

ActivInvestor Real Estate N.V.

Jaarverslag 2013



ACTIVINVESTOR REAL ESTATE N.V.

Jaarverslag 2013

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	2
Index jaarrekening en toelichting jaarrekening	3
Profiel	4
Kerncijfers	5
Verslag van de directie	6
Balans per 31 december 2013	40
Overzicht van gerealiseerde en niet-gerealiseerde resultaten over 2013	41
Mutatieoverzicht eigen vermogen	42
Kasstroomoverzicht over het boekjaar 2013	43
Toelichting op de jaarrekening per 31 december 2013	44
Toelichting bij specifieke posten in de balans	48
Toelichting bij specifieke posten in het overzicht van gerealiseerde en niet-gerealiseerde resultaten	54
Overige toelichtingen	58
Overige gegevens	62
Adressen	66

Index jaarrekening en toelichting jaarrekening

1)	Algemeen	44
2)	Waarderingsgrondslagen	44
3)	Waarderingsgrondslagen voor de opstelling van de balans	44
4)	Het gebruik van schattingen in de jaarrekening	46
5)	Gelieerde partijen	46
6)	Grondslagen voor de resultaatbepaling	46

Toelichting bij specifieke posten in de balans

7.1)	Beleggingen aandelen	48
7.2)	Liquiditeiten	50
7.3)	Overige vaste activa	50
7.4)	Overige vorderingen	51
7.5)	Eigen vermogen	51
7.6)	Overige schulden	53
7.7)	Intrinsieke waarde per aandeel	53

Toelichting bij specifieke posten in het overzicht van gerealiseerde en niet-gerealiseerde resultaten

8.1)	Gesegmenteerde opbrengsten	54
8.2)	Uitgaven en lopende kosten factor	55
8.3)	Vennootschapsbelasting	57
8.4)	Winst per aandeel	57
9)	Belangrijke contracten en gelieerde ondernemingen	58
10)	Niet in de balans opgenomen verplichtingen	59
11)	Gebruik van financiële instrumenten	59
12)	Personeel	61
13)	Bestuurders en raad van commissarissen	61
14)	Goedkeuring van de jaarrekening	61

Profiel

ActivInvestor Real Estate N.V. belegt in een beperkt aantal Europese vastgoedondernemingen die zijn geselecteerd op basis van uitvoerig onderzoek. Het beleggingsbeleid is gericht op een aantrekkelijk dividendrendement. Het thema van het fonds is actief aandeelhouderschap. Dit houdt in dat ActivInvestor Real Estate gebruik maakt van de aandeelhoudersrechten die haar door de wet of bij statuten geboden wordt en de aanbevelingen van de Nederlandse Corporate Governance Code (ook wel de code Tabaksblat) of een andere gedragscode die in een bepaald land van toepassing is, als richtlijn neemt.

Het beleggingsproces van ActivInvestor Real Estate kenmerkt zich vooral door het uitvoerige onderzoek alvorens te beleggen (desk research, gesprekken management en beleggingsanalyse) en de betrokkenheid en opstelling tijdens de beleggingsperiode. Nadat ActivInvestor Real Estate heeft belegd in een vastgoedonderneming zal zij zich opstellen als een actieve aandeelhouder. Zij zal gebruik maken van haar aandeelhoudersrechten; dialoog aangaan met het management en de onderneming blijven monitoren op behaalde resultaten versus aangekondigde prognoses en doelstellingen. Indien nodig zal ActivInvestor Real Estate het bestuur aanspreken op het toepassen en verbeteren van de Corporate Governance.

ActivInvestor Real Estate is een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal en heeft een onbepaalde looptijd. Het fonds is dagelijks verhandelbaar. ActivInvestor Real Estate opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling. Een fiscale beleggingsinstelling is voor de heffing van vennootschapsbelasting onderworpen aan een tarief van 0%, indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan.

ActivInvestor Real Estate is een initiatief van ActivInvestor Management B.V. Aan ActivInvestor Management is op 26 mei 2006 door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een vergunning verleend als beheerder als bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Voor informatie kunt u ons bereiken op het volgende adres en telefoonnummer:

ActivInvestor Real Estate N.V.

Van Leijenberghlaan 197-C, 1082 GG Amsterdam

Postbus 75322, 1070 AH Amsterdam

Telefoon 020 - 305 86 10, fax 020 - 305 86 19

info@activinvestor.com

www.activinvestor.com

Kerncijfers

(bedragen in euro's)

(in euro's)

	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>
<u>Algemeen</u>					
Intrinsieke waarde	16.001.259	16.553.698	17.884.476	21.807.414	17.867.235
Direct beleggingsresultaat	817.693	1.006.102	939.420	649.091	746.874
Gerealiseerd indirect beleggingsresultaat	-1.326.731	-1.579.708	1.240.505	-2.890.161	-3.687.013
Ongerealiseerd indirect beleggingsresultaat	1.419.904	3.012.275	-3.849.936	5.053.191	5.106.066
Opbrengst handelsdagen	1.342	16.813	2.167	8.776	63
Uitgaven	349.305	424.745	414.905	487.802	330.355
Nettowinst/(-verlies)	562.903	2.030.737	-2.082.748	2.333.096	1.835.635
<u>Waardeontwikkeling per aandeel</u>					
Intrinsieke waarde per 1 januari	544,31	531,53	643,43	615,50	602,01
Intrinsieke waarde per 31 december	512,53	544,31	531,53	643,43	615,50
<u>Dividend per aandeel</u>					
Uitgekeerd dividend in contanten	50	50	50	50	50
<u>Ratio's/additionele informatie</u>					
Rendement*	3,35%	11,81%	-9,62%	12,66%	10,55%
Lopende kosten factor	2,11%	2,14%	1,99%	1,86%	1,89%
Lopende kosten factor (genormaliseerd)**	2,11%	2,49%	1,99%	2,54%	1,89%
Portefeuille omloop factor***	97	204	228	259	218
Aantal uitstaande aandelen per 31 december	31.220	30.412	33.647	33.892	29.029
Gewogen aantal uitstaande aandelen****	30.943	31.151	33.717	30.557	28.916

* De gegeven rendementspercentages zijn inclusief dividend, na aftrek van alle kosten, maar vóór effecten van inkomstenbelasting.

** Bij de lopende kosten factor (genormaliseerd) zijn de kosten voor de prestatievergoeding meegenomen. Alleen in 2010 en 2012 is er een prestatievergoeding uitgekeerd.

*** De portefeuille omloop factor geeft aan in welke mate er mutaties hebben plaatsgevonden in de beleggingsportefeuille.

**** Het gewogen aantal uitstaande aandelen is het rekenkundige gemiddelde van het aantal uitstaande aandelen per transactiedag in 2013. In 2013 waren er 250 transactiedagen.

Verslag van de directie

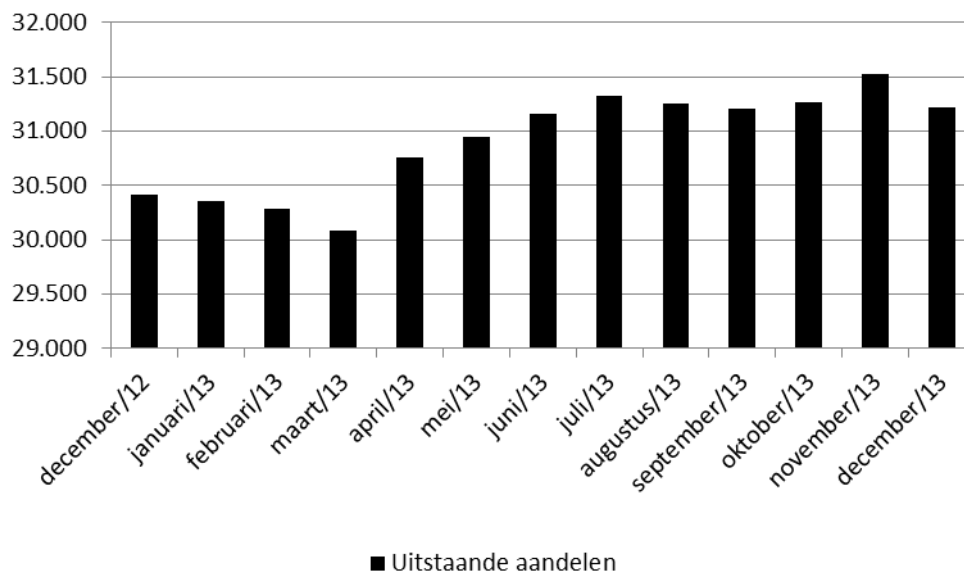
Belangrijke gebeurtenissen 2013

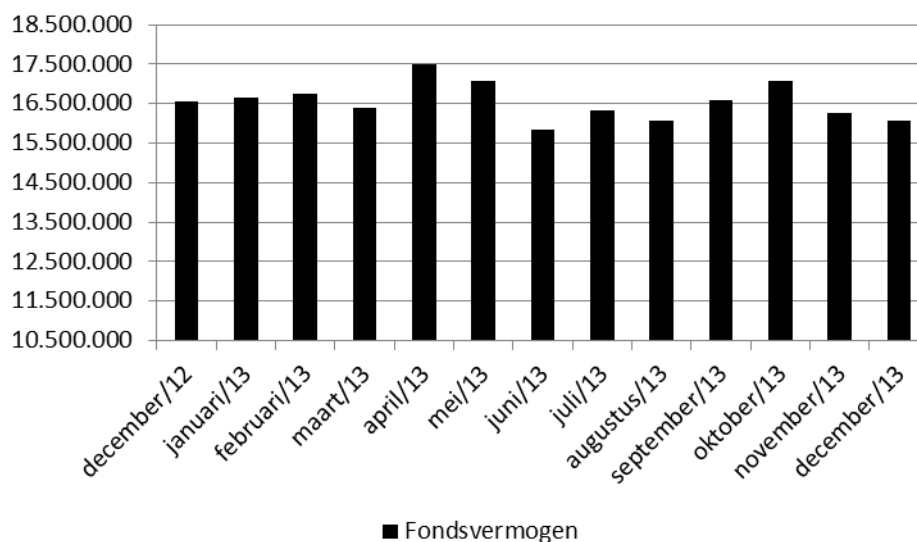
Directievoering

De directie over ActivInvestor Real Estate wordt gevoerd door ActivInvestor Management B.V. Mevrouw J.M. (Marian) Hogeslag en mevrouw J.J.M. (Anka) Reijnen voeren de directie over ActivInvestor Management B.V. Vanaf de introductie in 2005 zijn beide directieleden aandeelhouder in ActivInvestor Real Estate N.V.

