van het canonpercentage op de reële rente op de kapitaalmarkt.

## Boeren

Fagoed biedt niet alleen de belegger een aantrekkelijk product, ook de erfpachter heeft voordelen die andere financieringsvormen niet kunnen bieden. Fagoed koopt de landbouwgrond en geeft deze in erfpacht uit aan grondgebruikers voor een periode van 27 tot 48 jaar. De erfpachter verplicht zich ertoe een jaarlijk-

se vergoeding – de canon – te betalen. Deze canon wordt berekend als een percentage van de door Fagoed betaalde aankoopprijs, vermeerderd met de kosten. Voor de overeenkomsten die vanaf 1994 zijn afgesloten, vindt indexering jaarlijks plaats op basis van de 'Consumentenprijsindex alle huishoudens'.

De canonbedragen van erfpachtovereenkomsten die voor december 1994 zijn afgesloten, worden elke drie jaar op dezelfde basis geïndexeerd. De Fagoed-financiering vormt een aantrekkelijk alternatief voor eigendom, belast met een hypotheek. De jaarlijkse netto financieringslasten van Fagoed-financiering zijn in veel situaties lager dan de financieringslasten van een hypotheek met lange looptijd, mede door de gunstige fiscale faciliteiten.

In 1996 besliste de Hoge Raad namelijk dat Fagoed-financiering gekwalificeerd mag worden als geïndexeerde geldlening. Het gevolg hiervan is dat transactiekosten, canon en jaarlijkse indexering van de hoofdsom fiscaal aftrekbaar zijn van de bedrijfswinst.

## Terugkooprecht

Een ander sterk punt van de Fagoed-financiering is het recht van de erfpachter om op bepaalde momenten de blote eigendom van de bij hem in erfpacht zijnde gronden terug te kopen, een vorm van leasing met optie tot terugkoop. Terugkoop is niet alleen mogelijk bij het einde van de overeenkomst, maar in de huidige opzet heeft de erfpachter dit recht na resp. 15 en 27 jaar, en vervolgens na iedere periode van 6 jaar. De terugkoopprijs wordt bepaald door indexering van de oorspronkelijke aankoopprijs, met een maximum van de vrije verkeerswaarde op het moment van terugkoop en met een minimum van de oorspronkelijke aankoopprijs.

## Participaties

De participaties waarop institutionele beleggers kunnen inschrijven worden uitgegeven door het Trustkantoor. De houder van participaties is gerechtigd tot een gelijk en evenredig deel van de waarde van het fondsvermogen. Toetreding geschiedt door storting in contanten. Het nemen van participaties kan op elk gewenst moment. Vanaf 2010, na de

juridische fusie van Fagoed I en Fagoed II, vindt de uitgifte plaats tegen rentabiliteitswaarde in het gefuseerde fonds Fagoed Erfpacht. De uitgifteprijs wordt vermeerderd met afgiftekosten. Het commerciële, operationele en administratieve beheer van de beleggingsportefeuille wordt uitgevoerd door Bestuurskantoor Fagoed BV, waarvan de directie wordt gevoerd door ARCADIS Nederland BV. De trustzaken zijn in handen van Amsterdamsch Trustee's Kantoor BV. Het aantal participanten is sinds 2004 gelijk gebleven.

### *Risicobeheer*

Beleggen brengt altijd bepaalde risico's met zich mee. Ook bij Beleggingsfonds Fagoed kunnen onverwachte ontwikkelingen de geprognosticeerde rendementen positief of negatief beïnvloeden. Participeren in Fagoed kent onder meer de volgende risico's: kredietrisico op de erfpachters, grondwaardeontwikkeling/verkoopbaarheid van landbouwgrond, relatief laag direct cashrendement c.q. fors deel van het rendement verpakt in een eindbetaling die afhangt van de inflatie en grondwaardeontwikkeling. Het kredietrisico wordt beperkt door taxatie van de grond en toetsing van ondernemingsperspectief bij de aankoop, naast een stringent debiteurenbeheer. De marktrisico's worden beperkt doordat bij aanvang slechts 70 procent van de grondprijs wordt gefinancierd en er dus een buffer van 30

procent is. Verder wordt dit gevolgd door driejaarlijkse taxaties uit te laten voeren. Dit gebeurt jaarlijks bij objecten met onvoldoende buffer. Daarnaast worden de marktontwikkelingen per regio nauwlettend gevolgd. Een verdere uitsplitsing van de risico's is opgenomen in de toelichting op de jaarrekening.

### **DE ONROERENDGOEDPORTEFEUILLE**

De beleggingsobjecten zijn verspreid over de verschillende provincies en over de grondgebonden bedrijfssectoren, met name akkerbouw en veeteelt. Als minimale objectgrootte per erfpachter geldt in beginsel 10 hectare. Daarnaast worden alleen landbouwgronden geselecteerd die behoren tot agrarische ondernemingen met toekomstperspectief. Door erfpachters te beoordelen op soliditeit, ondernemerschap en vakmanschap is het risicomanagement gewaarborgd. Spreiding door het hele land en over verschillende bedrijfssectoren in de landbouw vormt een extra zekerheid. Bijzonder is dat de beleggingen worden verworven voor niet meer dan 70 procent van de getaxeerde waarde op het moment van aankoop, vrij van pacht. Hierdoor ontstaat een buffer die de belegger een stuk extra zekerheid biedt bij een daling van de prijzen van landbouwgrond, behalve wanneer de grondprijs daalt tot

*De marktontwikkelingen per regio worden nauwlettend gevolgd*





beneden de geïndexeerde hoofdsom. Alle zakelijke lasten die op de grond drukken, zijn voor rekening van de erfpachter. Contractueel betaalt de erfpachter de hoofdsom waardevast aan Fagoed terug, tenzij die geïndexeerde hoofdsom op het moment van terugkoop hoger is dan de vrije grondprijs van het object. In dat geval betaalt de erfpachter de lagere vrije grondprijs als terugkoopsom, met als minimum de oorspronkelijke koopprijs.

### Taxaties

Voor de bepaling van de aankoopwaarde en balanstaxaties worden gecertificeerde taxateurs (registertaxateur Landelijk Vastgoed Vastgoedcert of agrarisch taxateur VBO) ingeschakeld. Fagoed laat alle objecten om de drie jaar taxeren om de ontwikkeling van de risicobuffer van zijn objecten te kunnen volgen. Met het oog op een betere risicobeheersing van de portefeuille laat Fagoed ook alle objecten met een buffer kleiner dan vijf procent taxeren, ook als die volgens het periodieke schema daar nog niet aan toe zijn. Grondprijsstijgingen die gelijk zijn aan of groter dan de inflatie sinds aankoop houden de risicobuffer van Fagoed in stand of vergroten deze. Bij gelijkblijvende of dalende grondprijzen en doorgaande inflatie wordt de risicobuffer kleiner.

### Informatievoorziening

Fagoed maakt voor zijn inzicht in de grondmarkt gebruik van de halfjaarlijkse publicaties van de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM), de jaarlijkse publicaties van de Dienst

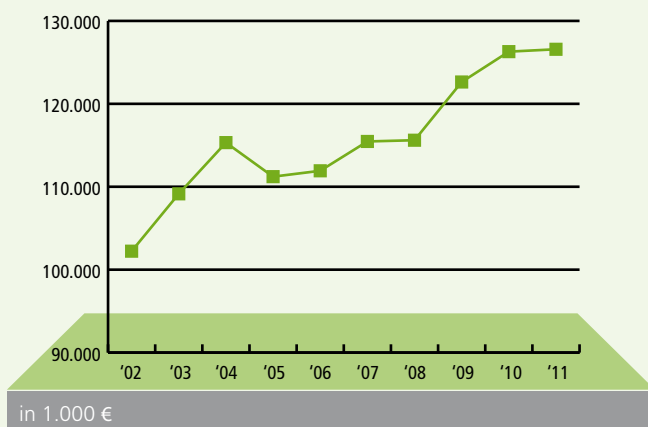
Landelijk Gebied (DLG) van het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie en de door het Agrarisch Dagblad (AgD) wekelijks gepubliceerde transactiegegevens (ontleend aan gegevens van het Kadaster). De cijfers van DLG blijken zeer betrouwbaar, maar worden met grote vertraging gepubliceerd. Fagoed gebruikt de DLG-gegevens daarom achteraf als maatstaf voor de bepaling van de betrouwbaarheid van de eerder door de NVM en het AgD gepubliceerde grondmarktgegevens.

De ontwikkelingen van de kapitaalmarkt worden gevolgd op basis van maandelijkse gegevens van de huisbankier en De Nederlandsche Bank. Deze gegevens betreffen de belangrijkste rentepercentages zoals euro-swaprente, hypotheekrente en andere financieringsvormen op indexeringsbasis. De indexering vindt plaats op basis van het door het Centraal Bureau voor de Statistiek verstrekte prijsindexcijfer voor gezinsconsumptie.

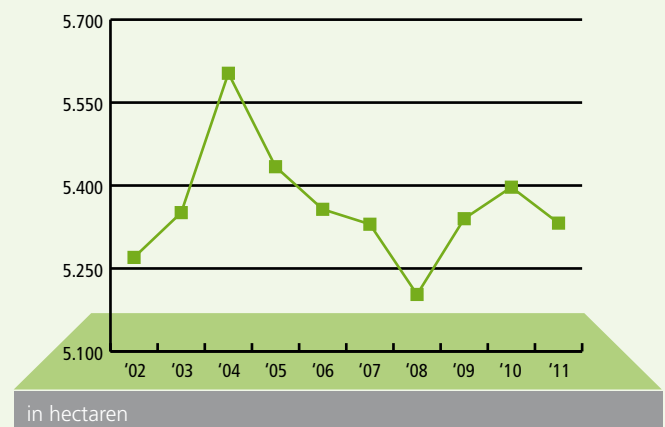
### Waardevastheid

Met zijn beleggingen in Nederlandse landbouwgrond kiest Fagoed voor zekerheid en waardevastheid. Zekerheid op lange termijn, omdat landbouwgrond niet gevoelig is voor brand of molest. Jaarlijkse afschrijving of verzekering zijn daarom niet nodig. Fluctuaties in de agrarische grondmarkt worden door de duur van de overeenkomsten opgevangen. Mede door de aard en schaarste van landbouwgrond en de spreiding van de portefeuille laten de investeringen op lange termijn een relatief stabiele waardevastheid zien.

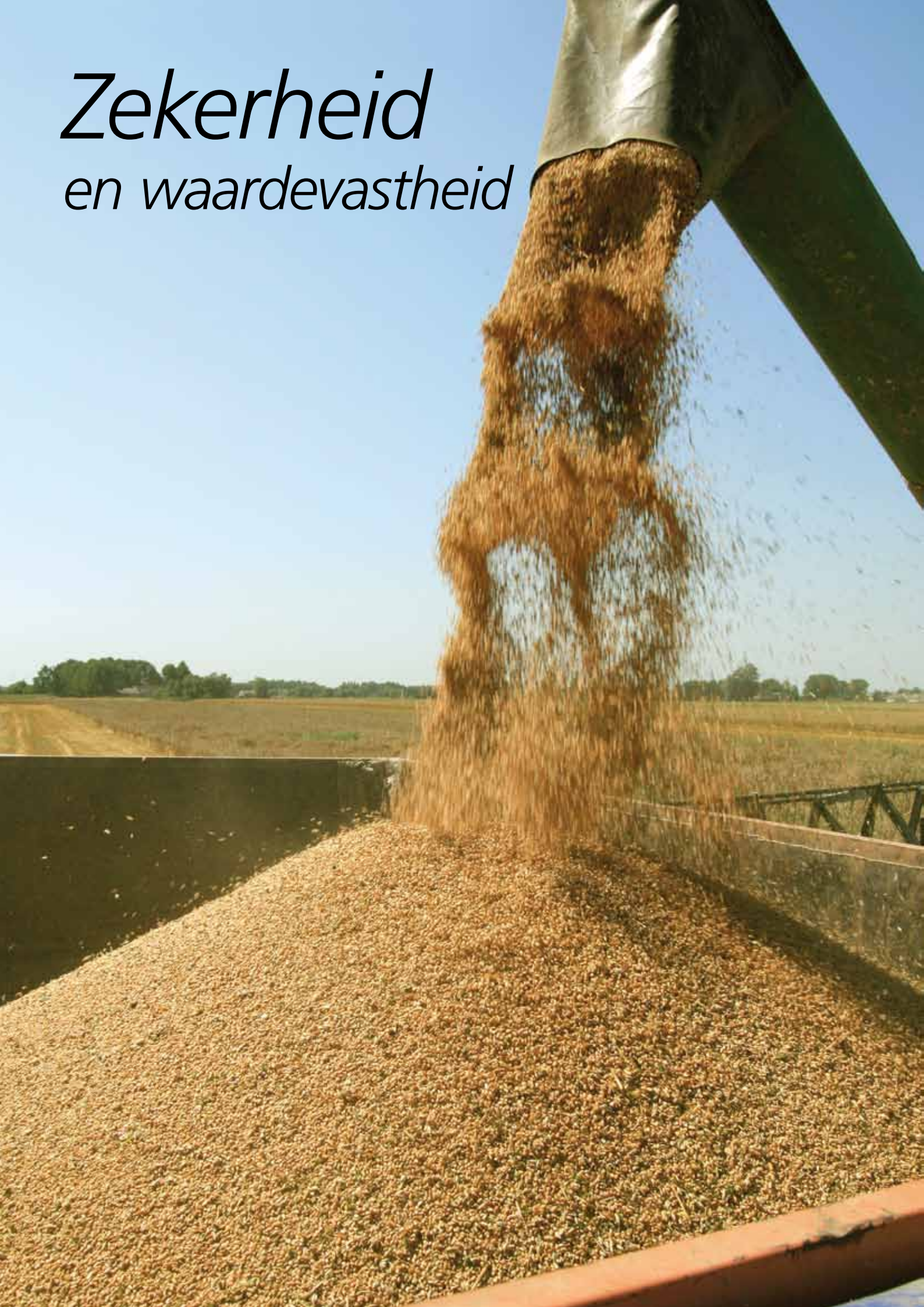
Belegd in landbouwgrond



Belegd in landbouwgrond



*Zekerheid  
en waardevastheid*



# Kerncijfers

## Fagoed erfpacht

Beleggingsfonds Fagoed erfpacht	2011	2010	2009*	2008*	2007*
<b>Resultaten (x € 1.000 )</b>					
Canonopbrengsten	4.766	4.782	4.603	4.515	4.541
Direct beleggingsresultaat	4.294	4.232	4.361	4.354	4.332
Indirect beleggingsresultaat	2.245	1.896	2.679	2.808	5.042
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>	<b>6.539</b>	<b>6.128</b>	<b>7.040</b>	<b>7.162</b>	<b>9.374</b>
<b>Balans (x € 1.000)</b>					
Belegd in landbouwgrond**	126.491	126.294	122.632	115.612	115.462
Oppervlakte landbouwgrond (in hectare)	5.331	5.397	5.340	5.203	5.330
Fondsvermogen	129.965	128.196	126.301	123.778	121.380
<b>Per participatie (in euro's)</b>					
Direct beleggingsresultaat	33,10	32,62	33,61	33,56	33,39
Indirect beleggingsresultaat	17,30	14,61	20,65	21,64	38,86
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>	<b>50,40</b>	<b>47,23</b>	<b>54,26</b>	<b>55,20</b>	<b>72,25</b>
In % intrinsieke waarde	5,0	4,8	5,6	5,8	7,9
<b>Participaties beleggingsfonds Fagoed erfpacht</b>					
Per participatie (in euro's)					
Aantal uitgegeven participaties	129.742	129.742	129.742	129.742	129.742
Rentabiliteitswaarde	1.100	1.010	1.000	1.004	972
Ontwikkeling index	105,8	97,1	96,2	96,5	93,5
Uitkering	36,76	32,63	34,81	36,71	40,56
Mutatie rentabiliteitswaarde	90,46	9,93	-/- 4,05	31,90	-/- 67,83
<b>Totaal rendement rentabiliteitswaarde</b>	<b>127,22</b>	<b>42,56</b>	<b>30,76</b>	<b>68,61</b>	<b>-/- 27,27</b>
In % rentabiliteitswaarde	11,6	4,2	3,1	6,9	-/- 2,7

