



VALLENDE MESSEN DOOR JEPPE DE BOER

Op mijn rug dreef ik in het doodstille zwembad. Door het glazen dak zag ik de machtige Twin Towers oprijzen in het licht van de septembermorgen. Ik was supervroeg wakker. Nog zeeën van tijd dus voor mijn eerste afspraak, daar hoog boven. Iedere jaar denk ik weer aan die ene vrijdag. Vrijdag 8 september 2001. Eén werkdag later zouden beide torens ineenstorten. Twee gigantische vallende messen, die zich diep in de ziel van Amerika boorden. Binnen de vastgoedsector gingen aandelen van kantorenfondsen massaal in de uitverkoop. Onderliggend waren er al meer problemen. Het zou jaren duren voordat het sentiment rond kantoren zou herstellen.

De beurskoersen van winkelfondsen als Wereldhave en Vastned hadden geen wereldramp nodig om deze zomer in een vrije val te raken. Aandelenmarkten moeten het vertrouwen in de winkelsector volledig kwijt zijn. Vastned heeft een intrinsieke waarde van iets meer dan € 46 per aandeel. Deze intrinsieke waarde wordt iedere 6 maanden vastgesteld op basis van externe taxaties. Op 26 augustus noteerde Vastned een magere € 27 per aandeel, een discount van meer dan 40% dus. In het geval van Wereldhave was de discount zelfs meer dan 56%: een intrinsieke waarde per aandeel van € 41 en een beurskoers van € 18. Een opkoopfonds zou bij Wereldhave dus een winst van meer dan 100% moeten kunnen maken: koop alle aandelen op de beurs tegen een discount van meer dan 50%, en verkoop alle bezittingen tegen de taxatiewaarden.

Het is een goede vraag waarom dit niet gebeurt. Je kunt je natuurlijk afvragen of de taxatiewaarden betrouwbaar zijn. In mijn ervaring zijn ze dat meestal wel. Zij kunnen altijd een beetje afwijken, maar taxateurs onderbouwen hun opinies zorgvuldig. De echte obstakels voor een opkoopfonds draaien waarschijnlijk niet om vertrouwen in de taxaties. Zaken als financierbaarheid, marktliquiditeit en fiscaliteit spelen in de praktijk een veel grotere rol. De koper van alle aandelen Wereldhave zal hiervoor minimaal

€ 700 mln moeten ophoesten, maar hier blijft het niet bij. Na de overname kan de € 1,4 mrd die Wereldhave geleend heeft, direct worden opgeëist. Banken en obligatiebeleggers hebben dit recht op basis van 'change of control provisions'. De opkoper zal dus € 1,4 mrd extra moeten vinden om alle leningen af te betalen. Dit wordt geen eenvoudige opgave bij het huidige sentiment. Een volgend obstakel is marktliquiditeit. Het businessplan van opkoopfondsen draait meestal om de snelle doorverkoop van alle beleggingen tegen een zo hoog mogelijke waarde. Ook dit kan lastig worden, want retail staat bij weinig vastgoedbeleggers op het wensenlijstje. Ten slotte zullen fiscale obstakels voor zand in de machine zorgen. Denk bijvoorbeeld aan overdrachtsbelasting (al snel € 80 mln) of het verlies van de status als fiscale beleggingsinstelling.

De kans op een snelle overname bij Wereldhave en Vastned is dus kleiner dan het lijkt. Toch zijn deze aandelen mogelijk best de moeite waard. De inkomsten zijn ondanks alles redelijk stabiel en ze worden professioneel bestuurd. Daarnaast lijken ze op papier spotgoedkoop, met een hoog dividendrendement. Ook het Franse Klépierre is de moeite waard voor winkeloptimisten, in dit geval vanwege Utrecht. Hier werken de Fransen aan iets heel bijzonders: het vernieuwde Hoog Catharijne komt langzaam tot wasdom. Iedere maand worden nieuwe delen opgeleverd. Iedere maand groeien de bezoekersaantallen met 20%. Iedere maand komt het meer tot leven. Het hart van Utrecht was een donkere, onveilige doorgang tussen station en centrum. Nu is het een aansprekende omgeving, waar bezoekers graag blijven. Helaas maakt één zwaluw nog geen zomer. Wanneer de winkelmarkt herstelt, weet niemand. Voorlopig zullen de meeste beleggers langs de zijlijn blijven. Vallende koersen zijn immers net als vallende messen: gevaarlijk om te vangen.

Jeppe de Boer is founding partner van Masterdam