Ontwikkeling aantal uitstaande aandelen en fondsvermogen

Per saldo is het aantal uitstaande aandelen in 2013 gestegen. Een aantal aandeelhouders maakte gebruik van de mogelijkheid om het dividend te herbeleggen in ActivInvestor Real Estate. Dit geeft in mei en november een positieve uitgifte. Het fondsvermogen is iets gedaald. Dit is vooral het gevolg van de hoge dividenduitkering. ActivInvestor Real Estate heeft meer dividend uitgekeerd dan zij heeft ontvangen. ActivInvestor Real Estate heeft als prioriteit de verdere groei van het fonds.





Beleggingen en resultaten

Per 31 december 2013 was € 15.366.919 belegd in vastgoedfondsen. Het directe beleggingsresultaat bedroeg € 817.693 en het indirecte beleggingsresultaat € 93.173. Over de periode 1 januari tot en met 31 december 2013 bedroeg het totaal netto rendement 3,35%.

Op 31 december 2013 bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 512,53¹

	31 december 2013
Intrinsieke waarde per aandeel ¹	€ 512,53
Aantal uitstaande aandelen	31.220
Totale intrinsieke waarde	€ 16.001.259

Op 15 november 2013 heeft de directie besloten om, met inachtneming van het bepaalde in de statuten, een interim dividend 2013 uit te keren ten bedrage van € 783.572, zijnde € 25 per aandeel. Tijdens de komende algemene vergadering van aandeelhouders zal worden voorgesteld om een bedrag ad € 25 per aandeel uit te keren aan de deelnemers, als slotdividend over 2013. Hiermee bedraagt het dividendrendement over 2013 9,2% op basis van de intrinsieke waarde per 31 december 2012.

ActivInvestor Real Estate streeft een aantrekkelijk dividend na en zal in principe tweemaal per jaar het dividend uitkeren. ActivInvestor Real Estate streeft naar een dividenuitkering van tenminste 5%.

Ook in 2013 heeft ActivInvestor Real Estate het directe beleggingsresultaat (ontvangen dividenden en rente) na kosten en het in het boekjaar indirect gerealiseerde beleggingsresultaat (gerealiseerde waardegroei) als dividend uitgekeerd.

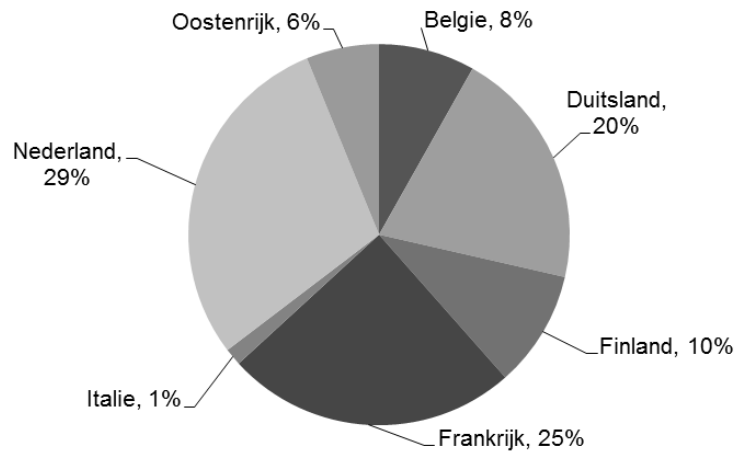
Direct beleggingsresultaat

Het grootste deel van de ontvangen dividenden zijn afkomstig van vastgoedondernemingen die een fiscaal transparante structuur kennen. Niet alle landen kennen deze structuur. Nederland, België en Frankrijk zijn vanuit dividendoogpunt daarom extra aantrekkelijk. Sinds een aantal jaren kennen ook

¹ De gegeven waarden zijn voor resultaatbestemming.

Duitsland en Italië een fiscaal transparante structuur voor vastgoedondernemingen. De invoering van deze structuur gaat veelal gepaard met een toename van het dividend.

Totaal ontvangen dividend van € 812.209 in 2013 per land



Indirect gerealiseerde beleggingsresultaat

ActivInvestor Real Estate geeft tevens de door haar in het boekjaar indirect gerealiseerde beleggingsresultaten (gerealiseerde waardegroei) door aan haar aandeelhouders in de vorm van de dividenduitkeringen.

Deze transactiewinsten worden voornamelijk behaald met de volgende soort transacties:

- aandelen die onderdeel uit maken van de kernportefeuille maar waarbij de omvang van de positie afhankelijk van de beurswaardering varieert. Bij hoge koersen wordt een stuk van de positie verkocht, bij lage koersen gekocht.
- aandelen die niet tot de kernportefeuille behoren maar waarbij ActivInvestor Real Estate, binnen een betrekkelijk korte termijn, potentieel voor transactiewinsten ziet.

In beide gevallen maakt ActivInvestor Real Estate dan gebruik van de kansen die beweeglijke markten bieden.

Het directe beleggingsresultaat tezamen met deze behaalde, korte termijn, indirect gerealiseerde transactieresultaten vormen de basis voor het dividend. Gedurende 2013 is € 1.551.670 aan dividend uitgekeerd.

Het directe beleggingsresultaat over 2013 bedraagt € 817.693. Voor het verschil zou er derhalve dekking moeten zijn middels boven omschreven transactieresultaten. Het is echter moeilijk om het indirect gerealiseerde resultaat te splitsen in de bedragen voor de lange termijn kernposities en de korte termijn transacties. De periode waarin een aandeel in bezit is geweest geeft echter wel een indicatie.

Het uitgekeerde contante dividend van ActivInvestor Real Estate (in percentage ten opzichte van de intrinsieke waarde) kan door het dividendbeleid als zeer ruim worden omschreven. ActivInvestor Real Estate biedt beleggers de mogelijkheid het contante dividend (geheel of gedeeltelijk) te herbeleggen of te opteren voor (gedeeltelijk) stock dividend.

Algemene economische ontwikkelingen

Het jaar 2013 liet zien hoe afhankelijk de financiële markten zijn van monetair beleid, lees monetaire verruiming, en hoe het beleid van het ene land een grote invloed heeft op de rest van de wereld. Een ding is zeker, er is nog lang geen sprake van een homogene wereldeconomie en elk land/regio heeft haar eigen (economische) dynamiek. De aandelenmarkten in de wereld bewogen zich in 2013 heel verschillend ondanks de gedachte dat door globalisering de aandelenmarkten steeds meer gelijk op (en neer) zouden bewegen. Een aantal ontwikkelingen hadden een grote invloed op de aandelenbeurzen en reële economie. Op het moment dat de Federal Reserve, het Amerikaanse stelsel van centrale banken (Fed), aankondigde dat zij geleidelijk het opkoopprogramma van staatsleningen en hypotheekobligaties wilde gaan afbouwen ('tapering') was de geest uit de fles. Om de Amerikaanse economie een impuls te geven is eerder besloten door de Fed om staatsobligaties en hypotheekobligaties op te gaan kopen. Medio 2013 ging het om \$ 85 miljard per maand. Door deze opkoopacties blijft de rente laag en wordt het voor bedrijven aantrekkelijker om geld te lenen en voor particulieren aantrekkelijk een huis te kopen. Nu in 2013 de Amerikaanse economie verder aantrekt (mede dankzij deze lage rente!) en de werkloosheid daalt, werd in mei door de Fed gehint op het, op termijn, afbouwen van het opkoopprogramma. De markten reageerden negatief en de rente begon gelijk te stijgen. Een stijgende rente maakt het beleggen in opkomende markten en goud minder aantrekkelijk dus daalden de financiële markten in opkomende markten hard. Maanden heerste er onduidelijkheid op de financiële markten en angst voor deze 'tapering'. In november werd aangekondigd dat wordt begonnen met het terugschroeven van het opkoopprogramma met \$ 10 miljard per maand. De beurzen reageerden positief op deze duidelijkheid. Ook werd het terugschroeven uitgelegd als positieve ontwikkeling van de Amerikaanse economie, mits het geleidelijk en beheerst gebeurt.