\* betreft cijfers van beleggingsfonds Fagoed I en II voor de juridische fusie, voor het inzicht zijn de vergelijkende cijfers aangepast

\*\* landbouwgrond in eigendom en uitgegeven in erfpacht



*Liefde voor groen, land en vee is allang*

# Agrarisch ondernemen

**Ik ben agrarisch ondernemer,** zei hij vroeger al, als de meisjes in de disco wilden weten wat hij deed voor de kost. Want boer, zo was hij van mening, klonk toch wat beperkt en maakte hem waarschijnlijk in de ogen van de meisjes niet tot meest ideale huwelijkspartner. Inmiddels, een dikke twintig jaar later, dekt de term agrarisch ondernemer de lading al bijna niet meer. Want onder steeds veranderende omstandigheden met steeds veranderende regelgeving, is de liefde voor groen, land en vee bij lange na niet meer genoeg om te overleven.

Eenenveertig jaar oud is deze agrarisch ondernemer inmiddels. Getrouwd, met twee kinderen. Geboren en getogen op de boerderij, is het runnen van een boerenbedrijf hem met de paplepel ingegoten. Zijn agrarisch CV is lang, het ondernemerschap past hem goed. Hij durft risico te nemen, kan tegen z'n verlies en is niet bang vernieuwend te zijn. Ook niet als zijn plannen niet bij iedereen in goede aarde vallen. We spreken af op de boerderij om te praten over de financiële aspecten van zijn bedrijf. Hoe moeilijk is het om het hoofd boven water te houden en hoe kijkt hij terug op de kansen die de afgelopen jaren de revue passeerden?

**Vooral op financieel vlak** is het al geruime tijd penibel, zo legt hij uit. Dankzij Fagoed en een paar particuliere investeerders kan hij zijn hoofd boven water houden, maar het valt niet altijd mee. Toch lijkt hij onvermoeibaar in het uitwerken van

nieuwe ideeën en het verzinnen van manieren om het hoofd boven water te houden. Vijftien jaar geleden al, toen hij dacht uit een stuk grond in Polen voldoende nevenbijkomsten te kunnen genereren om zijn toen nog middelgrote melkveebedrijf in Nederland op een gezonde manier draaiende te kunnen houden. Maïs werd er verbouwd, als grondstof voor biobrandstof. Helaas bracht het project niet de gedroomde winsten – sterker nog, ieder jaar moest er geld bij – en na een jaar of vier moest hij er, op dringend advies van de bank, afstand van doen.

Ook het feit dat hij aan het begin van het nieuwe millennium de eerste was met een quotummaatschap getuigt van ondernemerszin. Zijn eigen melkquotum werd samen met dat van een vriend en collega-agrariër ondergebracht in een maatschap. Van zes ton ging hij naar een miljoen liter melk. Ook leverde de constructie hem het nodige belastingvoordeel op. De stal werd uitgebreid



*niet meer genoeg*

# nerschap is topsport

van tachtig naar honderdveertig plekken. Omdat hij niet zelf al die plekken kon vullen, werd er nog een collega bijgevraagd. Mits hij zijn eigen melkquotum meebracht, mocht hij de laatste plekken in de stal.

**En toch, toch bleef het knagen.** Deed hij het allemaal wel goed? Andere melkveehouders, met dezelfde constructie, leken het beter te doen, bouwden grotere stallen. Via via kwam hij erachter dat ze aan vetmelken deden. Want hoewel het een melkquotum heette, werd in die tijd de melkveehouder afgerekend op de hoeveelheid vet in het melk en niet op het aantal liters. Door melk te leveren met een heel laag vetpercentage kon er dus veel meer worden geleverd. Vetmelken werd het nieuwe devies, waardoor een deel van het melkquotum kon worden verkocht. De opbrengsten investeerde hij in grond en in een huis voor zijn vader en moeder.

*“Ik kan de toekomst weer enigszins positief inzien”*

Helaas zorgde een aanpassing in de regelgeving ervoor dat deze manier van werken niet meer mogelijk was. Het eerste jaar kwam er nog een schadevergoeding vanuit Den Haag, daarna was 't afgelopen. Prompt stond de bank op de stoep. Ze hadden er geen vertrouwen meer in. Zijn geld zat in grond en in panden, hij stond er goed voor, kapitaal was er genoeg, maar het ontbrak hem aan liquiditeit. En zo kwam hij met Fagoed in gesprek. Hij bracht zijn grond onder zodat hij aan zijn betalingsverplichtingen kon blijven voldoen. Natuurlijk shopte hij ook bij anderen, maar dat klikte gewoon niet. Hij ziet zijn Fagoed adviseur zoals hij Fagoed zelf ziet: punctueel, persoonlijk, betrouwbaar en degelijk.

**Fagoed heeft hem gered**, zo zegt hij zelf. En nu, na jaren onder zowel financiële als emotionele druk te hebben moeten presteren, kan de agrarisch ondernemer weer een enigszins positieve toekomst tegemoet zien. Brussel gaf hem gelijk in de vetmelkkwestie. Een zeer kleine groep melkveehouders werd immers extreem gedupeerd door aanpassingen in de regelgeving. Op de dag van ons gesprek is de hoogte van de schadevergoeding nog niet bepaald, maar zeker is dat 'ie er gaat komen. Ook is er ruimte voor uitbreiding, want sinds enige tijd is hij in het bezit van een vergunning voor een hectare bouwblok. De grond bestemd voor het bouwblok was aanvankelijk ondergebracht bij Fagoed. Terugkoop verliep echter zonder problemen dankzij een in de voorwaarden opgenomen speciale clausule.

Voor de financiering van zijn uitbreidingsplannen ging hij dit maal in zijn eigen omgeving te rade, vertelt hij aan het eind van het gesprek. Een aantal particuliere investeerders schoot hem te hulp en zie daar, de geboorte van een nieuw plan: mestverwerking, of meer precies: gaswinning uit mest, wordt zijn sleutel tot het aanboren van nieuwe bronnen van inkomsten. Veertienhonderd koeien zal hij moeten hebben, om zijn mestverwerkinginstallatie lucratief te laten zijn. En laten die nou net op het vrijgemaakt bouwblok passen. Kort geleden diende hij zijn plannen bij de gemeente in. En toch, ook nu weer leek een gelukkig einde weer niet nabij. Want plots kwam de EU met een nieuwe wetgeving: een dergelijke uitbreiding vereist een aanmeldnotitie MER (Milieu Effect Rapportage).

**Kortgeleden werd de notitie goedgekeurd**, vertelt hij opgelucht. Hopelijk, als er nu écht niets meer tussen komt, zijn de nieuwe plannen in 2015 gerealiseerd...



*Beleggen  
via Fagoed  
hoger direct  
rendement*

# Verslag

## van de beheerder

### HET JAAR 2011 IN HET KORT

Fagoed heeft in 2011 financiële resultaten geboekt, met een iets hoger rendement ten opzichte van het vorige verslagjaar. Het direct beleggingsresultaat nam met name toe als gevolg van een vrijval van de voorziening dubieuze debiteuren. Het indirect beleggingsresultaat nam fors toe als gevolg van een hogere boekwinst op incidentele verkopen (2011: € 0,476 miljoen, tegenover 2010: € 0,001 miljoen).

Fagoed heeft in 2011 één object in volle eigendom gekregen door opzegging van het erfpachtrecht, maar tevens één object in volle eigendom verkocht. Daarnaast zijn er twee objecten samengevoegd tot één object omdat de gronden bij elkaar liggen. Hierdoor zijn er nog vier objecten in volle eigendom die tijdelijk worden verpacht, in afwachting van de mogelijkheden om de grond opnieuw in erfpacht uit te geven of te verkopen.

Ook in 2011 blijkt uit de resultaten dat Fagoed een stabiel rendement geeft en dat Fagoed relatief minder conjunctuurgevoelig is, in vergelijking met veel andere beleggingen in vastgoed. Dat komt enerzijds doordat door de erfpachtconstructie de waarde van het onderliggende vastgoed minder fluctuaties geeft en anderzijds doordat de agrarische productiekolom minder conjunctuurgevoelig is dan andere sectoren. Het beleggingsresultaat in de kerncijfers wordt uitgedrukt als percentage van de rentabiliteitswaarde van de participaties. Dit geeft een beter beeld van de prestaties van het fonds ten opzichte van de kapitaalmarkt.

#### *Resultaten Beleggingsfonds Fagoed 2011*

In het afgelopen jaar boekte Beleggingsfonds Fagoed een totaal beleggingsresultaat van € 6,5 miljoen tegen € 6,1 miljoen in 2010. Dit betekent een financieel resultaat van 5,0 procent op de intrinsieke waarde (2010 4,8 procent).

Aan het eind van het verslagjaar bedroeg het totaal eigen vermogen (fondsvermogen) € 130,0 miljoen, een toename van

€ 1,8 miljoen ten opzichte van het voorgaande jaar. Deze stijging is toe te schrijven aan de herwaardering op de boekwaarde.

Het direct beleggingsresultaat per participatie bedroeg € 33,10, ofwel een totaal van € 4,294 miljoen. In 2010 was dit € 4,232 miljoen (€ 32,62 per participatie). Deze toename heeft te maken met lagere canonopbrengsten van € 0,016 miljoen en hogere algemene kosten ad € 0,137 miljoen. Daar staan tegenover de hogere overige opbrengsten van € 0,038 miljoen alsmede lagere kosten vanuit vrijval dotatie aan de voorziening debiteuren ad € 0,177 miljoen.

Het indirect beleggingsresultaat per participatie bedroeg € 17,30, ofwel een totaal van € 2,245 miljoen. In 2010 was dit € 1,896 miljoen (€ 14,61 per participatie). Dit resultaat bestaat naast de ongerealiseerde herwaardering als gevolg van indexering, uit een aanpassing van de boekwaarde van de objecten in volledig eigendom. De oppervlakte waarover dit jaar kon worden geïndexeerd bedroeg 4.789 hectare (2010: 4.637 hectare). Voor 4.122 hectare is de jaarlijkse indexering met een percentage van 1,27 (consumentenprijsindexcijfer 2010) van toepassing (2010: 1,19 procent). De resterende oppervlakte van 667 hectare betreft de driejaarlijkse indexering waarbij voor het jaar 2011 het percentage 4,85 (2010: 5,23 procent) bedroeg over de periode 2008 tot en met 2010. Door deze indexatie stegen de canonopbrengsten beperkt. Dit werd echter meer dan gecompenseerd door de transactiewinst op incidentele verkopen.

De waarde van de onroerendgoedportefeuille van Fagoed nam vorig jaar toe tot € 126,5 miljoen, rekening houdend met aan- en terugkopen en waardemutaties. De totale oppervlakte daalde 66 hectare, ofwel met 1,2 procent tot 5.331 hectare. Het totaal aantal objecten nam toe met twee tot 302, met een gemiddelde oppervlakte van 17,6 hectare en met een gemiddelde canon van € 890 per hectare. De beleggingsobjecten zijn verspreid over de verschillende provincies, landbouwgebieden en grondgebonden landbouwsectoren.

De vrije verkeerswaarde van deze gronden bedroeg aan het eind van het verslagjaar € 219,7 miljoen. Dit betekent dat Fagoed een buffer heeft van € 93,1 miljoen, ofwel 42,4 procent van de vrije verkeerswaarde. Vorig verslagjaar was dat 42,3 procent. De vrije verkeerswaarde van alle contracten ligt boven het niveau van de geïndexeerde hoofdsom.

In het verslagjaar kocht Fagoed elf objecten voor een aankoopbedrag van € 4,804 miljoen en werd één object gesplitst, twee objecten samengevoegd en waren er negen transacties waarbij objecten volledig werden teruggekocht en nog eens tien transacties vanwege deelverkoop. De aankopen vonden plaats op basis van een canonpercentage van 3,0 procent met een tussentijds terugkooprecht na 15 jaar en een canonpercentage van 2,8 procent bij een eerste terugkoop na 27 jaar. Het canonbedrag en de hoofdsom worden jaarlijks geïndexeerd op basis van de consumentenprijsindex alle huishoudens. Er waren geen contracten waarvan de mogelijkheid tot tussentijdse terugkoop in 2011 viel.

De debiteurenstand nam in 2011 aanzienlijk af (20,1 procent lager). De oorzaak van de daling in vergelijking met 2010 komt doordat pachters oude schulden hebben betaald en de achterstand is ingelopen. De voorziening op dubieuze debiteuren is hierdoor afgenomen met € 0,146 miljoen. Het totale debiteuren-saldo bedroeg ultimo 2011 € 0,532 miljoen, na aftrek van een voorziening op debiteuren wegens mogelijke oninbaarheid van € 0,152 miljoen. Het verscherpte debiteurenbeleid zorgt er verder voor dat er minder grote betalingsachterstanden ontstaan en leidt daarnaast tot een daling van achterstand bij "oude" debiteuren.

