



LE CAMPUS ARBORETUM IN NANTERRE, HET GROOTSTE HOUTEN KANTORENCOMPLEX IN EUROPA, WORDT OFFICIEEL GEOPEND DOOR DE FRANSE PRESIDENT EMMANUEL MACRON. ICAMAP IS EEN VAN DE INVESTEERDERS.

van het bezit uit. De langetermijneffecten worden genegeerd.

In enkele gevallen krijgen bestuurders zelfs meer betaald na een slechte overname of kapitaalinjectie, terwijl aandeelhouders het gelag betalen. Zo gingen de salarissen voor bestuurders fors omhoog na de overname van Westfield door Unibail. Dan heb je het gewoon over perverse prikkels. Gelukkig is dit allemaal erg verbeterd over de jaren, maar het kan geen kwaad het jaarverslag te raadplegen en goed te kijken hoe en waarop het management precies beloofd wordt – en hoeveel ze zelf in het bedrijf hebben geïnvesteerd.”

7 En toch bent u nu redelijk optimistisch over de beleggingscategorie.

“Absoluut. Toen ik in vastgoed begon – begin jaren 2000 – was het sentiment vergelijkbaar: vastgoed was uit de gratie, de rente liep op, en de markt keek liever naar technologie of financials. Maar juist in die fase ontstaan

**‘IK GELOOF
DAT KOERSEN
ZULLEN
STIJGEN. UIT
ZICHZELF OF
MET HULP VAN
DERDEN’**

kansen. Vastgoed deed het daarna jarenlang veel beter dan die andere sectoren. Wat niemand wil, is vaak te goedkoop. En dat is nu weer zo.

De rente lijkt te stabiliseren, inflatie is terug aan het lopen, en beursgenoteerd vastgoed noteert op sommige plekken in Europa tegen kortingen van 30 tot wel 50 procent op de laatst bekende NAV. Sommige fondsen noteren op tien keer de huurinkomsten, of minder. Dat is een niveau waarop je als belegger *paid to wait* wordt: je ontvangt een dividendrendement van 6 tot 8 procent, en als het herstel komt, krijg je daarbovenop koerswinst. En zelfs als dat uitblijft, zit je in tastbaar bezit met cashflow. Dat is fundamenteel anders dan veel andere sectoren.

In dat speelveld zie ik bijvoorbeeld partijen als Eurocommercial (retail, Europa) en NSI (kantoren, Nederland) die tegen een forse korting op de beurs noteren, maar operationeel keurig draaien. Uiteindelijk zal de onderwaardering eruit lopen voor goed beheerde fondsen met objecten met sterke

onderliggende vraag-aanbod-trends. En als de markt de vastgoedfondsen niet herwaardeert, komt er misschien uiteindelijk wel een overnamebod. En anders heb je gewoon een stevig direct rendement. Maar je moet durven tegen de stroom in te denken en goed je huiswerk doen om niet fondsen op te pakken die geen lessen hebben getrokken uit het verleden. Dat is precies wat toen werkte – en wat nu opnieuw kan werken.”

8 Gaan we die overnames nu echt zien? Tot nu toe durft niemand het aan.

“In het Verenigd Koninkrijk zie je het al gebeuren. Private-equitypartijen zoals KKR en Blackstone zijn daar actief bezig met het overnemen van beursgenoteerde vastgoedbedrijven. Ook zie je dat beursfondsen steeds actiever naar elkaar kijken.

Ik denk dat dit ook steeds meer naar continentaal Europa overwaait. Zie bijvoorbeeld het recente overnamevoorstel van Aedifica op Cofinimmo in België. In Nederland zie je die dynamiek nog nauwelijks. En dat komt niet alleen door het sentiment of de rente, maar ook door het systeem. Het is lastiger hier een overnamebod te doen dan bijvoorbeeld in het Verenigd Koninkrijk.

Toch geloof ik dat koersen zullen stijgen. Uit zichzelf of met hulp van derden. Je kunt uiteindelijk als goed vastgoedfonds niet eindeloos onder je intrinsieke waarde noteren zonder dat iemand opstaat en zegt: dit kan slimmer. En wie nu instapt, zit misschien aan de vooravond van zo’n beweging.”

9 Tot slot. Wat vindt u een verstandige weg voor vastgoed in de beleggingsportefeuille?

“Tussen de 10 en 20 procent. Je krijgt dividend als direct rendement, de waardering is aantrekkelijk en met de juiste selectie kun je profiteren van herstel. Vastgoed is geen laagrisicocategorie, dus het moet passen binnen een bredere spreading.”