Ook Japan laat zien wat geld in de markt pompen kan doen. De Japanse eerste minister Shinzo Abe wil voor eens en voor altijd afrekenen met de negatieve spiraal waar Japan al geruime tijd inzit en ongelimiteerd de economie stimuleren. Dit nieuwe beleid, ook wel 'Abenomics' genoemd, lijkt te werken. De aandelenbeurs is hard gestegen (dit creëert kapitaal), de yen is gedevalueerd (belangrijk voor export) en het Japanse consumentenvertrouwen staat op een hoog niveau (werkloosheid neemt af). Na 15 jaar deflatie kent Japan weer inflatie. De meningen zijn verdeeld over de gevolgen van dit beleid op lange termijn maar op korte termijn lijkt het vruchten af te werpen. Feit blijft dat Japan weigert fundamenteel te hervormen.

In Europa is de rust enigszins weergekeerd. Het gevaar van een euro-implosie lijkt voorlopig afgewend, mede door de belofte van de Europees Centrale Bank (ECB) om in te grijpen als het nodig is. De rente op Grieks en Spaans schuld papier liep hard terug, de onrust in Cyprus was van korte duur na de miljarden noodhulp en Ierland kan zelfs weer op eigen benen staan. Er wordt hard gewerkt aan een Bankenunie en er zijn kleine economische lichtpuntjes. Het probleem blijft de geringe groeiverwachtingen en het verlies aan concurrentiekracht. Ook binnen Europa is duidelijk dat elke land haar eigen (economische) dynamiek

kent. Veel landen zijn niet bereid tot fundamenteel hervormen en blijven de verworven rechten te verdedigen. Frankrijk spant hierbij de kroon en mag terecht de markten zorgen baren. Mario Draghi, de ECB-president verlaagde de rente in november naar 0,25%, het laagste niveau ooit. Dit uit zorg voor de sterk afnemende inflatie.

Naast deze economische ontwikkelingen bleef het in veel landen ook politiek onrustig. De onrusten in Syrië spanden de kroon in 2013, maar in veel landen is een toenemende onrust zichtbaar zoals in Turkije naar aanleiding van een groot corruptieschandaal. In 2013 was het voor veel landen in het Midden-Oosten weer een verloren jaar.

Concluderend kan worden gesteld dat het jaar 2013 grote verschillen per land/regio heeft laten zien. Opkomende landen hebben het veel slechter gedaan dan voorzien, vooral door het Amerikaanse monetaire beleid. Japan kreeg een positieve impuls van het ingezette beleid van monetaire verruiming. De vraag is hoe Europa zichzelf weer op de kaart zet. Of blijven we tevreden met een kleine groei van rond de 0% - 1% en de hoge werkloosheid van 12%? Deflatie wordt als een groot risico voor Europa gezien. De meningen zijn verdeeld. Moet de overheid het monetaire beleid juist verruimen of moet er verder bezuinigd worden? Bij voorkeur door middel van structurele hervormingen. Feit is dat uitsluitend verandering vooruitgang kan brengen. En of we het nu willen of niet de veranderingen zullen steeds sneller plaatsvinden. Innovatie en ondernemerschap zijn cruciale ontwikkelingen en hier hoort geen overgefinancierde wereld bij, noch op overheids-, bedrijfs- of consumentenniveau.

Europese vastgoedmarkt

De Europese vastgoedmarkt liet in 2013 een toenemende interesse van beleggers zien. Veel met name Angelsaksische beleggers waren in de markt om voor grote kortingen leningen van banken over te nemen om zo het vastgoed in handen te krijgen. Veel panden staan 'onder water' en zijn feitelijk van de bank. De banken zijn druk doende hun balansen op te schonen en hier bieden zich kansen aan. Beleggers krijgen zo uiteindelijk de panden in handen voor aanzienlijk lagere prijzen dan een aantal jaren geleden. Vervolgens worden deze panden weer gefinancierd! De kwaliteit van de meeste van deze panden zijn gemiddeld genomen matig. Deze panden hebben te maken met relatief een hoge leegstand, achterstallig onderhoud en een niet al te goede locatie. Deze panden zijn aanzienlijk afgewaardeerd de laatste jaren en daardoor is het eigen vermogen weggevaagd. Uitsluitend met nieuwe investeringen in de gebouwen en lagere huurprijzen worden deze gebouwen weer verhuurd. Deze Angelsaksische partijen zijn vooral geïnteresseerd in landen waar het vastgoed echt in het verdoemhoekje zit. Hierbij valt te denken aan Spanje, maar ook zeker Nederland.

Naast deze beleggers is er ook een toenemende interesse voor eersteklas vastgoed. Beleggers zoeken duurzaam rendement en eersteklas vastgoed leent zich daar uitstekend voor.

Beleggers zijn in toenemende mate geïnteresseerd in kantoren. De kantorenmarkt is historisch cyclisch terwijl winkels als een veiligere belegging werden gezien. Door onder meer de opkomst van e-commerce en de trek naar de steden komen winkels op niet goede locaties steeds meer onder druk. In Nederland ligt het aantal faillissementen onder winkeliers op het hoogste niveau ooit en de leegstand zien wij dagelijks toenemen. Professionele beleggers hebben uitsluitend nog belangstelling voor de beste winkelcentra en winkels op de belangrijkste winkelstraten.

Kantoren

De kantorenmarkt in Europa kenmerkt zich door een tweedeling. Een aantal steden met huurgroei voor de beste panden en andere steden die nog steeds te maken hebben met druk op de huren, zoals veel steden in Nederland en Brussel. Gemiddeld genomen is de leegstand de afgelopen jaren niet echt toegenomen. Door de crisis worden weinig kantoren gebouwd vooral omdat er ook geen vraag is door de economische crisis. Daarnaast beïnvloedt het nieuwe werken de benodigde aantal m² voor een onderneming. Vooral tweede- en derderangskantoren hebben zwaar te lijden. Als zo'n gebouw op een goede locatie staat kan herontwikkeling een optie zijn. Zo wordt een aantal gebouwen in Amsterdam geconverteerd naar hotels en studentenwoningen. Ook in Brussel worden gebouwen omgezet naar residentieel vastgoed. Maar dit laat onverlet de vele lege m² op plekken waar niemand meer wil werken. Bij een economische groei hoger dan 1,5% worden er weer banen gecreëerd, maar de vraag is wanneer er weer sprake is van dit soort minimale groeiniveaus. Juist in landen die dit nodig hebben, zoals Nederland, zijn de vooruitzichten nog niet gelijk heel positief. Gezien het grote aanbod is het ook moeilijk om de benodigde huurniveaus te behalen om een forse investering te rechtvaardigen. Daarnaast speelt de hele verduurzamingsdiscussie. Toch is er toenemende belangstelling voor kantoren. Naar eersteklas kantoren is relatief veel vraag en worden hoge prijzen geboden. Vooral op de beste locaties in de hoofdsteden, zoals Londen en Parijs, is veel belangstelling voor dit soort kantoren. Maar er is ook een toenemende interesse voor tweedeklas kantoren. Gezien de lage rente zijn beleggers weer op zoek naar rendement. Aangezien het lijkt dat het ergste achter de rug is in Europa, kan het alleen maar beter worden is misschien wel de gedachte. ActivInvestor Real Estate gelooft in goede kantoren in sterke economische steden waar duurzame huurgroei met ten minste inflatie mogelijk is.

Winkels

Het beleggen in winkels werd jarenlang aantrekkelijker gevonden dan het beleggen in kantoren. Maar hier is de laatste jaren verandering in gekomen. Er zijn veel meer m² gebouwd dan de bevolkingsgroei en economische groei toelaat. Gedeeltelijk is dit te verklaren door de ontwikkeling van Centraal- en Oost-Europa. Deze regio had geen echte winkelmarkt dus werd het één na het andere winkelcentrum uit de grond gestapt. Maar in West-Europa is veel meer gebouwd dan economisch te rechtvaardigen is. En het beleggen in winkels is kapitaalintensief geworden. Consumenten verwachten steeds meer, dus moet er steeds meer geïnvesteerd worden om winkelgebieden en winkelcentra aantrekkelijk te houden. Winkels op tweederangs winkelstraten en winkels/winkelcentra in de kleinere steden en dorpen krijgen het steeds moeilijker. Veelal zijn de gebouwen erg verouderd en de leegstand neemt toe. Maar zelfs top winkelcentra, waar Nederland er niet zoveel van heeft, hebben de nodige uitdagingen. E-commerce neemt toe en het is nog steeds niet duidelijk wat de lange termijn effecten zijn voor de fysieke winkels. De meningen zijn verdeeld maar zeker is dat het een invloed gaat krijgen. Worden winkels steeds meer een showroom? Worden huren niet gerelateerd aan omzet maar gezien als een marketinguitgave? En hoe houden we in vredesnaam die mondige, onrustige consument langer in het winkelcentrum en hoe blijft zij terugkomen? Lasershows, mega bioscopen, restaurants, alles wordt in stelling gebracht om een sociale ontmoetingsplaats te zijn en te blijven. ActivInvestor Real Estate blijft vertrouwen houden dat winkels op de beste winkelstraten en grote winkelcentra het relatief goed zullen blijven doen. Ook zal het kleine

buurtcentrum met een hoge verkoop per m², dat uitsluitend eerste levensbehoeften biedt, haar klanten blijven bedienen en het winnen op service en klantvriendelijkheid.