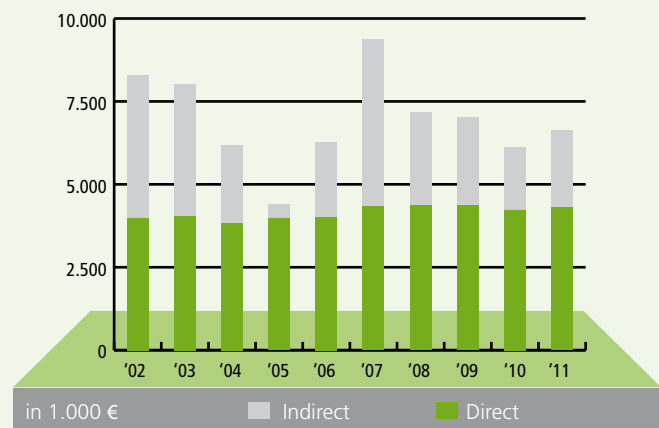
## MARKTONTWIKKELINGEN

Voor Fagoed zijn zowel de ontwikkelingen op de agrarische grondmarkt als die op de kapitaalmarkt van groot belang voor de bedrijfsvoering. Daarom volgt hieronder een overzicht van de marktontwikkelingen in het afgelopen jaar.

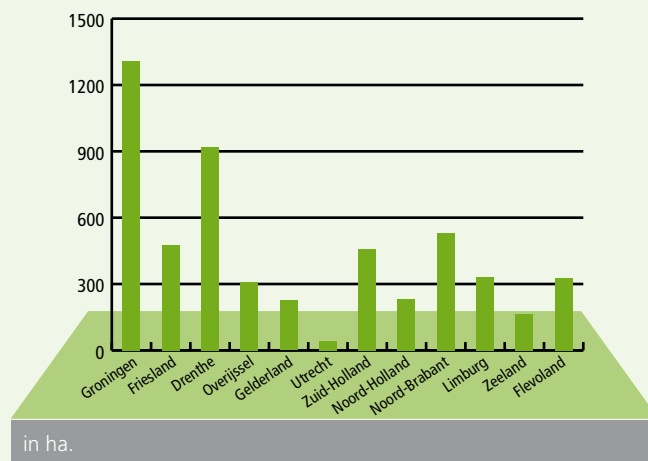
### Agrarische grondmarkt

De grondmobiliteit, zijnde de verhandelde hoeveelheid landbouwgrond (zonder opstallen), is in het verslagjaar in geheel Nederland licht gedaald tot gelijk gebleven, in vergelijking met 2010. De verschillen in de veertien traditionele landbouwgebieden waren echter groot. Zo liet het landbouwgebied IJsselmeerpolders een daling van ruim 30% in grondmobiliteit zien, terwijl zich in Westelijk Holland en Waterland een stijging van rond de 25% voordeed. De overige gebieden lagen tussen deze twee

## Beleggingsresultaat



## Geografische spreiding





uitersten in. Ongeveer 55% van de grondmobiliteit vond plaats in het eerste halfjaar.

De gemiddelde vrije prijs van de in het verslagjaar verhandelde landbouwgrond in geheel Nederland lag ongeveer 5% hoger dan die van 2010. Deze gemiddelde vrije grondprijs bedroeg ongeveer € 49.500,00 per hectare - de hoogste gemiddelde prijs ooit. Net als het beeld van de grondmobiliteit liet het beeld van de grondprijsontwikkeling grote verschillen per landbouwgebied zien. Zo bleven de grondprijzen in de landbouwgebieden Bouwhoek en Hogeland, Noordelijk weidegebied, Oostelijk veehouderijgebied, Zuidwest Brabant en Zuid-Limburg nagenoeg gelijk aan die uit 2010. Met meer dan 10% stegen de grondprijzen in de landbouwgebieden Veenkoloniën en Oldambt, IJsselmeerpolders, Westelijk Holland en Waterland, Hollands en Utrechts weidegebied, alsmede in het Zuidwestelijk akkerbouwgebied.

De spreiding van de grondprijzen en de bandbreedte waarbinnen de grondprijzen zich bewogen toonden in het vierde kwartaal van het verslagjaar binnen zeven landbouwgebieden geen verandering ten opzichte van die in het vierde kwartaal van 2010. Binnen vier landbouwgebieden werd de spreiding kleiner en in drie gebieden groeide de spreiding. Per kwartaal fluctueerden de spreidingen in alle landbouwgebieden licht tot nauwelijks.

Onzeker is hoe de grondprijsontwikkeling de komende jaren zal zijn. Verdere aanleg van de Ecologische Hoofdstructuur is ook in

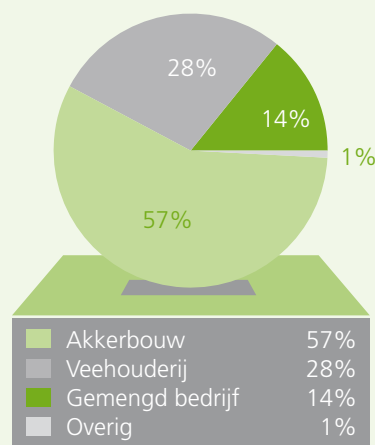
het verslagjaar achterwege gebleven en alternatieve bestemmingen voor de grondvoorraden van diverse overheden zouden naar verwachting hebben moeten resulteren in een vergroot aanbod op de grondmarkt. Beide beleidsvoornemens hebben echter in het verslagjaar geen zichtbare gevolgen te zien gegeven op de grondmarkt. Of dit zich de komende jaren voortzet, is ongewis. De op handen zijnde afschaffing van het melkquotum zal in combinatie met de melkprijsontwikkeling naar verwachting bij melkveehouders tot een grotere vraag naar grond leiden en dus aanleiding geven tot hogere prijzen. De problematiek van de mestafzet en de daarvoor noodzakelijke plaatsingsruimte zullen naar verwachting eveneens resulteren in een toenemende vraag naar grond. Met name nu binnen de melkveehouderij de verdere stijging van de melkprijs er de oorzaak van was dat het inkomensherstel uit 2010 zich in het verslagjaar voortzette. Binnen de akkerbouw zette dit herstel zich niet door, als gevolg van lagere productprijzen in het verslagjaar.

### Kapitaalmarkt

Fagoed is voor het aantrekken van nieuw vermogen afhankelijk van de kapitaalmarkt. In 2011 heeft Fagoed geen nieuw vermogen aangetrokken.

Het canonpercentage is in 2011 niet aangepast. Fagoed stelt maandelijks het theoretisch canonpercentage vast, aan de hand van ontwikkelingen op de kapitaalmarkt en overige indicatoren zoals de inflatieverwachting en vergelijkbare beleggingen. Bij de vaststelling wordt ervan uitgegaan dat de beleggers een rende-

### Verdeling beleggingen naar sectoren



*“Erfpachtfinanciering is vooral nu interessant. De canonpercentages zijn laag. Dat kan omdat de rente op de kapitaalmarkt laag blijft. Daarmee is Fagoed nog aantrekkelijker geworden ten opzichte van bankfinanciering. Doordat de grondprijs op niveau blijft kan er een relatief hoog bedrag worden geleend tegen een relatief lage canon. Mede door deze ontwikkeling is de belangstelling voor erfpacht het afgelopen jaar enorm toegenomen.”*

*“Agrariërs zien hun bedrijf zoals iedere ondernemer dat ziet. Ze moeten blijven investeren in de toekomst. Dat heeft te maken met het voldoen aan de steeds veranderende eisen die aan het agrarisch bedrijf worden gesteld, maar ook met schaalvergroting. Hierdoor blijft er vraag naar landbouwgrond. Maar ook andere investeringen zijn nodig. Het daarvoor benodigde kapitaal kan nu gunstig via een Fagoedfinanciering beschikbaar worden gemaakt.”*

**René Timmer,**

Fagoed Adviseur Noord-Nederland  
(Friesland, Groningen, Drenthe)

## *Blijven investeren in de toekomst*



ment verlangen van minimaal de euro-swaprente, verhoogd met een risico-opslag. Om het canonpercentage voor de agrarische markt niet constant te laten fluctueren, volgt het de kapitaalmarkt pas op het moment dat er sprake is van een structurele aanpassing van de euro-swaprente.

De gemiddelde 15-jarige euro-swaprente bleef echter nagenoeg het hele jaar onder de 4 procent en daalde in de tweede helft van het jaar zelfs onder de 3 procent. Dit percentage kwam tot stand door de uitzonderlijke situatie op de financiële markten, waarbij hoge risico-opslagen werden gehanteerd. In de loop van het jaar nam de druk op deze opslagen zelfs toe. De 15-jarige hypotheekrente liet een wisselend beeld zien en steeg van 5,35 procent tot 5,55 procent in juli, met in maart en april uitschieters naar 5,70 procent; en daalde daarna vervolgens tot een niveau van 5,44 procent per ultimo 2011.

Het canonpercentage bedraagt in 2011 3,0 procent (2010: 3,0 procent). Voor contracten zonder tussentijds terugkooprecht wordt het lagere canonpercentage van 2,8 procent (2010: 2,8 procent) gehanteerd. In het eerste kwartaal van 2012 zijn deze percentages als gevolg van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt met 0,2 procent verlaagd.

De inflatie, ook een van de indicatoren die van belang zijn voor het vaststellen van het canonpercentage, bedroeg in 2010 1,3 procent, terwijl die in 2009 op 1,2 procent lag. In 2011 steeg de inflatie fors als gevolg van hogere grondstof en energieprijzen tot een niveau van 2,3 procent (cijfers CBS); het hoogste percentage sinds 2002.

## RENTABILITEITSWAARDE VAN DE PARTICIPATIES IN 2011

In de nieuwe fondsvoorwaarden vindt de waardering en uitgifte van participaties plaats op basis van de rentabiliteitswaarde. Daarom wordt sinds 2009 het financieel resultaat van het fonds uitgedrukt als percentage van de rentabiliteitswaarde van de participaties, naast de intrinsieke waarde van het fonds. Daarmee beoogt het fonds een betere aansluiting te vinden bij de tegenwoordig gebruikelijke waarderingmethoden en presentatiewijzen voor dit soort beleggingen en financiële resultaten daarvan.

De waarde van de participaties in het Beleggingsfonds Fagoed Erfpacht worden bepaald door van alle contracten de netto contante waarde van gekapitaliseerde canoninkomsten tot het eerstvolgende terugkoopmoment en de contante waarde van de terugkoopsom bij het eerstvolgende terugkoopmoment bij elkaar op te tellen. Het eerste terugkoopmoment is na 27 jaar of iedere

zes jaar daarna tot aan het einde van het contract bij 39 of 48 jaar. De rekenmethodiek en de parameters die daarbij worden gehanteerd zijn in overleg met de participanten vastgesteld. De parameters worden jaarlijks door de Raad van Toezicht op basis van actuele marktconforme gegevens vastgesteld. Het gaat om de verwachting van de jaarlijkse indexering, de beheerkosten voor de resterende looptijd en om de actuele discontovoet.

De jaarlijkse indexering is gebaseerd op de verwachte inflatie (conform het prijsindexcijfer voor gezinsconsumptie) en bepaald op 2,0 procent, mede op basis van de middellange tot lange termijnverwachtingen van DNB. De beheerkosten zijn gebaseerd op langjarige overzichten, in 2011 verhoogd met 0,1 procent en bepaald op 0,6 procent. De discontovoet (2011: 4,34 procent t.o.v. 2010: 5,12 procent) is gebaseerd op de actuele marktrente voor de 13-jarige IRS (gemiddelde looptijd van de portefeuille tot aan het eerstvolgende terugkoopmoment) volgens de DNB (per 31 december 2011: 2,84 procent) en een risico-opslag. Door de kredietcrisis zijn de opslagen voor kredietrisico aanzienlijk gewijzigd en vanaf 2008 gesteld op 1,50 procent. In 2010 liet de risico-opslag voor A credit ratings een verlaging zien, waardoor de risico-opslag gesteld werd op 1,35 procent. Met name in de tweede helft van 2011 steeg de risico-opslag fors en werd ultimo 2011 gesteld op 1,50 procent.

De vlottende activa minus de kortlopende schulden en de objecten die Fagoed in volle eigendom heeft, worden tegen de nominale waarde opgenomen. De aldus verkregen waarde wordt gedeeld door het aantal uitstaande participaties. Dit geeft de rentabiliteitswaarde per participatie.

De rentabiliteitswaarde van de participaties per 31 december 2011 in het Beleggingsfonds Fagoed Erfpacht bedraagt aldus € 1.100 (2010: € 1.010).

### *Rentabiliteitswaarde als waarderinggrondslag*

In de jaarrekening wordt als waarderinggrondslag voor de landbouwgronden niet de rentabiliteitswaarde gehanteerd, maar de contractuele terugkoopsom of lagere marktwaarde (blz. 23 grondslagen voor de waardering). Deze grondslag wordt gehanteerd omdat Fagoed niet vrij over de grond kan beschikken en omdat bij een eventuele vervreemding de erfpachter een recht tot koop heeft. Op contractueel overeengekomen terugkoopmomenten kan de erfpachter de grond terugkopen tegen de laagste waarde: de geïndexeerde aanschafwaarde of de vrije verkeerswaarde (vrij van erfpacht). Met de in het contract ingebouwde keuzemogelijkheden is rekening gehouden bij de waarderinggrondslagen zoals opgenomen in de jaarrekening.

Indien als waarderingsgrondslag voor de landbouwgronden de rentabiliteitswaarde wordt toegepast in de jaarrekening, dan ziet de balans per 31 december 2011 en de winst- en – verliesrekening 2011 er uit zoals hierna weergegeven. Hiermee wordt het benodigde inzicht gegeven in de ontwikkeling van de balans en de winst – en verliesrekening op basis van rentabiliteitswaarde en kan worden voldaan aan de steeds grotere eis van transparantie, hetgeen voor de participanten van Fagoed van groot belang is.

#### Balans per 31 december 2011 op basis van rentabiliteitswaarde (x € 1.000)

	2011	2010
<b>ACTIVA</b>		
Landbouwgrond in eigendom	3.776	3.662
Vorderingen uit hoofde van erfpachtcontracten	135.517	125.466
Vorderingen	832	612
Liquide middelen	4.634	2.707
	<b>144.759</b>	<b>132.447</b>
<b>PASSIVA</b>		
Fondsvermogen	142.767	131.030
Langlopende schulden	96	102
Kortlopende schulden	1.896	1.315
	<b>144.759</b>	<b>132.447</b>

#### Winst- en verliesrekening 2011 op basis van rentabiliteitswaarde (x € 1.000)

	2011	2010
<b>BATEN</b>		
Canonopbrengsten	4.766	4.782
Overige opbrengsten	197	159
	4.963	4.941
<b>LASTEN</b>		
Algemene kosten	809	672
Dotatie voorziening debiteuren	-/- 140	37
	669	709
Direct beleggingsresultaat	4.294	4.232
Indirect beleggingsresultaat	12.213	1.288
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>	<b>16.507</b>	<b>5.520</b>

#### Het indirect beleggingsresultaat op basis van rentabiliteitswaarde kan als volgt worden gespecificeerd.

	2011	2010
Opbrengst verkochte activa	6.853	7
Oorspronkelijke aanschafwaarde	-/- 4.768	-/- 4
Boekwinst	2.085	3
Verrekening onder- overmaat	-/- 3	-
Gerealiseerde herwaardering als gevolg van indexatie	-/- 1.606	-/- 2
Transactiewinst	476	1
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Aanpassing boekwaarde objecten in volledig eigendom</li> <li>▪ Verlaging inflatiepercentage van 2,5 naar 2,0</li> <li>▪ Verhoging risico opslag van 1,35% naar 1,50%</li> <li>▪ Verlaging risico opslag van 1,50% naar 1,35%</li> <li>▪ Verhoging beheerskosten van 0,5% naar 0,6 %</li> <li>▪ Aanpassing naar actuele rentepercentage</li> <li>▪ Mutatie contante waarde terugkooptom</li> <li>▪ Mutatie contante waarde canonopbrengsten</li> <li>▪ Overige (o.a. aankopen/verkopen)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-/- 47</li> <li>-</li> <li>-/- 2.207</li> <li>-</li> <li>-/- 1.376</li> <li>12.400</li> <li>5.753</li> <li>-/- 4.466</li> <li>1.680</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>447</li> <li>-/- 6.964</li> <li>-</li> <li>1.980</li> <li>-</li> <li>4.440</li> <li>6.354</li> <li>-/- 4.468</li> <li>-/- 502</li> </ul>
<b>Indirect beleggingsresultaat</b>	<b>12.213</b>	<b>1.288</b>

#### Het fondsvermogen per 31 december 2011 op basis van rentabiliteitswaarde kan als volgt tot het fondsvermogen op basis van intrinsieke waarde per 31 december 2011 herleid worden.

Fondsvermogen op basis van rentabiliteitswaarde	142.767
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ herwaardering als gevolg van rentabiliteitswaarde beleggingen</li> </ul>	-/- 12.802
<b>Fondsvermogen op basis van intrinsieke waarde</b>	<b>129.965</b>

“Grond is doorgaans de basis voor een agrarische onderneming. Toch draagt het investeren in grond vaak niet bij aan de cashflow en het bedrijfsresultaat. Met erfpachtfinanciering kan het kapitaal dat in de grond zit worden vrijgemaakt voor investeringen die hier wel direct een positieve bijdrage aan leveren.”

“Twee overheidsmaatregelen in het bijzonder maken het nog interessanter om over het gebruiksrecht van meer grond te beschikken. Allereerst de nieuwe mestwet. Daarin staat beschreven dat veehouders straks niet meer mest mogen produceren dan ze op eigen grond en via vaste contracten kwijt kunnen. Daarnaast zijn er door het afschaffen van productierechten, waaronder melkquotum, vanaf 2015 geen beperkende factoren meer. Het gebruiksrecht van grond zal daarmee leidend worden voor uitbreidingsmogelijkheden. Erfpachtfinanciering stelt veehouders in staat om met relatief lage jaarlasten het gebruiksrecht van grond voor de lange termijn veilig te stellen.”

**Maarten van de Streek,**  
Fagoed adviseur West-Nederland  
(Noord-Holland, Zuid-Holland,  
Utrecht

A man in a grey suit, white shirt, and patterned tie stands in a barn. He is smiling and looking towards the camera. In the background, several brown and white cows are visible, along with a red tractor. The barn has a wooden structure with metal beams.

*Het kapitaal  
dat in de grond zit*

### Gevoeligheidsanalyse

Bij het opstellen van de balans en winst- en verliesrekening op basis van rentabiliteitswaarde, is net als bij de het opstellen van de jaarrekening gebruik gemaakt van veronderstellingen. Dit betreft met name aannames voor de gebruikte discontovoet, het inflatiepercentage en de beheerkosten. De gevoeligheid van het resultaat en vermogen op basis van rentabiliteitswaarde voor wijzigingen in aannames wordt hieronder toegelicht. Voor elke factor zijn alle overige aannames ongewijzigd gelaten.

	Effect op indirect Beleggings- resultaat	Effect op Fonds- vermogen
Discontovoet + 0,5%	- 7.000	- 7.000
Discontovoet – 0,5%	+ 7.570	+ 7.570
Inflatie + 0,5%	+ 8.190	+ 8.190
Inflatie - 0,5%	- 7.610	- 7.610
Beheerkosten + 0,1%	- 1.376	- 1.376

### Grondslagen voor waardering en resultaatbepaling

Alle vermelde bedragen zijn in duizenden euro's opgenomen. De grondslagen die worden toegepast voor de waardering van activa en passiva en de resultaatbepaling zijn gebaseerd op historische kosten, tenzij hierna anders vermeld. De baten en lasten worden verantwoord in het jaar waarop zij betrekking hebben.

#### Landbouwgronden

De gronden in volle eigendom worden gewaardeerd tegen de vrije verkeerswaarde. Jaarlijks worden deze gronden door externe taxateurs getaxeerd.

#### Vordering uit hoofde van erfpachtcontracten

Fagoed is eigenaar van de blote eigendom van de landbouwgronden. De erfpachtcontracten worden gewaardeerd tegen de contante waarde van de toekomstige geldstromen. Het betreft hier de canoninkomsten tot het eerstvolgende terugkoopmoment en de verwachte terugkoopsom bij het eerstvolgende terugkoopmoment. Het eerste terugkoopmoment is na 27 jaar of iedere zes jaar daarna tot aan het eind van het contract bij 39 of 48 jaar.

Aan het eind van de looptijd van het erfpachtcontract, bij overlijden van de erfpachter, op contractueel vastgelegde momenten of als het fonds de bloot-eigendom zou willen verkopen, heeft de erfpachter het recht de grond terug te kopen

tegen de terugkoopsom. De terugkoopsom is de laagste van de geïndexeerde aanschafwaarde of de vrije verkeerswaarde (vrij van erfpacht). Gedurende de looptijd van het contract wordt als terugkoopsom gehanteerd, de contractuele geïndexeerde terugkoopsom of de lagere vrije verkeerswaarde. Conform de contractuele afspraken wordt de canon jaarlijks of driejaarlijks geïndexeerd met de consumentenprijsindex alle huishoudens. Op basis van de actuele canon wordt jaarlijks de geïndexeerde aanschafwaarde berekend. Door externe taxateurs wordt driejaarlijks, of vaker indien de marktomstandigheden daartoe aanleiding geven, de vrije verkeerswaarde vrij van pacht getaxeerd.

De jaarlijkse indexering is gebaseerd op de verwachte inflatie (conform het prijsindexcijfer voor gezinsconsumptie) en bepaald op 2,0 procent. De beheerkosten zijn op basis van langjarige overzichten bepaald op 0,6 procent. De discontovoet (2011: 4,34 procent t.o.v. 2010: 5,12 procent) is gebaseerd op de actuele marktrente voor de 13-jarige IRS volgens de DNB (per 31 december 2011: 2,84 procent) en een risico-opslag van 1,50 procent (2010; 1,35 procent).

#### Vorderingen

De vorderingen worden gewaardeerd tegen nominale waarde onder aftrek van een voorziening voor mogelijke oninbaarheid.

#### Herwaarderingsreserve

Waardemutaties van de gronden in eigendom en de vorderingen uit hoofde van erfpachtcontracten geschieden via de herwaarderingsreserve. Indien de herwaarderingsreserve van een object niet toereikend is, komen eventuele waardeverminderingen ten laste van het indirect beleggingsresultaat.

#### Herbeleggingsreserve

Gerealiseerde winst op beleggingen wordt uitgekeerd, tenzij de Beheerder met toestemming van de Raad van Toezicht beslist dat de gerealiseerde winst wordt gereserveerd. In dat geval wordt de winst toegevoegd aan de herbeleggingsreserve. Voor zover de herbeleggingsreserve niet toereikend is, komen eventueel gerealiseerde verliezen op beleggingen ten laste van het resultaat.

#### Direct beleggingsresultaat

Het direct beleggingsresultaat bestaat uit het saldo van directe beleggingsopbrengsten, canonopbrengsten, interestbaten en -lasten en algemene kosten. De beloning van de Beheerder en het Trustkantoor is gebaseerd op het belegde vermogen van het de beleggingsfonds per het einde van het jaar.

### *Indirect beleggingsresultaat*

Het indirect beleggingsresultaat bestaat uit de toename, c.q. afname van de herwaarderings- en herbeleggingsreserve en de transactiewinst op verkoop van landbouwgronden. De transactiewinst wordt gedefinieerd als het verschil tussen de opbrengst en de boekwaarde bij verkoop. De boekwinst op verkoop beleggingen wordt gedefinieerd als het verschil tussen de opbrengst en oorspronkelijk aanschafwaarde. Het verschil tussen de boekwinst en de transactiewinst is de gerealiseerde herwaardering.

## STRATEGIE

In 2011 is vastgehouden aan de bestaande strategie, gericht op groei en continuïteit.

De Europese financiële markt werd sterk beïnvloed door ontwikkelingen rond de kredietverstrekking aan enkele lidstaten, met name Griekenland. Daarnaast hebben vele tientallen pensioenfondsen maatregelen aangekondigd, omdat de ondergrens van de afgesproken dekkingsgraad werd overschreden. Tevens was tot het eind van het jaar onduidelijk welk resultaat de onderhandelingen over de uitvoering en financiering van de EHS zou hebben. De verwachting dat grote grondposities van met name Bureau Beheer Landbouwgronden (BBL) en Staatsbosbeheer gedurende 2011 op de markt zouden worden gebracht is niet uitgekomen.

De resultaten binnen de Nederlandse land- en tuinbouw over 2011 kwamen op een gemiddeld lager niveau uit dan in voorgaand jaar. Binnen de agrarische sector zijn de verschillen erg groot. Zo ondervond de melkveehouderij een verdere stijging van het inkomen maar daalde dit in de akkerbouw.

Gedurende 2011 zijn alle ontwikkelingen actief gevolgd en waar dat aanleiding gaf zijn gesprekken gevoerd met betrokken partijen. Deze 'strategie' geeft de mogelijkheid om flexibel in te spelen op ontwikkelingen. Parallel daaraan is gebouwd aan naamsbekendheid en vertrouwen bij agrariërs en adviseurs. Dit is onder andere gerealiseerd door een betere profilering van Fagoed, door middel van de nieuwe internetsite, gebruik van social media en aanwezigheid op symposia e.d. Deze activiteiten zullen worden voortgezet, waarbij tevens gerichte advertenties ingezet zullen worden.

## RISICOBEBEER

Fagoed staat als beleggingsfonds bloot aan diverse risico's. Te onderscheiden zijn o.a. risico's ten aanzien van de prijsontwikkeling van de agrarische grondmarkt, inflatie, canonopbrengsten, terugkooprecht, wetgeving en operationele risico's. Door het fonds zijn zoveel mogelijk mitigerende maatregelen getroffen. Deze zijn nader uitgewerkt in de toelichting op de jaarrekening.



## UITKERINGSVOORSTEL

Voorgesteld wordt, conform de voorwaarden van beheer en bewaring, het totale direct beleggingsresultaat van € 4,294 miljoen uit te keren aan de participanten, vermeerderd met het gerealiseerde transactieresultaat op contractuele en incidentele verkopen van € 0,476 miljoen. De totale uitkering bedraagt daarmee € 4,770 miljoen. Dit komt overeen met een uitkering van € 36,76 per participatie (2010: € 32,63). Hiervan is eind 2011 per participatie reeds € 25 uitgekeerd als interim-uitkering.

Van het indirect beleggingsresultaat zal het saldo van de herwaardering van de landbouwgronden ter grootte van € 0,163 miljoen worden toegevoegd aan de herwaarderingsreserve en € 1,606 miljoen aan de herbeleggingsreserve.

## VOORUITZICHTEN

De verwachting is dat in zowel akkerbouw als veehouderij geïnvesteerd zal blijven worden in landbouwgrond. Dit gebeurt vooral onder invloed van de zich verder doorzettende bedrijfsvergroting. Voor het beschikbaar krijgen van (meer) grond is erfpacht met een (terug)kooprecht een uitstekende optie.

Om te kunnen groeien, in de komende jaren, is het voor Fagoed van groot belang om voor zowel investeerders als agrariërs interessant te blijven. Daarbij is het noodzakelijk de ontwikkelingen op zowel de financiële markten als in de agrarische sector op de voet te volgen en hier effectief op in te spelen. Fagoed richt zich daarbij in eerste instantie op de primaire agrarische sector en speelt daarbij vooral in op de financieringsvraagstukken die zich voordoen in deze sector.

In de strategie voor de komende jaren zal productdifferentiatie een belangrijker plaats krijgen. Meer dan in voorgaande jaren

is namelijk bij agrariërs behoefte ontstaan aan meer keuzemogelijkheden en op 'maat gesneden' financiering. Dit speelt te meer daar de komende jaren een toenemend aantal contracten een tussentijdse terugkoopmogelijkheid heeft. Fagoed zal daarop inspelen en op die manier 'klanten' trachten te behouden. Los daarvan vormen deze terugkopen het bewijs dat de Fagoed-formule werkt.

Fagoed zet verder in op een verbreding van zijn netwerk, door verbetering van de relaties met agrarische adviseurs, zoals makelaars, boekhoudkantoren en financiële bedrijfsadviseurs. Net als voorgaande jaren zal dit worden bewerkstelligd door regelmatig contact te houden met deze partijen en productinformatie te bespreken of in groter verband een presentatie te verzorgen. De relatie met de landbouwsector is het afgelopen jaar onder andere versterkt door de toetreding van de agrarische belangenorganisaties LTO Noord, ZLTO en LLTB in de Stichting Fagoed. Daarnaast zal de herkenbaarheid en bereikbaarheid van Fagoed verder worden uitgebreid door de regionaal opererende adviseurs van Fagoed.

Er hebben zich in de eerste maanden van 2012 geen gebeurtenissen voorgedaan, die aanleiding geven tot een andere bedrijfseconomische beoordeling dan uit de jaarrekening over 2011 blijkt. Wij verwachten over het jaar 2012 een beperkt lager direct beleggingsresultaat per participatie dan over 2011. Het indirect beleggingsresultaat is afhankelijk van de inflatie en de taxatie-uitkomsten ultimo dit jaar, gecombineerd met de incidentele verkopen die zich in de loop van dit jaar zullen aandienen.