Logistiek

ActivInvestor Real Estate is altijd enthousiast over de logistieke sector. Jarenlang is dit het ondergeschoven kindje geweest, maar hedendaags logistiek is state-of-the-art. Weliswaar heeft logistiek ook te lijden onder een slechte economie. Maar logistieke centra op belangrijke plaatsen geeft men niet zo snel op als huurder. Daarbij is het hele logistieke proces voor bedrijven een kostenpost waar veel geld bespaard kan worden als dit efficiënt gebeurt. Veel logistieke gebouwen worden daarbij op de gebruiker toegesneden. Denk bijvoorbeeld aan het nieuwe logistieke centrum van Wehkamp in Zwolle dat wordt gebouwd. Daar loopt men niet zomaar weg als huurder. Er wordt daar veel meer geïnvesteerd in de logistiek (IT) in het gebouw dan de kosten om het centrum zelf te bouwen. Voor het risico dat gelopen wordt als belegger in goede logistieke centra krijgt men een heel mooi rendement naar de mening van ActivInvestor Real Estate.

Er zijn slechts een paar logistieke vastgoedondernemingen genoteerd op de Europese beurzen wat de toegang tot deze categorie vastgoed helaas beperkt.

Woningen

In een groot aantal Europese landen zijn de waardes van de woningen verder gedaald. Natuurlijk in de zuidelijke landen maar ook in Nederland. Elk land en dan weer elke stad kent zijn eigen woningdynamiek en daarom is het niet gemakkelijk om een algemeen verhaal over de Europese woningmarkt te schrijven. Toch zijn er wel een aantal trends waar te nemen. Er is een duidelijke trek naar de stad. Dit geldt voor heel Europa. Prijzen in een aantal steden, zoals Londen en Parijs, zijn ongekend hoog maar daarentegen in andere steden, zoals Amsterdam, heel betaalbaar vanuit Europees perspectief. Wel zijn veel huizen buiten de economische gebieden nog steeds (veel) te duur. Dit geldt vooral voor Nederland. Lange tijd betaalde men praktisch even veel per m² in een dorp in het Oosten als in de Randstad. Als men een uur rijdt vanaf Parijs kan men voor minder dan € 100.000 een vrijstaand huis met veel grond kopen. Er is geen reden waarom dit in Nederland anders zou zijn. Weliswaar is Nederland een klein land, maar circa 85% is onbebouwd en dit is een bewuste (politieke) keuze. Daarnaast is de bevolking in Europa aan het vergrijzen. Dit vraagt een ander type woning. Al blijft het maar de vraag hoe sterk de bevolking zal krimpen in Europa in de toekomst. Duitsland staat hoog op de lijst qua vergrijzing maar kent thans een sterke migratie die veel hoger is dan verwacht. Wel zijn dit allemaal mensen die een baan willen en dus in de steden terecht komen. Misschien is nog wel het grootste probleem voor de woningmarkt de invloed van de politiek. Regulering van het aanbod, starters- en seniorenwoningen en subsidies (hypotheekrenteaftrek of huursubsidies) zijn hier voorbeelden van. En dit is niet alleen in Nederland het geval. De meeste markten worden verstoord door regulering. Behalve in Duitsland zijn er niet veel beursgenoteerde woningondernemingen. Voor de markten die ActivInvestor Real Estate als interessant ziet op dit moment, bijvoorbeeld Amsterdam, is er geen investeringsmogelijkheid. De beursgenoteerde woningondernemingen worden uiteindelijk gezien als een belegging met een laag risico en een laag rendement.

Ontwikkelingen beleggingsmarkt

In 2013 is naar schatting circa € 135 miljard in commercieel vastgoed geïnvesteerd in Europa. Dit is een belangrijke stijging ten opzichte van 2012 (circa € 110 miljard), zo berekende Jones Lang LaSalle. Het hoogste niveau sinds 2007. Dit geeft aan dat er weer meer belangstelling is voor vastgoed. In die zin kan het jaar 2013 worden gezien als een belangrijk overgangsjaar. Een belangrijke stijging in het investeringsvolume vond plaats in Engeland (lees: Londen) en Duitsland. Maar er was ook een toenemende belangstelling voor de kleinere Europese markten en bijvoorbeeld Spanje, waar de eerste transacties weer werden gesloten. Prijzen voor eersteklas vastgoed stegen verder en er is een toenemende interesse naar secundair vastgoed. Ook in Nederland vonden weer transacties plaats nadat de markt jaren op slot heeft gezeten. Dit gaf een belangrijke positieve impuls.

Europese vastgoedondernemingen

Beursgenoteerde vastgoedondernemingen

Beursgenoteerde Europese vastgoedondernemingen hebben in 2013 gemiddeld genomen een redelijk tot goed jaar gehad. Deze koersen zijn vastgelegd in de indexen voor beursgenoteerde vastgoedaandelen zoals de EPRA Europe Total Return index en de EPRA Euro Zone Total Return index. De EPRA Europe Total Return index (11,2%) heeft het in 2013 wel aanzienlijk beter gedaan dan de EPRA Euro Zone Total Return index (6,5%). Dit was vooral te danken aan de sterk gestegen koersen van vastgoedondernemingen in Engeland. Maar 2013 was vooral het jaar van de aandelen. Zo steeg de AEX 17,2%. Beleggers liepen vooruit op een aantrekkende economische groeiverwachting. Maar zowel bij de gewone aandelen als bij de vastgoedondernemingen waren er grote verschillen waar te nemen, per land en per onderneming. Zo was Wereldhave koploper (plus 18,8%) en NSI weer een grote verliezer (min 25%). Ook waren de aandelenmarkten in 2013 weer beweeglijk. Begin 2013 kabbelden de koersen een beetje zijdelings om in mei aanzienlijk te stijgen. Na het nieuws van mogelijke 'tapering' zakten alle aandelenkoersen om met horten en stoten weer de weg omhoog te vinden met een versnelling na het nieuws in november dat 'tapering' in eerste instantie beperkt zal blijven tot \$ 10 miljard per maand. De aandelenbeurzen profiteerden de tweede helft van het jaar aanzienlijk meer van de verbeterde economische vooruitzichten dan de vastgoedaandelen. Vastgoedaandelen lieten het hoogste punt in de eerste helft van 2013 zien. De AEX sloot op het hoogste niveau van het jaar.

ActivInvestor Real Estate heeft op haar beursgenoteerde posities een rendement behaald van 6,6%. ActivInvestor Real Estate heeft uitsluitend in Euro gedenomineerde vastgoedaandelen belegd. Gezien de onzekerheden in de financiële markten bewegen valuta's ten opzichte van de euro. Engelse vastgoedondernemingen zijn duur te noemen en ook het Engelse pond is in waarde gestegen ten opzichte van de euro. Aangezien veel kapitaal naar de Londense markt vloeit heeft dit toch weer een positief resultaat gebracht ten opzichte van de continentale vastgoedondernemingen.

De betere vastgoedondernemingen zijn naar de mening van ActivInvestor Real Estate fair geprijsd. Voor sommige vastgoedondernemingen wordt een forse premie ten opzichte van de intrinsieke waarde betaald. Andere vastgoedondernemingen noteren naar de mening van ActivInvestor Real Estate nog met een te grote discount. Veel van deze vastgoedondernemingen zijn behoudend gefinancierd, zijn actief met de portefeuille bezig en keren aantrekkelijke dividenden uit. Ook zijn de kleinere

vastgoedondernemingen relatief achtergebleven. Veel beleggers zijn voor optimale liquiditeit gegaan. Een aantal van deze spelers zal naar de verwachting van ActivInvestor Real Estate een beter resultaat laten zien in 2014 dan de grotere liquide vastgoedondernemingen die al met een premie noteren. 2014 wordt het jaar van de goede vastgoedondernemingen kiezen ('stock picking').

ActivInvestor Real Estate blijft van mening dat beursgenoteerde vastgoedondernemingen een aantrekkelijke beleggingscategorie is. Een groot voordeel van beursgenoteerde vastgoedondernemingen is dat ze toegang hebben tot de kapitaalmarkt en ze liquiditeit bieden aan hun beleggers. Ook hebben ze de betere stenen en management. Daarnaast is de informatievoorziening beter als ook de corporate governance. De pijn zit vooral bij niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen, CV's en maatschappen. Deze partijen hebben geen toegang tot de kapitaalmarkt en dus nieuw kapitaal. Veelal beleggen ze in tweedeklas vastgoed en zijn ze hoog gefinancierd. De aankomende jaren blijft de verwachting dat zich vooral hier de verliezers bevinden. De beursgenoteerde vastgoedondernemingen kunnen hier juist van profiteren. Aan de andere kant is de verwachting dat de koersen van beursgenoteerde vastgoedondernemingen beweeglijk zullen blijven. Aan de waan van de dag kunnen zij zich niet onttrekken en gezien de afhankelijkheid van vreemd vermogen bewegen zij mee met de ontwikkelingen op de financiële markten. Het verder verlagen van de schuldgraad zal beursgenoteerde vastgoedondernemingen een lagere correlatie (samenhang) met gewone aandelen geven.

Niet-beursgenoteerde vastgoedondernemingen

ActivInvestor Real Estate kan ook beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedondernemingen. ActivInvestor Real Estate heeft haar enige belegging in een niet-beursgenoteerde vastgoedonderneming, het Endurance Commercial Fund in 2013 verkocht. ActivInvestor Real Estate zal in de nabije toekomst geen positie meer nemen in niet-beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Het open-end karakter van ActivInvestor Real Estate in samenspel met de huidige omvang leent zich daar niet voor.