*Arnhem, 2 april 2012*

*Directie Bestuurskantoor Fagoed BV*





# Meer armslag om te investeren

“De vraag naar grond is nog steeds groter dan het aanbod, waardoor de grondprijzen op een hoog niveau blijven ondanks het grotendeels wegvallen van de vraag vanuit de overheid. Binnen de landbouw blijft grond toch het belangrijkste, men is altijd op zoek naar extra grond. Waar het uiteindelijk allemaal om draait is meer armslag om te investeren. Met Fagoed is dat mogelijk. Erfpachtfinanciering biedt agrarische ondernemers de kans het vermogen dat vastligt in de grond, beschikbaar te krijgen voor het bedrijf.”

“Banken passen hun strategie aan en worden voorzichtiger met financiering. De voorwaarden waartegen banken willen financieren veranderen hierdoor. Bij erfpacht weet de ondernemer zevenentwintig jaar lang waar hij aan toe is. Daar kan hij zijn visie en ontwikkelingen precies op afstemmen. Daarnaast blijft hij flexibel omdat het na vijftien jaar al mogelijk is de grond terug te kopen. We bieden agrariërs de ruimte die ze nodig hebben om ook echt ondernemer te kunnen zijn.”

**Dick Houwaard,**  
Fagoed Adviseur Zuid-Nederland  
(Limburg, Brabant, Zeeland)

**Michiel de Koe:**

*“Erfpacht kent een grote mate van contractsvrijheid”*



**MICHIEL DE KOE** is eind 2010 gestart als promovendus met een onderzoek naar de juridische grondslagen voor het bepalen van de prijs en de waarde van erfpacht in het landelijk gebied. Naast de beroepsmatige interesse voor erfpacht en de recente discussie over erfpacht op de Waddeneilanden, is de expatriëring van zijn echtgenote naar Kuala Lumpur voor vier jaar aanleiding om het onderzoek te starten. Onderdeel van het onderzoek wordt een rechtsvergelijking in de regio Zuidoost Azië. Michiel de Koe was van januari 2006 tot juni 2010 Directeur Fagoed.

# Waardering van erfpacht: een boeiende aangelegenheid

door Michiel de Koe

Waardering van erfpacht is een lastig, maar boeiend vakgebied. Dit komt omdat twee partijen – elk met eigen achtergronden en doelstellingen – een overeenkomst aangaan voor een lange termijn, waarbij niet alle toekomstige ontwikkelingen zijn te voorzien. Dat alles leidt regelmatig tot discussies over de hoogte van de canon en de waarde van het erfpachtrecht en de bloot eigendom. Dit is aanleiding voor een promotie-onderzoek naar de juridische grondslagen bij het bepalen van de prijs en de waarde van erfpacht in het landelijk gebied. In dit artikel ligt de focus op de waardering van onbebouwde landbouwgrond die in erfpacht is uitgegeven.

Erfpacht regelt na eigendom en pacht in omvang de derde vorm van grondgebruik in de agrarisch sector. Twee hoofdvormen kunnen worden ongescheiden, nagenoeg altijd als tijdelijke uitgifte in erfpacht, met een minimum van 25 jaar vanwege de dwingende bepalingen van het pachtrecht (artikel 7:399d Bw).

- De uitgifte in erfpacht door grondeigenaren die buiten de pachtwetgeving om landbouwgrond in gebruik willen geven aan derden. Deze categorie wil eigenaar blijven van de grond vanwege doelstellingen als belegging, instandhouding van het bezit of zeggenschap over het gebruik van de grond. Het gaat zowel om de overheid (zoals Domeinen), beleggingsinstellingen, landgoedeigenaren als particulieren.

- De uitgifte in erfpacht als financieringszekerheid bij de financiering van grond voor bedrijfsovername, –uitbreiding of –verplaatsing. De agrariër verkoopt zijn grond onder voorbehoud van het erfpachtrecht en heeft een terugkooprecht van de grond. Fagoed behoort met andere beleggers tot deze laatste categorie.

De erfpachter kan het erfpachtrecht met hypotheek bezwaren of het erfpachtrecht aan derden vervreemden. Behalve landbouwgrond wordt ook wel de ondergrond van de agrarische bedrijfsgebouwen in erfpacht uitgegeven. Zo kan de erfpachter investeren in moderne bedrijfsgebouwen en die zelf financieren.

Erfpacht kent een grote mate van contractsvrijheid. In slechts zestien artikelen wordt in titel 7 van boek 5 Burgerlijk wetboek (Bw) het juridisch kader gegeven. In bredere zin gelden ook de bepalingen van het algemeen vermogensrecht (boek 3 Bw) en het verbintenisrecht (boek 6 Bw). Verder speelt bij de uitleg van erfpachtbepalingen het begrip "redelijkheid en billijkheid" uit het Bw een belangrijke rol. De erfpachtovereenkomst bepaalt dus in belangrijke mate de rechten en plichten van de erfpachter en de bloot eigenaar.

Al deze aspecten spelen een rol bij de waardering van erfpacht.

### Relevante aspecten bij de waardering

Anders dan bij eigendom – waar de onroerende zaak en het eigendomsrecht op die zaak met elkaar vereenzelvigd zijn – kent erfpacht drie verschillende waarderingbegrippen:

- De erfpachtzaak: de onroerende zaak, waarop een erfpachtrecht is gevestigd.
- Het erfpachtrecht: het genotrecht op de erfpachtzaak
- De bloot eigendom: het eigendomsrecht op de erfpachtzaak, dat belast is met het recht van erfpacht.

De erfpachtzaak is de landbouwgrond, zoals die in erfpacht is uitgegeven. De erfpachtzaak is onveranderlijk, behoudens slijtage of uitputting door gebruik of door investeringen in bijvoorbeeld drainage of beplantingen. De economische waarde van de erfpachtzaak verandert in de loop van de tijd en kan worden getaxeerd op basis van vergelijkingstransacties van landbouwgrond in volle eigendom.

Wanneer de erfpachtvoorwaarden beperkingen opleggen die het genotrecht van de erfpachter beperken ten opzichte van volle eigendom, vindt depreciatie plaats. Bij landbouwgrond is dat niet gebruikelijk, maar wanneer bijvoorbeeld in de erfpachtovereenkomst is overeen gekomen dat de grond alleen als grasland mag worden gebruikt – terwijl het bestemmingsplan bollenteelt toestaat – moet de waarde van de erfpachtzaak als grasland worden getaxeerd.

De waarde van de erfpachtzaak is van belang voor het vaststellen van:

- De hoogte van de canon.
- De waarde van het erfpachtrecht en de bloot eigendom.

### De hoogte van de canon

De canon moet voor de eigenaar een redelijke vergoeding zijn voor de landbouwgrond zoals die beschikbaar wordt gesteld terwijl het voor de erfpachter redelijke kosten moeten zijn voor de grond als bedrijfsmiddel.

De meest gangbare methode om de canon vast te stellen bij uitgifte, tussentijdse herziening of heruitgifte is als volgt.

$$\text{CANON} = \text{WAARDE ERFPACHT-ZAAK} \times \text{CANON-PERCENTAGE}$$



Het canonpercentage is afgeleid van het gewenste rendement, vergelijkbaar met die van gelijksoortige beleggingen, rekening houdend met de mogelijkheid van tussentijdse herziening en indexering van de canon en met het feit dat de bloot-eigenaar bij het einde van de erfpacht weer beschikt over grond, waarvan de grondprijs op de lange termijn veelal stijgt, of een terugkoopsom ontvangt zoals bij erfpachtfinanciering.

Andere methoden om de canon van landbouwgrond te bepalen zijn bijvoorbeeld:

- Pachtprizenbesluit voor landbouwgrond, zoals in de standaard erfpachtcontracten van Domeinen.
- Canonpercentage over de hoofdsom bij erfpachtfinanciering. De hoofdsom bedraagt bij Fagoed maximaal 70% van de agrarische waarde.
- Wanneer de erfpachter een insteek betaalt, wordt de waarde erfpachtzaak overeenkomstig verminderd.

Daarnaast kan in de erfpachtvoorwaarden worden bepaald dat de canon periodiek wordt geïndexeerd, zoals in geval van

erfpachtfinanciering bij Fagoed de jaarlijkse indexering volgens het prijsindexcijfer voor gezinsconsumptie (CPI). Wanneer een index wordt gebruikt die niet langer wordt bijgehouden, zoals bij Fagoed in het verleden de pachtprijsindex, dan moet naar redelijkheid en billijkheid een vergelijkbare index worden gezocht.

#### *De waarde van het erfpachtrecht*

Gelet op de grote verscheidenheid aan objecten en erfpachtvoorwaarden is waardering van het erfpachtrecht of de bloot eigendom op basis van gerealiseerde vergelijkingstransacties van gelijkwaardige objecten lastig, zonet onmogelijk. De waarde wordt daarom herleid op basis van economische wetmatigheden. De waarde is met name afhankelijk van de hoogte van de canon, de resterende looptijd van het erfpachtrecht en de situatie bij het einde van het erfpachtrecht.

Het erfpachtrecht heeft een waarde wanneer het economisch nut groter is dan de tegenprestatie (=canon) die daar tegenover staat en wanneer de erfpachter bij het einde van de looptijd



aanspraak kan maken op een vergoeding voor gebouwen, beplantingen of voorzieningen of een ander economisch voordeel heeft. Het verschil tussen de terugkoopsom en de agrarische waarde bij financieringserfpacht van Fagoed is zo'n economisch voordeel.

Voor de bloot eigendom geldt dat de waarde wordt bepaald door de te verwachten canoninkomsten gedurende de looptijd van het erfpachtrecht plus de waarde bij het einde van het erfpachtrecht, onder aftrek van eventuele vergoedingen aan de erfpachter voor werken of beplantingen. Bij reguliere erfpacht is dat de agrarische waarde van de grond. Bij financieringserfpacht is dat de terugkoopsom.

Er wordt uitgegaan van de fictie dat de waarde van de bloot eigendom en de waarde van het erfpachtrecht gelijk zijn aan de waarde van de erfpachtzaak. Gerekend wordt met een netto contante waarde (NCW) factor.

WAARDE BLOOT EIGENDOM	=	NCW CANON- INKOMSTEN GEDURENDE LOOPTIJD	+	NCW VOLLE EIGENDOM OF HOOFDSOM BIJ EINDE ERFPACT
WAARDE ERFPACT- RECHT	=	WAARDE VOLLE EIGENDOM	-	WAARDE BLOOT EIGENDOM

Van oudsher wordt deze, zogeheten methode Tollner, gehanteerd op basis van de actuele canon en de actuele grondprijs tegen een NCW-factor van 3,5%-4% voor landbouwgrond. Dit is een versimpeling van de werkelijkheid. Immers, de canon wordt gedurende de looptijd vaak geïndexeerd of herzien, de agrarische grondprijzen stijgen en dalen, de inflatie kent een eigen dynamiek en ook de kapitaalmarkt laat grote schommelingen zien.

In het licht van de Internationale waarderingsstandaarden (IVS) en internationale accountantregels (IFRS) moet de marktwaarde worden gebaseerd op actuele prognoses van de canonontwikkeling, de agrarische grondprijsontwikkeling, de inflatieverwachting, de rente op de kapitaalmarkt en de risico-opslagen die worden gehanteerd. De voorspelling daarvan is in deze woelige economische tijden lastig en vraagt gespecialiseerde kennis van de taxateur.

Wanneer de waarde van het erfpachtrecht langs theoretische weg is bepaald, wil dat niet altijd zeggen dat er ook een transactie tot stand komt. Daarbij spelen vraag en aanbod eveneens een rol. Ook blijkt het nog wel eens lastig om een erfpachtrecht te verkopen tegen de theoretisch berekende prijs, vanwege de onzekerheid over de toekomstige uitwerking van de erfpachtvoorwaarden bij een potentiële koper.

### Verdeling niet-agrarische meerwaarde

De verdeling van de niet-agrarische meerwaarde bij verkoop van de erfpachtzaak gedurende de looptijd van het erfpachtrecht houdt deskundigen ook verdeeld. Volgens artikel 90, lid 2 Bw behoren voordelen van onroerende aard aan de eigenaar toe. De praktijk is dat er vaak een verdeling plaats vindt. In de jurisprudentie komen zowel 2/3 voor de erfpachter en 1/3 voor de blooteigenaar voor in geval van een stadsmeier/eeuwigdurend erfpachtrecht als 100% voor de bloot eigenaar vanwege de bijzonderheden van dat geval. De volgende aspecten spelen daarbij een rol:

- De sterkte van het beperkte recht: de positie van een stadsmeier ten opzichte van de bloot eigenaar is sterker dan die van een erfpachter.
- Het recht op de eigendom van de grond bij einde van het erfpachtrecht: de bloot eigenaar zoals bij reguliere erfpacht of de erfpachter ingeval van een terugkooprecht bij financieringserfpacht.
- Datgene wat de erfpachter van de bloot eigenaar mag verwachten als afkoopsom voor de erfpacht.

Fagoed hanteert een systeem waarbij de verdeling afhankelijk is van de resterende looptijd; bij aanvang krijgt Fagoed 70% van de meerwaarde, aflopend tot 30% tegen het einde van het erfpachtrecht. Dit is een alleszins redelijk systeem, waarbij de bovengenoemde aspecten naar redelijkheid en billijkheid zijn toegepast.

### Kortom, waardering bij erfpacht is en blijft een boeiende aangelegenheid!

*Ir. Michiel de Koe MRICS*

*Promovendus aan de Rijksuniversiteit Groningen*

*Directeur van De Koe Rentmeesteronline BV*

A portrait of Michiel de Koe, a middle-aged man with short, light-colored hair, wearing a light blue button-down shirt. He is looking slightly to the left of the camera with a neutral expression. The background is a soft-focus green field of tall grass.

**Michiel de Koe:**

*“Deze woelige economische  
tijden vragen  
gespecialiseerde  
kennis van  
een taxateur”*

Ir. D. Luteijn, voorzitter



Drs. R. van Klinkenberg



J.H. Ubas



Drs. W. van Heerdt



Ir. M.J.A. Albers



Ing. Ph. van den Hoek, secretaris



Ir. H.T.J. Vulto





# Bericht

## van de Raad van Toezicht

De Raad van Toezicht heeft het genoegen u hierbij het verslag van het Beleggingsfonds Fagoed Erfpacht over het jaar 2011, aan te bieden. Dit jaarverslag bestaat uit het verslag van de Beheerder, de jaarrekening en overige gegevens.

KPMG Accountants N.V. heeft de jaarrekening gecontroleerd en van een goedkeurende verklaring voorzien. Wij stellen u voor de opgemaakte jaarrekening over het jaar 2011 ongewijzigd vast te stellen en de Beheerder en het Trustkantoor te dechargeren voor het in het verslagjaar gevoerde beleid en de Raad van Toezicht voor het gehouden toezicht.

Wij kunnen ons tevens verenigen met het voorstel van de Beheerder om het gehele directe beleggingsresultaat van € 4,294 miljoen vermeerderd met € 0,476 miljoen van het indirecte beleggingsresultaat, te weten het transactieresultaat, uit te keren aan participanten. Dit komt overeen met een uitkering van € 36,76 per participatie. Van het restant van het indirecte beleggingsresultaat zal € 0,163 miljoen worden toegevoegd aan de herwaarderingsreserve. Daarnaast wordt de gerealiseerde herwaardering van € 1,606 miljoen toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

De Raad van Toezicht vergaderde in het verslagjaar vijfmaal. Deze vergaderingen werden gehouden in aanwezigheid van de Beheerder, waarbij éénmaal aansluitend het eigen functioneren en het functioneren van de beheerder is besproken - buiten aanwezigheid van de beheerder. Tijdens deze vergaderingen werd onder meer aandacht besteed aan de strategie van de onderneming, de ontwikkeling, de samenstelling van de portefeuille en de financiële resultaten.

De auditcommissie die de Raad van Toezicht adviseert over financiële verantwoording, waarderingsvraagstukken en overige financiële vraagstukken vergaderde in 2011 twee keer.

Het jaarverslag en het accountantsrapport zijn uitvoerig besproken met de Beheerder en de externe accountant. Tevens kwamen aan de orde het halfjaarverslag, de kwartaalberichten, de administratieve organisatie, de grondslagen voor de waardering en de parameters voor het berekenen van de rentabiliteitswaarde.

De Raad van Toezicht heeft het eigen functioneren van de Raad van Toezicht geëvalueerd. Zij is van mening dat de Raad van Toezicht naar behoren functioneert en dat er geen aanleiding is om de werkwijze, structuur, samenstelling en de wijze van voordracht aan te passen. De samenstelling en voordrachten verlopen volgens de voorwaarden van beheer en bewaring.

De Raad van Toezicht bedankt de Beheerder en medewerkers voor het behaalde resultaat en voor de getoonde inzet en loyaliteit.

*Arnhem, 2 april 2012*

*Namens de Raad van Toezicht,*

*Ir. D. Luteijn, voorzitter*

# Jaarrekening

## 2011 Fagoed Erfpacht

Balans per 31 december 2011 (x € 1.000)	2011	2010
Na resultaatbestemming		
<b>ACTIVA</b>		
Vaste activa		
Landbouwgrond in eigendom	3.776	3.662
Financiële vaste activa		
Vorderingen uit hoofde van erfpachtcontracten	122.715	122.632
Vlottende activa		
Vorderingen	832	612
Liquide middelen	4.634	2.707
	<b>131.957</b>	<b>129.613</b>
<b>PASSIVA</b>		
Fondsvermogen		
Participaties	88.608	88.608
Herwaarderingsreserve	27.591	27.428
Herbeleggingsreserve	13.766	12.160
	129.965	128.196
Langlopende schulden		
Overig	96	102
Kortlopende schulden		
Slotuitkering	1.527	990
Overig	369	325
	<b>1.896</b>	<b>1.315</b>
	<b>131.957</b>	<b>129.613</b>

Winst- en-verliesrekening 2011 (x € 1.000)		2011	2010
<b>BATEN</b>			
Canonopbrengsten		4.744	4.738
Opbrengsten objecten in eigendom		22	44
Overige opbrengsten		197	159
		<b>4.963</b>	<b>4.941</b>
<b>LASTEN</b>			
Algemene kosten		809	672
Dotatie voorziening debiteuren	-/-	140	37
		<b>669</b>	<b>709</b>
Direct beleggingsresultaat		4.294	4.232
Indirect beleggingsresultaat		2.245	1.896
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>		<b>6.539</b>	<b>6.128</b>

Kasstroomoverzicht 2011 (x € 1.000)		2011	2010
<b>Kasstroom uit operationele activiteiten</b>			
Direct beleggingsresultaat		4.294	4.232
Mutatie vorderingen	-/-	220	27
Mutatie langlopende schulden	-/-	6	6
Mutatie overige kortlopende schulden		44	33
		<b>4.112</b>	<b>4.166</b>
<b>Kasstroom uit investeringsactiviteiten</b>			
Aankopen onroerende zaken	-/-	4.804	1.773
Verkopen onroerende zaken		6.853	7
		<b>2.049</b>	<b>-/- 1.766</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>			
Uitkeringen	-/-	4.234	4.284
	-/-	<b>4.234</b>	<b>-/- 4.284</b>
<b>Netto kasstroom</b>		<b>1.927</b>	<b>-/- 1.884</b>
<b>Mutatie liquide middelen</b>			
Liquide middelen per 1 januari		2.707	4.591
Liquide middelen per 31 december		4.634	2.707
		<b>1.927</b>	<b>-/- 1.884</b>

# Toelichting

## GRONDSLAGEN VOOR DE WAARDERING

### *Toegepaste standaarden*

De jaarrekening is opgesteld volgens de wettelijke bepalingen van Titel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. De grondslagen die worden toegepast voor de waardering van activa en passiva en de resultaatbepaling zijn gebaseerd op historische kosten, tenzij hierna anders vermeld.

### *Algemeen*

Alle in de jaarrekening vermelde bedragen zijn in duizenden euro's opgenomen, behalve wanneer anders is aangegeven.

De opstelling van de jaarrekening vereist dat het management oordelen vormt en schattingen en veronderstellingen maakt, die van invloed zijn op de toepassing van grondslagen en de gerapporteerde waarde van activa en verplichtingen, en van baten en lasten. De daadwerkelijke uitkomsten kunnen afwijken van deze schattingen. De schattingen en onderliggende veronderstellingen worden voortdurend beoordeeld. Herzieningen van schattingen worden opgenomen in de periode waarin de schatting wordt herzien en in toekomstige perioden waarvoor de herziening gevolgen heeft.

### *Landbouwgronden*

De gronden in volle eigendom worden gewaardeerd tegen de vrije verkeerswaarde. Jaarlijks worden deze gronden door externe taxateurs getaxeerd.

### *Vordering uit hoofde van erfpachtcontracten*

Fagoed Erfpacht is eigenaar van de blote eigendom van de landbouwgronden. De gronden worden bij aankoop gewaardeerd tegen aanschafwaarde, verhoogd met eventuele kosten voor inschrijving en overdracht van de eigendom. Aan het eind van de looptijd van het erfpachtcontract, bij overlijden van de erfpachter, op contractueel vastgelegde momenten of als het fonds de blote-eigendom zou willen verkopen, heeft de erfpachter het recht de grond terug te kopen tegen de terugkooopsom. De terugkooopsom is de laagste van de geïndexeerde aanschafwaarde of de vrije verkeerswaarde (vrij van erfpacht). Gedurende de looptijd van het contract worden de gronden

gewaardeerd tegen de contractuele terugkooopsom of de lagere vrije verkeerswaarde.

Conform de contractuele afspraken wordt de canon jaarlijks of driejaarlijks geïndexeerd met de 'consumentenprijsindex alle huishoudens'. Op basis van de actuele canon wordt jaarlijks de geïndexeerde aanschafwaarde berekend. Het economisch risico blijft zoveel mogelijk bij de erfpachter. Door externe taxateurs wordt driejaarlijks, of vaker indien de marktomstandigheden daartoe aanleiding geven, de vrije verkeerswaarde vrij van pacht getaxeerd.

Objecten die tot december 1994 zijn aangekocht, worden driejaarlijks geïndexeerd, tenzij de contracten zijn omgezet. Indexering van contracten waarvan de voorwaarden zijn omgezet naar de nu geldende voorwaarden vindt één- of driejaarlijks plaats. Indexering vindt met ingang van 1 januari 2005 plaats op basis van de consumentenprijsindex alle huishoudens, aangezien de index van de pachtprizen van los land niet meer wordt bijgehouden. Objecten die vanaf december 1994 zijn aangekocht, worden jaarlijks geïndexeerd op basis van uitsluitend de consumentenprijsindex alle huishoudens.

### *Vorderingen*

De vorderingen worden gewaardeerd tegen nominale waarde onder aftrek van een voorziening voor mogelijke oninbaarheid.

### *Herwaarderingsreserve*

Waardemutaties van de gronden geschieden via de herwaarderingsreserve. Indien de herwaarderingsreserve van een object niet toereikend is, komen eventuele waardeverminderingen ten laste van het indirect beleggingsresultaat.

### *Herbeleggingsreserve*

Gerealiseerde winst op beleggingen wordt uitgekeerd, tenzij de Beheerder met toestemming van de Raad van Toezicht beslist dat de gerealiseerde winst wordt gereserveerd. In dat geval wordt de winst toegevoegd aan de herbeleggingsreserve. Voor zover de herbeleggingsreserve niet toereikend is, komen eventueel gerealiseerde verliezen op beleggingen ten laste van het resultaat.

## GRONDSLAGEN VOOR DE BEPALING VAN HET RESULTAAT

### Algemeen

De baten en lasten worden verantwoord in het jaar waarop zij betrekking hebben. De beloning van de Beheerder en het Trustkantoor is gebaseerd op het belegde vermogen van het Beleggingsfonds per het einde van het jaar.

### Direct beleggingsresultaat

Het direct beleggingsresultaat bestaat uit het saldo van directe beleggingsopbrengsten, canonopbrengsten, interestbaten en -lasten en algemene kosten.

### Indirect beleggingsresultaat

Het indirect beleggingsresultaat bestaat uit de toename, c.q. afname van de herwaarderings- en herbeleggingsreserve en de transactiewinst op verkoop van landbouwgronden.

De transactiewinst wordt gedefinieerd als het verschil tussen de opbrengst en de boekwaarde bij verkoop. De boekwinst op verkoop beleggingen wordt gedefinieerd als het verschil tussen de opbrengst en oorspronkelijk aanschafwaarde. Het verschil tussen de boekwinst en de transactiewinst is de gerealiseerde herwaardering.

### Fiscale status

Het Beleggingsfonds Fagoed Erfpacht is wegens het feit dat de participaties niet vrij overdraagbaar zijn, niet aan te merken als belastingplichtig lichaam in de zin van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969. De resultaten van het Beleggingsfonds worden daarom fiscaal rechtstreeks toegerekend aan de participanten. Afhankelijk van hun fiscale status zal al dan niet belasting worden geheven over die opbrengst.

## TOELICHTING OP DE BALANS

### Landbouwgronden in eigendom

Fagoed heeft 87,3 hectare landbouwgrond in eigendom. In totaal is Fagoed nu van vier objecten volledig eigenaar. Door de beheerder wordt onderzocht of deze gronden worden verkocht of opnieuw in erfpacht worden uitgegeven, dan wel worden overgedragen voor nieuwe financieringsproducten.

Landbouwgronden in eigendom	2011	2010
<b>Stand per 1 januari</b>	<b>3.662</b>	<b>3.215</b>
Aankopen	403	-
	<b>4.065</b>	<b>3.215</b>
Boekwaarde verkopen	-/- 242	-/- -
	<b>3.823</b>	<b>3.215</b>
Aanpassing boekwaarde objecten in volledig eigendom	-/- 47	447
<b>Stand per 31 december</b>	<b>3.776</b>	<b>3.662</b>

### Vordering uit hoofde van erfpachtcontracten

Er is belegd in 5.244 hectare landbouwgrond, die in erfpacht is uitgegeven. In het verslagjaar is 141 hectare aangekocht en 210 hectare is tussentijds verkocht. De termijn van het erfpachtrecht varieert van 27 tot 48 jaar. Contractueel heeft de erfpachter een kooprecht van de grond aan het einde van de overeenkomst. Bij het overlijden van de erfpachter hebben zijn erfgenamen op dat moment het recht tot koop. Bij erfpachtcontracten die zijn afgesloten na 1998 bestaat voor de erfpachter een eerste terugkoopmogelijkheid na 15 jaar. Voor de contracten die daarvoor zijn afgesloten, is er geen mogelijkheid voor tussentijdse terugkoop. Bij overeenkomsten langer dan 27 jaar bestaat na verloop van deze termijn de mogelijkheid na elke 6 jaar terug te kopen. Met ingang van december 2005 bestaat de keuzemogelijkheid voor een contract mét of zonder tussentijdse terugkoop. Aan het einde van het verslagjaar zijn de objecten getaxeerd die in 1987 zijn aangekocht, alsmede objecten die in het eerste halfjaar van 1988, 1991, 1994, 1997, 2000, 2003, 2006 en 2009 en in het tweede halfjaar van 1990, 1993, 1996, 1999, 2002, 2005 en 2008 zijn aangekocht. Daarnaast werden alle objecten met een buffer van minder dan 5 procent getaxeerd. Het betreft in totaal ruim 1.795 hectare ofwel 33,7 procent van het totaal. De in portefeuille zijnde landbouwgronden ultimo verslagjaar vertegenwoordigen een vrije verkeerswaarde van € 219,7 miljoen. Ten opzichte van de balanswaarde voor de gehele portefeuille is er sprake van een buffer van € 93,1 miljoen (42,4 procent van de vrije verkeerswaarde). In 2010 bedroeg de buffer € 92,4 miljoen (42,3 procent van de vrije verkeerswaarde).

In 2011 is een lopend erfpachtcontract van 5,8 hectare overgenomen door een andere erfpachter. Dit contract is in de specificatie van de jaargangen in het jaar 2011 opgenomen waardoor de in dit jaar gerealiseerde gemiddelde canon hoger uitkomt dan de in 2011 nieuw uitgegeven canonpercentages bij erfpachtcontracten.