Beleggingsbeleid en doelstelling

Algemeen

ActivInvestor Real Estate belegt in een beperkt aantal Europese vastgoedondernemingen. Het beleggingsbeleid is gericht op een aantrekkelijk dividendrendement. Een stabiel en duurzaam dividend uit haar beleggingen is voor ActivInvestor Real Estate belangrijk. ActivInvestor Real Estate gaat dan ook voor de slogan: de zekerheid van dividend.

Hieronder is een overzicht opgenomen met de dividendbetalingen vanaf 2009.

Dividend informatie			
Uitgekeerd dividend (€)			
Jaar	koers 1 jan	dividend	in %
2009	602,01	50,00	8,31%
2010	615,50	50,00	8,12%
2011	643,43	50,00	7,77%
2012	531,51	50,00	9,41%
2013	544,31	50,00	9,19%
Totaal uitbetaald:		250,00	

ActivInvestor Real Estate staat voor actief aandeelhouderschap. Het beleggingsproces van de vennootschap kenmerkt zich met name door de mate van onderzoek alvorens te beleggen en de betrokkenheid/opstelling tijdens de beleggingsperiode. ActivInvestor Real Estate is onafhankelijk en niet gelieerd aan een financiële instelling en kan zo optimaal de belangen van haar beleggers behartigen.

ActivInvestor Real Estate heeft een langere termijn beleggingshorizon met als doel een optimaal totaal rendement op haar beleggingen te kunnen behalen. De beleggingsdoelstelling van ActivInvestor Real Estate is het op langere termijn behalen van een jaarlijks gemiddeld totaal beleggingsrendement voor haar deelnemers van 6% - 7%, waarbij ten minste 5% als dividend wordt uitgekeerd.

ActivInvestor Real Estate kan beleggen in vastgoedondernemingen waar reeds andere beleggingsfondsen beheerd door ActivInvestor Management een belang in hebben genomen of zullen nemen.

Beleggingsbeleid in meer detail

ActivInvestor Real Estate is een actieve belegger. Dit houdt onder meer in dat geen bepaalde index wordt gevolgd (de zogenoemde index-trackers). ActivInvestor Real Estate is daarentegen zeer selectief, wat zich vertaalt in een 15- tot 20-tal kernbeleggingen.

Om tot een selectie te kunnen komen zijn een aantal uitgangspunten geformuleerd en worden een aantal strategieën uitgevoerd.

De belangrijkste uitgangspunten voor de selectie van vastgoedondernemingen zijn de volgende.

- Een heldere strategie en doelstellingen. De laatste jaren hebben nogmaals laten zien dat vastgoedondernemingen met een heldere strategie en doelstellingen betere resultaten laten zien dan vastgoedondernemingen met een minder duidelijke strategie. Het alles willen doen komt de resultaten veelal niet ten goede. Vastgoedondernemingen met een duidelijke focus hebben de afgelopen vijf jaar de beste resultaten laten zien.
- Kwaliteit management. ActivInvestor Real Estate belegt niet direct in stenen maar indirect. Hierdoor is de kwaliteit van het management zeer belangrijk. Stenen kunnen zichzelf niet verhuren en onderhouden! Goed management maakt het verschil. Zeker de vastgoedwereld kent gelukzoekers die snel rijk willen worden. Het is dan ook zaak om te beleggen in vastgoedondernemingen met een goed management. Een management met een bewezen staat van dienst en die een eenduidige koers blijft varen en hun oren niet teveel laten hangen naar bijvoorbeeld de financiële wereld. Ook hier heeft de kredietcrisis het kaf van het koren gescheiden.
- Corporate Governance. Volgens ActivInvestor Real Estate zijn de vier principes van goed ondernemingsbestuur: redelijkheid, transparantie, het afleggen van rekenschap en verantwoordelijkheid. ActivInvestor Real Estate is van mening dat zij de belangen van haar beleggers dient te vertegenwoordigen. Daarom wordt gebruik gemaakt van de aandeelhoudersrechten die ActivInvestor Real Estate door de wet of bij de statuten van een vastgoedonderneming geboden wordt. ActivInvestor Real Estate zal dan ook gebruik maken van haar stemrecht en indien zij dat

nodig acht een dialoog aangaan met het management. Monitoring tijdens de beleggingsperiode ziet ActivInvestor Real Estate als één van haar belangrijkste taken.

- Duurzaamheid. ActivInvestor Real Estate is van mening dat duurzaamheid in vastgoed leidt tot hogere kwalitatieve en kwantitatieve rendementen voor de betrokkenen. Vastgoed is 's werelds grootste vervuiler, zo is het onder meer verantwoordelijk voor 40% van de wereldwijde uitstoot van broeikasgassen en 55% van de houtconsumptie. Vastgoedondernemingen, met name de beursgenoteerde spelers, nemen steeds meer hun verantwoording om efficiënter gebruik te maken van energie en natuurlijke hulpbronnen. Duurzame gebouwen kennen lagere operationele kosten, hogere huren en stabielere vastgoedwaarden. ActivInvestor Real Estate heeft duurzaamheid als één van de kernpunten in haar fundamentele analyse opgenomen.
- Transparante financieringsstructuur. ActivInvestor Real Estate belegt voornamelijk in vastgoedondernemingen met een gematigde financiering. Daarnaast is het van belang dat de financieringsstructuur evenwichtig is en de risico's duidelijk zijn weergegeven. Hierbij valt te denken aan gemaakte afspraken met de banken ('bankconvenanten') zoals de financiering als percentage van de waarde ('loan-to-value') en hoe vaak de rente minimaal betaald moet kunnen worden uit de huurstromen ('Interest Coverage Ratio').

Beleggingsstrategieën

- Kernportefeuille

De kernportefeuille wordt samengesteld uit een 15- tot 20-tal vastgoedondernemingen. De beleggingshorizon is minimaal drie jaar. In de kernportefeuille wordt onderscheid gemaakt tussen vier soorten beleggingen:

1. Liquide vastgoedondernemingen met een goed dividendrendement. Dit zijn veelal vastgoedondernemingen met een duidelijke strategie, een gematigde financieringsgraad en in principe belegend in uitsluitend beleggingspanden die een goede kasstroom opleveren. De liquiditeit van de vastgoedondernemingen is belangrijk om in de dagelijkse verhandelbaarheid van ActivInvestor Real Estate te kunnen voorzien. Daarnaast bieden deze vastgoedondernemingen ActivInvestor Real Estate de mogelijkheid in te spelen op de beweeglijkheid van de markt.

Voorbeelden van deze categorie vastgoedondernemingen zijn Deutsche EuroShop, Eurocommercial Properties en Alstria Office REIT. Het grootste gedeelte van de portefeuille is samengesteld met liquide vastgoedondernemingen met een goed dividendrendement.

2. Minder liquide vastgoedondernemingen met een goed dividendrendement. Dit betreffen veelal wat kleinere vastgoedondernemingen met een duidelijke strategie en waarvan het aandelenkapitaal voor het grootste gedeelte in handen is van een aantal instituten. De financieringsgraad is laag tot gematigd. Het management heeft een lange staat van dienst en geniet een uitstekende reputatie in de markt. Het betreft eigenlijk een 'club deal'. Een mooi voorbeeld hiervan is een aantal van de Franse beleggingen. Om fiscale redenen was een aantal jaren geleden een beursnotering nodig om een fiscaal transparante structuur te kunnen krijgen. Daarom zijn veel vastgoedondernemingen naar de beurs gegaan met een beperkt aantal aandeelhouders. Altea Cogidem is hiervan een goed voorbeeld.

3. Vastgoedondernemingen met een materiële discount ten opzichte van de intrinsieke waarde en waar ActivInvestor Real Estate van mening is dat de discount onterecht is en er binnen een drietal jaren uit zal lopen. Er moeten wel aantoonbare redenen zijn voor de discount en zeker het vooruitzicht dat de discount wordt ingelopen. Voorbeelden hiervan zijn VastNed Retail en Atrium European Real Estate.
 4. (Converteerbare) obligaties en andere speciale financiële producten met een aandelencomponent. Vastgoedondernemingen geven steeds vaker ook (converteerbare) obligaties uit. Voor ActivInvestor Real Estate kan dit interessant zijn als de (rente)vergoeding aantrekkelijk is. Hiermee verlaagt ActivInvestor Real Estate het risico en de beweeglijkheid van haar portefeuille. De producten zijn beursgenoteerd maar kennen veelal weinig liquiditeit.
- Gebeurtenis gedreven ('event driven') beleggingen
Eén van de voordelen van het vrije beleggingsbeleid van ActivInvestor Real Estate is dat zij (snel) kan inspelen op gebeurtenissen in de markt. Dit kan bijvoorbeeld een plaatsing van aandelen zijn. In 2013 hebben meerdere aandelenplaatsingen plaatsgevonden. Deze vinden plaats met een discount ten opzichte van de laatste beurskoers en zijn veelal uitsluitend toegankelijk voor professionele beleggers. Ook kan een verwachte wijziging in bijvoorbeeld de aandeelhouderstructuur, fiscale structuur, opname in een index of dividendbeleid een reden zijn om een positie te verwerven. ActivInvestor Real Estate neemt uitsluitend gebeurtenis gedreven posities indien zij de vastgoedonderneming goed kent en bereid is de posities ook voor langere termijn aan te houden.