Vordering uit hoofde van erfpachtcontracten			
	2011	2010	
<b>Stand per 1 januari</b>	<b>122.632</b>	<b>119.417</b>	
Aankopen	4.804	1.773	
Verkopen, boekwaarde	-/- 6.134	-/- 6	
	<b>121.302</b>	<b>121.184</b>	
Herwaardering door indexering	1.816	1.442	
Aanpassing objecten verkregen in eigendom	-/- 403	-	
Inhaalindexering voorgaande jaren	-	6	
<b>Stand per 31 december</b>	<b>122.715</b>	<b>122.632</b>	

Specificatie van de jaargangen				
Aankoop- Jaar	Opper- vlakte in hectaren	Boek- waarde in €	Canon in %	Canon- bedrag 2011 in €
1987	73	1.539.151	3,65	64.145
1988	372	6.452.363	3,65	267.740
1989	353	6.148.522	3,91	236.645
1990	301	5.078.637	4,60	228.764
1991	8	153.410	6,10	9.358
1992	256	4.596.851	5,63	276.457
1993	376	6.249.521	5,46	333.205
1994	199	3.855.447	5,17	198.063
1995	146	2.319.948	5,39	136.179
1996	187	2.710.271	4,80	130.093
1997	117	2.210.795	4,40	97.799
1998	256	5.740.156	3,92	228.547
1999	371	9.805.452	3,44	332.879
2000	577	20.757.134	3,64	786.146
2001	326	9.477.877	3,53	335.004
2002	251	7.084.943	3,50	247.973
2003	217	5.920.976	3,45	204.284
2004	338	6.928.091	3,30	228.627
2005	44	959.720	3,20	30.711
2006	45	1.386.210	3,05	41.023
2007	74	1.785.952	3,04	55.083
2008	18	486.914	3,50	17.042
2009	137	4.380.343	3,48	152.975
2010	54	1.795.580	3,27	57.369
2011	148	4.891.099	3,18	47.683
<b>Totaal</b>	<b>5.244</b>	<b>122.715.363</b>	<b>3,85</b>	<b>4.743.794</b>

### Vorderingen

Hieronder zijn opgenomen de vorderingen op debiteuren ad € 0,532 miljoen (2010: € 0,566 miljoen) na aftrek van voorziening voor oninbaarheid ad € 0,152 miljoen (2010: 0,298 miljoen). Daarnaast is een overige vordering opgenomen van € 0,300 miljoen (2010: € 0,047 miljoen). Deze vorderingen hebben een kortlopend karakter.

### Liquide middelen

Liquide middelen betreffen direct opeisbare banktegoeden.

### MUTATIES FONDSVERMOGEN

	2011	2010
Stand per 1 januari	128.196	126.301
Mutatie herwaarderingsreserve	163	1.893
Mutatie herbeleggingsreserve	1.606	2
<b>Fondsvermogen per 31 december</b>	<b>129.965</b>	<b>128.196</b>

### Participaties

Participaties worden uitgegeven op basis van rentabiliteitswaarde. In het verslagjaar zijn geen participaties uitgegeven. Stand per 31 december 2011: 129.742 participaties voor een totaal gestort bedrag van € 88.608.261 (2010: 129.742 participaties, € 88.608.261).

### Herwaarderingsreserve

In het verslagjaar zijn alle objecten geïndexeerd, behalve de objecten die zijn aangekocht in het eerste halfjaar van 1989, 1991 en 1994 en in het tweede halfjaar van 1990, 1993 en 1994. Totaal had de indexering betrekking op 4.789 hectare landbouwgrond.

De herwaarderingsreserve bestaat uit de bijgeboekte contractueel overeengekomen indexering van de vastgoedportefeuille over de contractueel daarvoor overeengekomen perioden.

Herwaarderingsreserve			
	2011	2010	
Stand per 1 januari	27.428	25.535	
Herwaardering door indexering landbouwgronden	1.816	1.442	
Aanpassing boekwaarde objecten in volledig eigendom	-/- 47	447	
Gerealiseerde herwaardering landbouwgronden	-/- 1.606	-/-	2
Inhaalindexering voorgaande jaren	-	6	
<b>Stand per 31 december</b>	<b>27.591</b>	<b>27.428</b>	

### Herbeleggingsreserve

De bij verkoop gerealiseerde indexering op verkochte landbouwgronden en de vergoedingen voor het vestigen van zakelijke rechten zijn, voor zover niet aan participanten uitgekeerd, toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.

Herbeleggingsreserve	2011	2010
Stand per 1 januari	12.160	12.158
Toevoeging	1.606	2
<b>Stand per 31 december</b>	<b>13.766</b>	<b>12.160</b>

### LANGLOPENDE SCHULDEN

#### Overig

Hieronder is opgenomen een bedrag bestaande uit de contante waarde aan vooruit ontvangen canonbedragen betreffende een erfpachter ter grootte van € 0,096 miljoen (2010: € 0,102 miljoen), met een resterende looptijd van 12 jaar tegen een rentepercentage van 4,12 procent.

### KORTLOPENDE SCHULDEN

#### Slotuitkering

De slotuitkering betreft het uitkeringsvoorstel 2011 ad € 1,527 miljoen (2010: € 0,990 miljoen).

#### Overig

Hieronder zijn opgenomen de overige schulden ad € 0,382 miljoen (2010: € 0,190 miljoen) en het rekening-courantsaldo van het Bestuurskantoor Fagoed ad € 0,018 miljoen (2010: € 0,018 miljoen) en het Trustkantoor Fagoed Erfpacht BV ad € 0,081 miljoen (2010: € 0,081 miljoen) en de Stichting Fagoed ter grootte van € 0,027 miljoen (2010: € 0,036 miljoen).





## TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING (X € 1.000)

BATEN	2011	2010
<b>Canonopbrengsten</b>		
Opbrengsten objecten in eigendom	22	44
Als canonopbrengsten worden opgenomen de over het verslagjaar aan de erfpachters in rekening gebrachte canonbedragen	4.744	4.738
Voor een specificatie wordt verwezen naar de toelichting op de balans (zie onder vorderingen uit hoofde van erfpachtcontracten)		
<b>Overige opbrengsten</b>		
De overige opbrengsten bestaan grotendeels uit interest	197	159
	<b>4.963</b>	<b>4.941</b>
<b>LASTEN</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Algemene kosten</b>		
▪ <i>Beheerskosten</i>		
Dit betreft de kosten van beheer en bewaring die betrekking hebben op operationele activiteiten en vergoedingen Raad van Toezicht		
▪ Bij het fonds waren in 2011 zes leden van de Raad van Toezicht in functie		
In de kosten is een vergoeding opgenomen van in totaal	97	97
▪ De beloning van het Trustkantoor is afhankelijk van de omvang van het belegd vermogen en bedroeg	59	41
▪ De beloning van de Beheerder is afhankelijk van de omvang van het belegd vermogen en bedroeg	368	292
▪ <i>Aankoopkosten</i>		
Voor de verwerving van landbouwgronden is van toepassing de regeling zoals vermeld in de Voorwaarden van Beheer en Bewaring.		
In het verslagjaar zijn elf objecten aangekocht		
Op de aankoopkosten is in mindering gebracht de afsluitprovisie die aan de erfpachter is doorberekend zodat aan saldo resteert	23	7
▪ <i>Overige kosten</i>		
Adviseurs- en taxatiekosten	123	110
Accountantskosten	33	39
Overig	106	86
	<b>809</b>	<b>672</b>

### Personeel

Gedurende het verslagjaar was er geen personeel in dienst.

### Vergoeding Raad van Toezicht en auditcommissie

De leden die in het verslagjaar in functie zijn ontvangen een vaste vergoeding van € 10.000 en de voorzitter ontvangt € 15.000. De leden van de auditcommissie ontvangen € 2.500 en de voorzitter ontvangt € 5.000. Daarnaast ontvangt ieder lid een onkostenvergoeding van € 1.000. De voorzitter van de Raad van Toezicht en de leden van de auditcommissie ontvangen € 500 meer.

### Accountantskosten

De volgende honoraria van KPMG Accountants N.V. zijn ten laste van de onderneming, een en ander zoals bedoeld in artikel 2:382a BW.

Accountantskosten	2011	2010
Controle	30	36
Aan controle verwante opdrachten	3	3
Adviesdiensten op fiscaal terrein	-	-
Overige werkzaamheden	-	-
	<b>33</b>	<b>39</b>

Indirect beleggingsresultaat	2011	2010
Opbrengst verkochte activa	6.853	7
Oorspronkelijke aanschafwaarde	-/- 4.768	-/- 4
Boekwinst	<b>2.085</b>	<b>3</b>
Verrekening onder- overmaat	-/- 3	-
Hiervan gerealiseerde herwaardering als gevolg van indexatie	-/- 1.606	-/- 2
Transactiewinst	476	1
Ongerealiseerde herwaardering als gevolg van indexatie	1.816	1.442
Aanpassing boekwaarde objecten in volledig eigendom	-/- 47	447
Inhaalindexering voorgaande jaren	-	6
	<b>2.245</b>	<b>1.896</b>



A close-up photograph of several green oat panicles (seed heads) against a solid black background. The panicles are in various stages of development, with some showing the characteristic ribbed texture of the glumes. The lighting highlights the texture and color of the plant parts.

*Een stabiel  
rendement  
en relatief minder  
conjunctuurgevoelig*

## RISICOBEEHEER

Beleggingen in het Fonds brengen risico's met zich mee. Het Fonds belegt in de blote eigendom van landbouwgrond in Nederland, waarbij het gebruiksrecht volledig bij de erfpachter ligt, inclusief een terugkooprecht tegen voorwaarden die bij de uitgifte in erfpacht zijn vastgelegd. Hoewel daarmee het risicoprofiel relatief laag is, kan er geen zekerheid worden gegeven ten aanzien van de performance van het Fonds. Noch ten aanzien van de uitkering, het fondsvermogen als van de waarde van de participaties.

Bij het participeren in het Fonds dient rekening te worden gehouden met het feit dat het beleggingsbeleid van het Fonds is gericht op de middellange en lange termijn. De verwachte schaarste aan landbouwgrond en de inflatoire prijsontwikkeling van landbouwgrond maken dat een belegging in landbouwgrond als relatief stabiel en zonder grote risico's kan worden gekenschetst. Fluctuaties op de korte termijn hebben relatief weinig invloed op de ontwikkeling van het Fonds op de middellange en lange termijn.

Bij een belegging in het Fonds moet zorgvuldig alle informatie uit het Informatiememorandum worden overwogen. Dat laat onverlet dat de consequenties van de risicofactoren voor de eigen situatie zelf beoordeeld moeten worden.

### *Risico's, eigen aan de objecten*

#### *Marktpositie*

In algemene zin kent het Fonds een risico voor haar marktpositie. Het Fonds moet rekening houden met de voorwaarden van erfpachtfinanciering ten opzichte van andere financieringsvormen, zoals eigendom op basis van hypothecaire geldlening. Het gaat dan onder meer om de termijn, het rentepercentage ten opzichte van het canonpercentage en de wijze van aflossing. Verder is er concurrentie met andere aanbieders van erfpachtfinanciering. Andere beleggingsinstellingen bieden vergelijkbare financieringsconstructies op erfpachtbasis aan, waarbij wordt geconcurrereerd op voorwaarden zoals het canonpercentage en de wijze waarop de terugkoopsom wordt berekend. Fagoed heeft een bijzondere naamsbekendheid en reputatie. Fagoed is opgericht als een samenwerking tussen de beleggingswereld en de agrarische sector en heeft daarmee een bijzonder positie. Dat vertaalt zich in het beleggingsbeleid van Fagoed. Bovenstaande externe factoren zijn door Fagoed moeilijk te sturen. Fagoed zal bij het formuleren van haar voorwaarden hiermee rekening houden.

#### *Agrarische grondmarkt*

De prijsvorming op de agrarische grondmarkt is onderhevig aan vraag en aanbod. Op de lange termijn heeft landbouwgrond een gestage waardeverhoging te zien gegeven, maar op de korte termijn kunnen ook sterke prijsdalingen optreden. Dit kan leiden tot afwaarderingen op het fondsvermogen. De consequentie voor het Fonds wordt beperkt doordat slechts 70 procent van de grondprijs bij aanvang wordt gefinancierd en er dusdoende een buffer van 30 procent is. In het verleden is gebleken dat de buffer geheel kan verdwijnen, hetgeen leidt tot een afwaardering. Tot dusver is in alle gevallen gebleken dat door grondprijsstijging dit effect later weer geheel teniet is gedaan. Door de spreiding in de grondportefeuille over de regio's (met een zwaartepunt in Groningen / Drenthe), de grondgebonden sectoren (hoofdzakelijk akkerbouw en veehouderij) en verschillende jaargangen wordt het risico gespreid. Op spreiding wordt in het beleggingsbeleid niet gestuurd, maar deze komt min of meer natuurlijk tot stand.

#### *Inflatie*

De inflatieverwachting, die is verdisconteerd in de berekening van het canonpercentage ten opzichte van de rendementseis, kan in de loop van de jaren lager uitvallen. Consequentie daarvan is dat ten opzichte van de verwachting de stijging van de canoninkomsten tegenvalt en de terugkoopsom, die wordt berekend op basis van de actuele canon bij terugkoop, eveneens tegenvalt. Ook een hogere inflatie dan de waardeontwikkeling van landbouwgrond kan er toe leiden dat op termijn de buffer op een object verdwijnt en er afwaardering moet plaats vinden.

#### *Canonopbrengsten*

Door omstandigheden kunnen erfpachters niet in staat zijn om te voldoen aan hun verplichtingen om hun canon te betalen. Met name wanneer dat zich op grote schaal zou voordoen, bijvoorbeeld door een aanhoudend slechte economische situatie in de agrarische sector, heeft dat grote consequenties voor de inkomsten. Het directe beleggingsresultaat komt dan onder druk te staan door het treffen van voorzieningen of het afboeken van debiteuren. Als dat samenvalt met een tegenvallende agrarische grondmarkt, zal mogelijk de buffer onvoldoende zijn om de vorderingen (achterstallige canon en boeterente) te innen.

#### *Terugkooprecht*

Voor objecten waarvoor een erfpachtcontract is afgesloten met een relatief hoog canonpercentage, zal de erfpachter gebruik maken van zijn/haar tussentijds terugkooprecht om tegen een

lager, op dat moment geldend canonpercentage tot herfinanciering over te gaan. Daarmee kan het beleggingsresultaat teruglopen voor zover het contracten betreft waarin nog geen 'boeterente'-clausule is opgenomen. Voor objecten waarvoor een erfpachtcontract is afgesloten met een relatief laag canonpercentage, zal de erfpachter geen gebruik maken van zijn/haar tussentijds terugkooprecht om zo langer van een relatief goedkope financiering gebruik te maken.

#### *Volledige eigendom*

Wanneer een erfpachter geen gebruik maakt van het terugkooprecht bij het einde van het erfpachtrecht of wanneer het erfpachtrecht door het Fonds wordt opgezegd vanwege wanprestatie door de erfpachter, wordt het Fonds volledig eigenaar van de grond. Consequentie daarvan is dat het direct beleggingsresultaat zal teruglopen, omdat de inkomsten uit tijdelijke verpachting lager zullen zijn dan de inkomsten uit de canon. Omdat het Fonds het bezitten van het volle eigendom niet als doelstelling heeft zal dit weer moeten worden afgestoten. Bij een tegenvallende agrarische grondmarkt kan het indirect beleggingsresultaat onder druk komen te staan.

#### *Wetgeving*

Het erfpachtrecht is vastgelegd in het Burgerlijk Wetboek. Wijzigingen met betrekking tot het erfpachtrecht kunnen van invloed zijn op de onderliggende erfpachtvereenkomsten. Het Europees landbouwbeleid heeft een sterke invloed op de agrarische sector, door quotering, product- en inkomensondersteuning en toeslagrechten. Algemene tendens is om de

Europese landbouwsubsidies verder af te bouwen, zoals afschaffing van het melkquotum in 2013 en de onduidelijkheid over de toeslagrechten op langere termijn. Dit kan indirect van invloed zijn op de grondprijzen, wanneer de agrarische sector financieel onder druk komt te staan. Aangekochte objecten hebben in beginsel een agrarische bestemming en de waarde is onder andere afgestemd op de publieksrechtelijke beperkingen op het object. Indien zich planologische of milieukundige ontwikkelingen voordoen in beleid, wet- of regelgeving, zou dat kunnen leiden tot een lagere waarde van de grond. Afhankelijk van de vraag of er sprake is van generiek beleid of lokaal beleid kan er sprake zijn van waardedaling.

#### *Calamiteiten*

Door externe omstandigheden kan er sprake zijn van wateroverlast of milieukundige incidenten, zoals bodemverontreiniging, hetgeen kan leiden tot structuurschade en/of gebruiksbeperkingen. Onder dergelijke omstandigheden kan sprake zijn van een lagere waarde. De objecten zijn niet verzekerd en voor zover er geen vergoeding is voor nadeelcompensatie of schade kan er sprake zijn van waardedaling.

#### *Fiscaliteiten*

De erfpachtconstructie met terugkooprecht is ten aanzien van de inkomstenbelasting- dan wel de vennootschapsbelastingpositie van de boer gekwalificeerd als een geïndexeerde geldlening. Daarmee geniet de erfpachter een dubbel fiscaal voordeel, doordat niet alleen de canon, maar ook de jaarlijkse aangroei van de hoofdsom (als gevolg van de indexering van de canon)



fiscaal aftrekbaar is. Indien door verandering in de fiscale wet- en regelgeving dit voordeel komt te vervallen, zal de erfpachtconstructie minder interessant zijn ten opzichte van andere financieringsvormen.

#### *Rechtszaken en arbitrages.*

Door erfpachters en hypotheekhouders zijn in het verleden rechtszaken en arbitrageprocedures aangespannen tegen het Fonds. Het Fonds is tot op heden in alle zaken die aanhangig zijn gemaakt in het gelijk gesteld en heeft door rechtszaken en arbitrageprocedures geen directe schade ondervonden. Indien in de toekomst door uitspraken van rechters of arbiters voor het Fonds nadelige uitspraken zouden worden gedaan, kan dat (financiële) gevolgen hebben voor dat specifieke geval, maar ook generieke consequenties voor alle erfpachtcontracten of de marktpositie van Fagoed.

### *Operationele risico's*

#### *Bedrijfsprocessen*

De werkzaamheden van de functionarissen, in dienst of in opdracht van de Beheerder, behoeven onderling afstemming en afstemming met de werkzaamheden van de functionarissen, in dienst of in opdracht van de bewaarder. Waar mensen werken worden fouten gemaakt. De organisatiestructuur moet zo worden ingericht dat fouten zoveel mogelijk worden voorkomen en eventuele consequenties tot een minimum worden beperkt. De Beheerder kent een handboek AO/IC (administratieve organisatie en interne controle) waarin alle belangrijke bedrijfsprocessen zijn vastgelegd. Daarnaast is er bijzondere aandacht voor het acceptatieproces.

Bij het acceptatiebeleid voor de aankoop van nieuwe objecten vinden de volgende beoordelingen plaats, om te voorkomen dat er objecten worden aangekocht waarvan verwachte liquiditeit en solvabiliteit van de erfpachter onvoldoende is.

- Bedrijfseconomische situatie door financieel adviseur;
- Bedrijfsperspectief ter plaatse door voorlichter.

Voor de aankoop van objecten wordt de agrarische waarde van de nieuwe objecten getaxeerd om op een juiste wijze het te financieren bedrag te kunnen vaststellen (70 procent van de agrarische waarde). Onjuiste taxatie zou leiden tot een lagere buffer en daarmee een groter risico voor Fagoed. Er dient een taxatierapport te zijn van een gecertificeerd taxateur Landelijk Vastgoed van Vastgoedcert of een gecertificeerd taxateur Agrarisch Vastgoed van het SCVM.

Het beheer van Fagoed dient op deskundige wijze te worden uitgevoerd. De Beheerder moet in staat zijn om adequaat te

kunnen inspelen op verzoeken van erfpachters om goedkeuring te verlenen voor of mee te werken aan rechtshandelingen met betrekking tot het erfpachtrecht of met betrekking tot de blote eigendom of met verzoeken van derden hiertoe. Hierin wordt voorzien door werkzaamheden door of onder verantwoordelijkheid van een ter zake deskundige rentmeester NVR te laten uitvoeren.

Vorkomen moet worden dat door onduidelijke afspraken tussen de Bewaarder en de Beheerder de levering bij aan- of verkoop en rechtshandelingen met betrekking tot de blote eigendom onjuist worden uitgevoerd. De directies van de Bewaarder en de Beheerder kennen een samenwerkingsprotocol waarin duidelijke afspraken zijn gemaakt met betrekking tot werkzaamheden en afstemming daarvan.

Ondanks alle voorzorgen kan fraude nooit worden uitgesloten. Door taak- en functiescheiding zijn bij alle fraudegevoelige activiteiten minimaal twee personen onafhankelijk van elkaar betrokken. De medewerkers van de Bewaarder en de Beheerder kennen in hun eigen organisatie een integriteitcode.

Een aantal bedrijfsprocessen is geautomatiseerd. Met betrekking tot de back-up voorzieningen, support en stabiliteit van de automatiseringssystemen worden hoge eisen gesteld om te voorkomen dat gegevens verloren kunnen gaan of handelingen onjuist worden uitgevoerd, die tot schade voor het Fonds kunnen leiden. De automatiseringssystemen draaien binnen het netwerk van de Beheerder. Contractadministratie is een specifieke applicatie, die is ingericht op landelijk vastgoed. Financiële administratie is gebaseerd op de digitale informatie uit de contractadministratie. Archivering / dossiervoering vindt sinds 2008 gedeeltelijk geautomatiseerd plaats. Van alle formele rechtshandelingen zal altijd een hardcopy in een fysiek dossier beschikbaar zijn.

### *Risico's eigen aan participaties*

#### *Kapitaalmarkt*

De waarde van de Participaties is naast de waarde van het fondsvermogen afhankelijk van een aantal parameters, waaronder de actuele rente en de credit-spread zoals die op de kapitaalmarkt tot stand komt. Wijzigingen in de kapitaalmarkt hebben consequenties op de hoogte van de waarde van de Participaties.

#### *Inflatie*

De waarde van de Participaties is naast de waarde van het fondsvermogen afhankelijk van een aantal parameters, waaronder de inflatieveronderstelling voor de resterende looptijd van

het erfpachtcontract. Wijzigingen in de inflatieverwachting hebben consequenties voor de hoogte van de waarde van de Participaties. Indien de inflatie in de toekomst lager uitpakt dan de inflatieverwachting, leidt dat tot een lager fondsvermogen en lagere canoninkomsten.

#### *Fiscaliteit*

Het Fonds zelf is aangemerkt als transparante beleggingsinstelling waardoor de fiscale winst niet belast is bij het Fonds zelf. De Participanten, voor zover ze vennootschapsbelastingplichtig zijn, zullen ieder hun aandeel in de winst van het Fonds in hun eigen aangifte vennootschapsbelasting moeten verantwoorden. Mocht op enig moment de wet- en regelgeving of de fondsstructuur wijzigen ten aanzien van de fiscale transparantie, dan bestaat het risico dat het Fonds zelf vennootschapsbelasting moet afdragen.

#### *Dividenuitkering*

De uitkering van Dividend is afhankelijk van de financiële resultaten van het Fonds. Door omstandigheden (tegenvallende canoninkomsten, hogere kosten) kan het Dividend lager uitvallen. Transactieresultaat wordt uitgekeerd als Dividend. Er is geen garantie op transactieresultaat Het zijn incidentele inkomsten die zich kunnen voordoen bij tussentijdse verkoop van (gedeelten van) objecten bij herbesteding.

#### *Kwalificatie als FGR*

Het Fonds is een zogenaamd fonds voor gemene rekening en heeft derhalve geen rechtspersoonlijkheid. Volgens de Voor-

waarden bestaat er uitsluitend een overeenkomst tussen de Bewaarder, de Beheerder en ieder van de Participanten afzonderlijk en bestaat er in dit kader geen enkele rechtsbetrekking tussen de Participanten onderling. Het Fonds kan volgens de Voorwaarden niet als personenvennootschap (zijnde een maatschap of vennootschap onder firma) van de Participanten worden beschouwd.

De Participanten zijn, gezien het in artikel 1.1 van de Voorwaarden bepaalde, niet aansprakelijk voor de verplichtingen van de Beheerder en de Bewaarder en zij dragen niet verder bij in de verliezen van het Fonds dan tot het bedrag dat door hen als tegenprestatie voor de Participaties in het Fonds is ingebracht.

#### *Verhandelbaarheid*

In verband met de fiscale transparantie van het Fonds voor de vennootschapsbelasting is de verhandelbaarheid van Participaties van het Fonds aan beperkingen onderhevig. Het Fonds koopt zelf geen Participaties in.

#### *Wijzigingen in de voorwaarden*

De Voorwaarden kunnen door de vergadering van Participanten worden gewijzigd. Door de vergadering van Participanten kan tot liquidatie van het Fonds worden besloten. Tot wijziging van de Voorwaarden en tot liquidatie van het Fonds kan alleen worden besloten, indien de houders van tenminste drie/vierde van de Participaties zich voor zo'n voorstel uitspreken. Iedere Participant kan niet meer stemmen uitbrengen dan één tiende van het totaal aantal uitstaande Participaties.



# Overige

## gegevens

### WINSTBESTEMMING

*Artikel 9* van de voorwaarden van Beheer en Bewaring bepaalt hieromtrent:

*Artikel 9.7* Hetgeen jaarlijks resteert van de inkomsten van het fonds (na aftrek van de vergoedingen aan de Beheerder en de Bewaarder, de kosten, renten, lasten van het fonds en de door de Beheerder met toestemming van de Raad van Toezicht vastgestelde afschrijvingen en reserveringen) wordt door de Beheerder aan de Bewaarder afgedragen en door de laatstgenoemde binnen veertien dagen na de jaarlijkse Algemene Vergadering van Participanten betaalbaar gesteld. Alle betalingen in dit verband door de Bewaarder zullen geschieden middels een daartoe door de Bewaarder te houden uitkeringsrekening door storting of overmaking op een daartoe door elke betrokken Participant daarvoor opgegeven bankrekening.

*Artikel 9.8* Gerealiseerde winst op beleggingen zal worden uitgekeerd tenzij de Beheerder met toestemming van de Raad van Toezicht anders beslist.

*Artikel 9.9* De Beheerder is met gelijke toestemming gerechtigd te bepalen, dat aan Participanten interim-uitkeringen zullen worden gedaan.

### UITKERINGSVOORSTEL OVER HET JAAR 2011

Overeenkomstig deze bepalingen wordt het direct beleggingsresultaat van € 4,294 miljoen uitgekeerd aan participanten, vermeerderd met het gerealiseerde transactieresultaat op contractuele en incidentele verkopen van € 0,476 miljoen. Hiervan is eind 2011 € 3,243 miljoen als interim-uitkering uitgekeerd. Een bedrag van € 1,606 miljoen zal worden toegevoegd aan de herbeleggingsreserve.





# Controleverklaring

## van de onafhankelijke accountant

### *Verklaring betreffende de jaarrekening*

Wij hebben de in dit rapport opgenomen jaarrekening 2011 van Beleggingsfonds Fagoed Erfpacht te Arnhem gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2011 en de winst-en-verliesrekening over 2011 met de toelichting, waarin zijn opgenomen een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

### *Verantwoordelijkheid van het bestuur*

Het bestuur van de entiteit is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, alsmede voor het opstellen van het jaarverslag, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW). Het bestuur is tevens verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing als het noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten.

### *Verantwoordelijkheid van de accountant*

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht, waaronder de Nederlandse controlestandaarden. Dit vereist dat wij voldoen aan de voor ons geldende ethische voorschriften en dat wij onze controle zodanig plannen en uitvoeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De geselecteerde werkzaamheden zijn afhankelijk van de door de accountant toegepaste oordeelsvorming, met inbegrip van het inschatten van de risico's dat de jaarrekening een afwijking van materieel belang bevat als gevolg van fraude of fouten. Bij het maken van deze risico-inschattingen neemt de accountant de interne beheersing in aanmerking die relevant is voor het opmaken van de jaarreke-

ning en voor het getrouwe beeld daarvan, gericht op het opzetten van controlewerkzaamheden die passend zijn in de omstandigheden. Deze risico-inschattingen hebben echter niet tot doel een oordeel tot uitdrukking te brengen over de effectiviteit van de interne beheersing van de entiteit. Een controle omvat tevens het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van de door het bestuur van de entiteit gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

### *Oordeel*

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en samenstelling van het vermogen van Beleggingsfonds Fagoed Erfpacht per 31 december 2011 en van het resultaat over 2011 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

### *Verklaring betreffende overige bij of krachtens de wet gestelde eisen*

Ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder e en f BW vermelden wij dat ons geen tekortkomingen zijn gebleken naar aanleiding van het onderzoek of het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, overeenkomstig Titel 9 Boek 2 BW is opgesteld, en of de in artikel 2:392 lid 1 onder b tot en met h BW vereiste gegevens zijn toegevoegd. Tevens vermelden wij dat het jaarverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Utrecht, 2 april 2012

KPMG ACCOUNTANTS N.V.

P.L.A. Langeveldt RA

## COLOFON

Publicatie:  
Fagoed, april 2012

Projectmanagement:  
e2o tekst en advies, Elles Ophuis

Tekst:  
Fagoed  
Michiel de Koe

Eindredactie:  
Arne Lasance

Ontwerp en DTP:  
Océ Business Services, Arnhem

Fotografie:  
Dick Brouwers Fotografie  
Joss de Groot Fotografie  
Océ Business Services, Arnhem

Druk:  
Océ OBS Grafische Servicedesk

Dit jaarverslag is gedrukt op:  
Revive Pure Silk recycled, FSC gecertificeerd



# Fagoed



*Fagoed-financiering  
succesvol gebleken  
bij zowel agrarische ondernemers  
als institutionele beleggers*



*STABIEL RENDEMENT*