ActivInvestor Real Estate geeft beleggers de mogelijkheid om indirect te beleggen in een goed gespreide Europese vastgoedportefeuille, zowel geografisch als over de verschillende categorieën. Liquiditeit is verzekerd door de dagelijkse verhandelbaarheid.

Binnen de beleggingsportefeuille wordt continu gekeken naar het risicoprofiel in samenhang met (macro-) economische ontwikkelingen. Sentimenten op de beurs, die de afgelopen jaren voor een grote beweeglijkheid hebben gezorgd, hebben een directe invloed op ActivInvestor Real Estate. Echter een belegger met een lange termijn visie, en die dus fundamentele keuzes maakt, kan niet met deze sentimenten meegaan. ActivInvestor Real Estate probeert wel gebruik te maken van de sentimenten door bij te kopen als de beurs (hard) naar beneden gaat en te verkopen als de beurs (hard) omhoog gaat en hiervoor geen directe fundamentele aanleiding is.

Bij elke vastgoedonderneming gaat het uiteindelijk om de stenen. ActivInvestor Real Estate bezoekt dan ook veel vastgoedondernemingen en bekijkt een deel van het vastgoed. Naast het bekijken van vastgoed vinden gesprekken plaats met het management van de vastgoedondernemingen, makelaars en andere partijen die actief zijn in de vastgoedmarkt. Onder meer aan de hand hiervan worden de beleggingen geselecteerd.

Beleggingsportefeuille

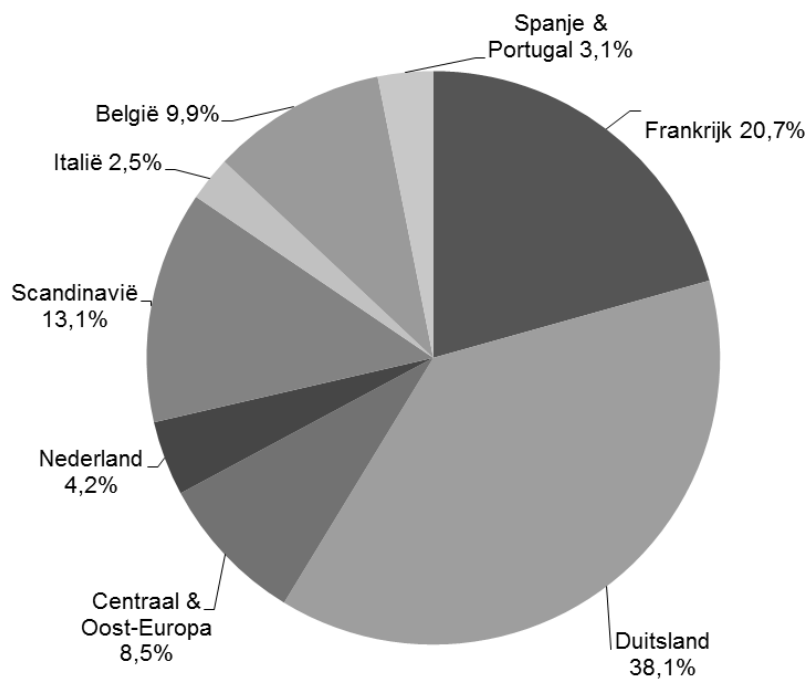
Het behaalde totaalrendement over 2013 van 3,35% is negatief beïnvloed door de verkoop van het Endurance Commercial Fund, de enige niet-beursgenoteerde vastgoedonderneming in portefeuille, waarvan ActivInvestor Real Estate op korte en (middel)lange termijn geen positieve resultaten voorzag. Op de beursgenoteerde posities is een totaalrendement behaald van 6,6%. ActivInvestor Real Estate is van mening met de huidige portefeuille een goede basis te hebben voor positieve resultaten op de middellange termijn.

Geografische en categoriale verdeling per 31 december 2013

Hieronder is een overzicht gegeven van de geografische en categoriale verdeling van de beleggingsportefeuille per 31 december 2013. Deze verdeling is gebaseerd op de portefeuilles van de onderliggende vastgoedondernemingen.

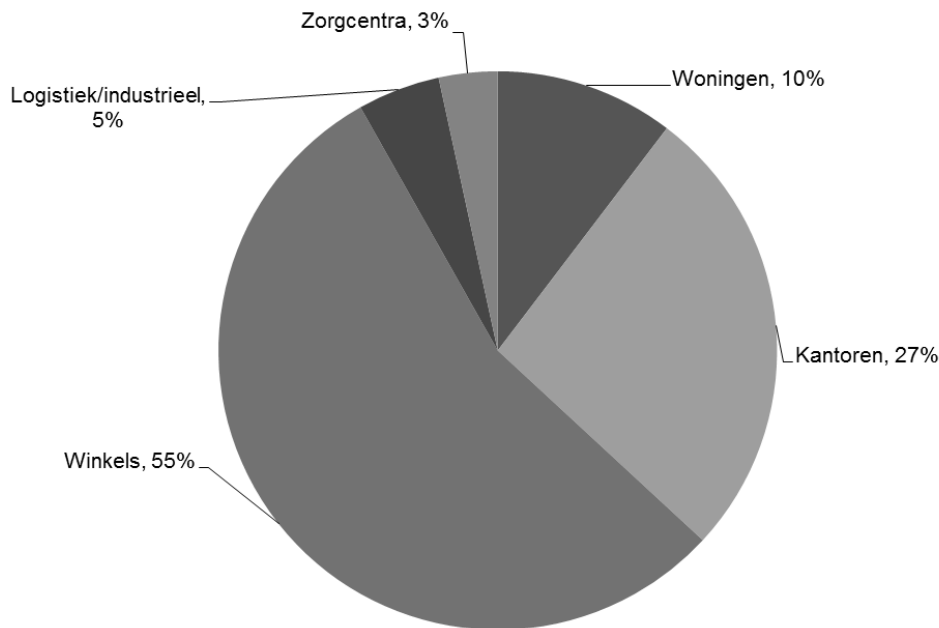
Geografische verdeling beleggingsportefeuille per 31 december 2013

Totaal beleggingen in aandelen € 15.366.919 (ex liquide middelen)



Categoriale verdeling beleggingsportefeuille per 31 december 2013

Totaal beleggingen in aandelen € 15.366.919 (ex liquide middelen)



Kernportefeuille 2013

Hieronder is per belegging in de portefeuille een overzicht gegeven over de gebeurtenissen gedurende het jaar 2013.

Alstria Office Office REIT

Alstria Office REIT		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	9,25	- Duitse fiscaal transparante vastgoedonderneming - Focus op kantoren - Sterke marktpositie in Hamburg met add-value strategie - Ervaren, hands-on management - Lange termijn huurcontracten
Koers ultimo 2013 (euro)	9,15	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	10,48	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,50	
Totaal rendement per aandeel 2013**	4,3%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	105.787	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Alstria Office REIT (Alstria) is een Duitse vastgoedonderneming die zich focust op de kantorenmarkt. De portefeuille is circa € 1,6 miljard groot (79 panden). Een groot gedeelte van de portefeuille bevindt zich in Hamburg (44% van de portefeuille). Hamburg is een stad met een gedifferentieerd sterk economisch profiel. De onderneming koopt in Hamburg vooral gebouwen die moeten worden herontwikkeld en waaraan zodoende waarde kan worden toegevoegd: de zogenoemde “add-value” strategie. Gebouwen worden herontwikkeld, er wordt een huurder gezocht en vervolgens wordt het gebouw verkocht. Een geslaagd voorbeeld van deze strategie is een kantoorpand dat Alstria in 2012 aankocht voor een bedrag van € 5,5 miljoen en deze, na € 0,9 miljoen geïnvesteerd te hebben en een grote huurder te hebben aangetrokken, in 2013 weer doorverkocht voor € 10,3 miljoen. Het management van Alstria heeft aangegeven de portefeuille verder uit te willen bouwen in een aantal steden in Duitsland zoals München en Düsseldorf, om op deze manier grotere schaalvoordelen te realiseren in deze kernregio's. Per stad wil

Alstria een portefeuille van rond de € 400 - € 500 miljoen opbouwen. Op dit moment is dit uitsluitend in Hamburg het geval. In 2013 heeft ActivInvestor Real Estate meerdere gesprekken gevoerd met de CEO en CFO. Ook is een bezoek gebracht aan Hamburg en een herontwikkeling bekeken. In 2013 heeft ActivInvestor Real Estate haar positie in Alstria uitgebreid op zwakke beursdagen. De kwaliteit van het management, de discount ten opzichte van de intrinsieke waarde en het lagere risicoprofiel door verdere verlaging van de schuldgraad (51%) zijn onder andere redenen hiervoor.

Altarea Cogedim

Altarea Cogedim		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	117,00	- Franse fiscaal transparante vastgoedonderneming
Koers ultimo 2013 (euro)	128,00	- Met name beleggingen in winkelcentra en ontwikkeling
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	137,90	van high-end woningen in Parijs
Dividend per aandeel 2013 (euro)	10,00	- Vernieuwende visie op relatie e-commerce en vastgoed
Totaal rendement per aandeel 2013**	17,9%	- Stabiele lange termijn aandeelhouders
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	5.601	- CEO ook grootaandeelhouder
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Altarea Cogedim (Altarea) is een Franse vastgoedonderneming actief op drie gebieden, in winkelcentra (ontwikkeling voor eigen belegging), in de ontwikkeling van high-end woningen en de ontwikkeling van exclusieve kantoren in Parijs. De kantoren- en woningportefeuille bevinden zich volledig in Frankrijk. De winkelportefeuille bestaat voor het grootste deel uit winkelcentra in Frankrijk (ruim € 2,3 miljard) maar ook een klein gedeelte in Italië en Spanje (samen circa € 450 miljoen). Altarea heeft jarenlange ervaring in de ontwikkeling, in acquisities en in het beheren van vastgoed. De afgelopen drie jaar heeft Altarea een enorme stap gemaakt in het vergroten van de duurzaamheid van het bedrijf. In 2009 hoorde het nog bij de minst duurzame vastgoedondernemingen maar is nu opgeschoven naar de top drie van duurzaamste vastgoedondernemingen in Frankrijk en heeft het tot speerpunt gemaakt in haar beleid. Ook is de onderneming erg actief in e-commerce met 'Rue Du Commerce', één van de vijf grootste internet retailers van Frankrijk. Altarea heeft een zeer aantrekkelijk dividendrendement welke elk jaar toeneemt. De kwaliteit van het management kan daarbij als bovengemiddeld aangemerkt worden. Met bijna 50% van de aandelen in de onderneming heeft de CEO, die tevens ook de oprichter is, een groot belang bij goede prestaties van de onderneming. Daarnaast kent de onderneming een kern van lange termijn professionele aandeelhouders. ActivInvestor Real Estate vindt Altarea een aantrekkelijke onderneming, zowel qua strategie, kwaliteit management en het dividendrendement. ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 op een hoge koers (€ 137,00) een gedeelte verkocht en op een lagere koers weer bijgekocht (€ 107,41). Verder heeft ActivInvestor Real Estate een bezoek gebracht aan Parijs en verschillende winkelcentra bezocht. Vooral het in aanbouw zijnde winkelcentrum Quartz is interessant. Alle restaurants krijgen toegang tot een buitenterras en er zal volop geëxperimenteerd worden met e-commerce in het winkelcentrum. Hoe fysiek winkelen met e-commerce te combineren? Na opening zal Quartz zeker bezocht worden om te kijken hoe dit in de praktijk uitwerkt.

Argo European Real Estate Opportunities Fund

Argo European Real Estate Opportunities Fund		
Koers ultimo 2012 (euro)	0,05	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	0,02	- Vastgoedonderneming met focus op winkelcentra
Netto intrinsieke waarde per aandeel*	0,09	- Actief in Roemenië, Oekraïne en Moldavië
Dividend per aandeel 2013 (euro)	-	
Totaal rendement per aandeel 2013**	-60,0%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	5.980.808	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Argo Real Estate Opportunities Fund (Argo) heeft winkelcentra in Oost-Europa en focust zich met name op Oekraïne, Roemenië en Moldavië. In 2013 is de koers van het aandeel gedaald van € 0,05 naar € 0,02, bij het ontbreken van omzetten in het aandeel. ActivInvestor Real Estate verwacht niet dat de onderneming op korte termijn dividend kan uitkeren of dat de koers gaat stijgen. Het aandeel past niet meer binnen de huidige portefeuille en staat al enige jaren op de verkooplijst op het moment dat de liquiditeit van het aandeel het toelaat. In 2013 is er geen enkele mogelijkheid geweest de positie in Argo te verkopen. Wel zijn meerdere telefoongesprekken gevoerd met de directie. De situatie is uitermate moeilijk maar verwacht wordt dat het niet veel slechter kan. Gezien de koers per aandeel lijkt dit een aannemelijk uitgangspunt. Het enige positieve nieuws is dat een winkelcentrum in Odessa het tot op heden boven verwachting doet. In 2014 zal wederom geprobeerd worden de positie te verkopen.

Atrium European Real Estate

Atrium European Real Estate		
Koers ultimo 2012 (euro)	4,50	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	4,20	- Vastgoedonderneming met focus op winkelcentra
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	6,54	- Actief in Centraal- en Oost-Europa
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,21	met name Polen, Tsjechië, Slowakije en Rusland
Totaal rendement per aandeel 2013**	-2,0%	- Supermarkt/hypermarché als hoofdhuurder in winkelcentrum
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	245.687	- Financieel sterk, weinig schuld
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Atrium European Real Estate (Atrium) is, naar de mening van ActivInvestor Real Estate, de sterkste vastgoedonderneming voor wie wil beleggen in winkelcentra in Centraal- en Oost-Europa. De portefeuille is circa € 2,4 miljard groot. De meeste winkelcentra hebben een sterke supermarktketen/hypermarché als huurder zodat mensen voor hun dagelijkse boodschappen naar het winkelcentrum komen. De winkelcentra zijn vooral gelegen in Polen, Tsjechië, Slowakije en Rusland. Daarnaast bezit Atrium grondposities (waarde circa € 0,6 miljard) voor toekomstige ontwikkelingen. De onderneming heeft ook in het afgelopen jaar verder gewerkt aan de operationele verbeteringen. De netto huurinkomsten stegen in 2013 verder bij een stabiele bezettingsgraad. Wel ondervond de onderneming negatieve valuta effecten. Valuta effecten zijn relatief beperkt omdat 87% van de huurcontracten zijn gedenomineerd in euro's. Atrium kent een hele lage financieringsgraad en mogelijk is dat de verklaring waarom de koers van het aandeel relatief achterblijft. Beleggers zijn weer op zoek naar rendement en Atrium kent een financieringsgraad van een kleine 20%. Atrium hecht eraan niet teveel risico te nemen en de financieringsgraad laag te houden. Deze lage schuldgraad geeft het management wel de mogelijkheid om acquisities te doen of winkelcentra te (her)ontwikkelen in een markt met aantrekkelijke aanvangsrendementen. In 2013 is één winkelcentrum aangekocht in Polen, de Galeria Dominikanska

Shopping Centre in Wroclaw voor € 152 miljoen. Door goede operationele resultaten en uitbreiding van de vastgoedportefeuille, verwacht ActivInvestor Real Estate een verdere stijging van de koers en dividenduitkering de aankomende jaren. Thans wordt al een dividend van circa 5% op de huidige aandelenkoers uitgekeerd. In 2009 is het nieuwe dividendbeleid ingezet en sinds die tijd neemt het dividend elk jaar toe. In 2013 heeft Atrium haar eerste ongezeekerde obligatie met groot succes uitgegeven, € 350 miljoen (met een looptijd tot 2020) tegen een jaarlijkse rente van 4%. ActivInvestor Real Estate heeft een aantal keren met de directie van Atrium gesproken over de voortgang.

Citycon

Citycon		
Koers ultimo 2012 (euro)	2,57	Profiel - Finse vastgoedonderneming met focus op winkels - Actief in de sterke Scandinavische economie - bezig met verdere optimalisatie winkelcentra - Verdere kostenbesparingen - Ervaren, hands-on management
Koers ultimo 2013 (euro)	2,56	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	3,06	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,15	
Totaal rendement per aandeel 2013**	5,4%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	379.864	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Citycon is een Finse vastgoedonderneming die een vastgoedportefeuille van circa € 2,7 miljard heeft, voornamelijk bestaande uit winkelcentra en supermarkten in Finland (52% van de portefeuille), Zweden (38% van de portefeuille) en de Baltische staten, lees de hoofdstad Tallinn (10% van de portefeuille). Ook Citycon investeert voornamelijk in winkelcentra die gedragen worden door een supermarkt in stedelijke gebieden. De economische ontwikkeling van Scandinavische landen is sterker dan in de rest van Europa en dit maakt een positie in Citycon aantrekkelijk. Daarbij waait er sinds de komst van de CEO Marcel Kokkeel een andere wind. Er wordt scherp gelet op de kosten en het terugdringen van de overhead, het versterken van het eigen vermogen en het genereren van solide en groeiende kasstromen uit de panden. De operationele prestaties van Citycon zijn in 2013 dan ook verder verbeterd, huren zijn gestegen en de leegstand is stabiel. De stuwende krachten achter deze goede prestaties komen voornamelijk vanuit Zweden en de Baltische staten. Citycon werkt aan het verder aantrekkelijk maken van haar winkelcentra zodat meer internationale winkelketens als huurder verwelkomd kunnen worden. In 2013 heeft Citycon een groot winkelcentrum aangekocht in Stockholm, Kista Galleria, samen met een joint venture partner. Ook is het eigen vermogen versterkt door een uitgifte van aandelen (€ 200 miljoen). De koers van het aandeel staat eind 2013 op een discount ten opzichte van de netto intrinsieke waarde. ActivInvestor Real Estate is van mening dat de koers op een te grote discount ten opzichte van de intrinsieke waarde staat en een koers van rond de € 3 gerechtvaardigd is. ActivInvestor Real Estate heeft met de aandelenemissie meegedaan en heeft meerdere gesprekken met de directie gevoerd en heeft in september 2013 een bezoek gebracht aan Stockholm en het winkelcentrum Kista Galleria bezocht. Citycon is op de goede weg met het aanscherpen van de strategie, versterken van het eigen vermogen en de focus op verbetering van het operationeel resultaat.

Cofinimmo

Cofinimmo		
Koers ultimo 2012 (euro)	89,60	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	89,75	- Belgische fiscaal transparante vastgoedonderneming (BEVAK)
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	95,65	- Focus op kantoren en verpleeghuizen
Dividend per aandeel 2013 (euro)	6,50	- Kantoren in Brussel
Totaal rendement per aandeel 2012**	7,4%	- Relatief aantrekkelijk dividend
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2012	8.450	- Langlopende huurcontracten
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Cofinimmo is een in België beursgenoteerde vastgoedonderneming die zich voornamelijk heeft gespecialiseerd in Brusselse kantoren (46% van de portefeuille), verzorgingstehuizen (36%) en pubs (16%) in België. De vastgoedportefeuille is circa € 3,4 miljard groot. Het grootste gedeelte van de panden bevindt zich in België (74%), daarna in Frankrijk (16%), Nederland (5%) en overige landen (5%). Door lange huurtermijnen en hoge bezettingsgraden heeft Cofinimmo relatief stabiele kasstromen. Een aantal van de oude kantoorgebouwen in het bezit van Cofinimmo worden gerenoveerd waardoor ze weer kunnen concurreren met de nieuw gebouwde duurzame kantoren. De laatste jaren probeert Cofinimmo het aandeel van kantoren in de portefeuille af te bouwen en hiervoor verzorgingstehuizen terug te kopen. Hierdoor wordt de blootstelling aan de conjunctuurgevoelige kantoorsector verminderd. Cofinimmo had te maken met relatief zware afschrijvingen op haar kantorenportefeuille als gevolg van leegstand in een aantal kantoren. Cofinimmo is één van de belangrijkste vastgoedondernemingen in de zorgsector. Cofinimmo is ook begonnen in het investeringen in studentenwoningen en kijkt om ook de investeringen in verzorgingstehuizen verder uit te breiden in Nederland, Luxemburg en Duitsland. Het dividend dat Cofinimmo uitkeert is hoog en daardoor wordt het aandeel gedragen door Belgische particuliere beleggers en is het relatief een stabiel aandeel met een hoog dividend. Recentelijk is de CFO opgestapt en ActivInvestor Real Estate maakt zich zorgen over de afwezige vastgoedervaring binnen het bestuur, de expansiedrift in onbekende markten en het niet door directe cashresultaten gedragen dividend. De vraag is of deze risico's opwegen tegen het (ogenschijnlijke) aantrekkelijke dividend.

Deutsche EuroShop

Deutsche EuroShop		
Koers ultimo 2012 (euro)	31,64	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	31,83	- Duitse vastgoedonderneming met focus op winkelcentra
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	28,53	- Gedegen financieel beleid
Dividend per aandeel 2013 (euro)	1,20	- Strikte rendementscriteria
Totaal rendement per aandeel 2013**	4,4%	- Sterk management
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	19.430	- Bezettingsgraad bijna altijd op 100%
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Deutsche EuroShop is één van de meest stabiele en gedegen vastgoedondernemingen met een focus op Duitse winkelcentra. De vastgoedportefeuille is thans circa € 3,7 miljard groot. De onderneming heeft strikte financiële beleidskaders en duidelijke rendementsdoelstellingen. Door de bewezen conservatieve strategie is Deutsche EuroShop in staat geweest veel waarde voor haar aandeelhouders te creëren. De onderneming kent een degelijk inkomensprofiel. Daarbij kan de onderneming in waarde groeien door goede acquisities te doen. Op dat gebied heeft de onderneming zich de afgelopen jaren bewezen. Deutsche EuroShop maakt duidelijke afwegingen of een acquisitie wel of niet van waarde is voor de

aandeelhouders. Is er weinig waarde voor de aandeelhouders, dan wordt ook niet aangekocht. Deze selectiviteit van het management wordt erg gewaardeerd door ActivInvestor Real Estate en andere beleggers. De beurskoers staat dan ook boven de intrinsieke waarde genoteerd. Het dividend over 2013 van € 1,20 is met 9% gestegen ten opzichte van 2012. Het aangekondigde dividend voor 2014 is € 1,25 per aandeel. De onderneming verwacht het dividend ieder jaar met € 0,05 per aandeel te verhogen, zodat het dividend over 3 jaar € 1,40 per aandeel zal bedragen. Door middel van Deutsche EuroShop heeft ActivInvestor Real Estate exposure in de aantrekkelijke Duitse markt. ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 meerdere gesprekken gevoerd met het management en in december het winkelcentrum Herold Center, regio Hamburg bezocht.

DIC Asset

DIC Asset		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	7,31	- Duitse vastgoedonderneming met focus op kantoren
Koers ultimo 2013 (euro)	6,69	- Actief in heel Duitsland
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	14,92	- Financiering is relatief hoog maar goed gemanaged
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,35	- Potentiële groei van het dividend
Totaal rendement per aandeel 2013**	-3,7%	- Koerspotentieel gezien de korting ten opzichte van de netto intrinsieke waarde
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2012	111.158	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

DIC Asset is een Duitse vastgoedonderneming met een portefeuille van € 1,8 miljard, van voornamelijk kantoren. De vastgoedportefeuille is geconcentreerd in de grootstedelijke gebieden Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt en Berlijn. In november 2013 is door middel van een claimemissie € 100 miljoen opgehaald. De opbrengst van deze emissie zal voornamelijk worden gebruikt voor het uitbreiden van het belang in een Duitse kantoorportefeuille waarin DIC Asset al een minderheidsbelang houdt. Het aandeel van DIC Asset handelt al geruime tijd onder de intrinsieke waarde. Een beurskoers beneden de intrinsieke waarde maakt het voor ondernemingen erg moeilijk nieuwe aandelen uit te geven of te groeien door acquisities. Door middel van een claimemissie kunnen bestaande aandeelhouders participeren waardoor hun positie niet verwatert, terwijl er toch ruimte ontstaat om acquisities te doen en de financieringsgraad terug te brengen. ActivInvestor Real Estate heeft meegedaan aan de claimemissie tegen een aantrekkelijke uitgiftekoers. Het management van de onderneming heeft tijdens de financiële crisis laten zien dat zij goed in staat is om met een hogere financieringsgraad om te gaan. ActivInvestor Real Estate verwacht een stijging van het aandeel de komende periode. Ondanks dat ActivInvestor Real Estate van mening is dat de discount van het aandeel te hoog is ten opzichte van de intrinsieke waarde zijn er ook verbeterpunten bij DIC Asset zoals de transparantie in de aandeelhoudersstructuur, het verder verlagen van de financieringsgraad en het afbouwen van de samenwerkingsverbanden waarin de onderneming een minderheidsaandeel houdt. ActivInvestor Real Estate heeft diverse gesprekken met het bestuur gevoerd en meerdere kantoren bekeken.

Eurocommercial Properties

Eurocommercial Properties		
Koers ultimo 2012 (euro)	30,14	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	30,86	- Nederlandse vastgoedonderneming, focus op winkelcentra
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	36,47	- Actief in Italië, Frankrijk en Zweden
Dividend per aandeel 2013 (euro)	1,92	- Sterk en ervaren management
Totaal rendement per aandeel 2013**	8,8%	- Gedegen financieel beleid
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	20.700	- Stabiele en groeiende inkomstenstroom
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Eurocommercial Properties is één van de meest stabiele vastgoedondernemingen in Europa als het gaat om het managen van winkelcentra en financieel beleid. De portefeuille is circa € 2,6 miljard groot. De portefeuille bevindt zich in drie landen: Frankrijk (41%), Italië (37%) en Zweden (22%) en is gematigd gefinancierd (44%). Het management team werkt al zeer lang samen en is gefocust op de uitvoering van haar strategie. Zij laten zich niet leiden door de waan van de dag en dit maakt het tot een sterke vastgoedonderneming met een laag risicoprofiel. Eurocommercial Properties wil vooral een stabiele en groeiende inkomstenstroom bieden aan haar aandeelhouders. De onderneming heeft sinds haar oprichting bewezen dat ook te kunnen doen. Zelfs in de financiële crisis van de afgelopen jaren weet de onderneming huurders vast te houden en waarde toevoegende acquisities te doen. Over het afgelopen jaar heeft de onderneming € 1,92 per aandeel als dividend uitgekeerd. Dit is op de huidige koers (ultimo 2013) een dividendrendement van 6,2%. De koers van het aandeel is in 2013 gestegen naar € 30,86. De koers ligt nog steeds achter op de intrinsieke waarde en handelt dus tegen een discount. Vooral de blootstelling van de onderneming in Italië maakt sommige beleggers terughoudend. Eurocommercial Properties blijft één van de favoriete vastgoedondernemingen van ActivInvestor Real Estate. In 2013 heeft ActivInvestor Real Estate diverse gesprekken gevoerd met de directie onder meer over de Stichting Prioriteit en de certificering van aandelen. Daarnaast is een winkelcentrum in Bordeaux en Parijs bezocht.

GAGFAH

GAGFAH		
Koers ultimo 2012 (euro)	8,86	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	10,70	- Duitse vastgoedonderneming met grote woningportfeuille
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	13,11	- verspreid over heel Duitsland
Dividend per aandeel 2013 (euro)	-	- In 2013 nieuw management benoemd
Totaal rendement per aandeel 2013**	20,8%	- Grootaandeelhouder brengt belang aanzienlijk terug
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	50.000	- Herfinanciering tegen lage rente
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

GAGFAH is met een portefeuille van 144.000 woningen (circa € 7,7 miljard) één van de grootste woningeigenaren in Duitsland. De portefeuille is voor 44% gelegen in Dresden, Berlijn en Hamburg, waarvan de Dresden de grootste locatie is met een inbreng van 22% in de portefeuille. De overige 56% van de portefeuille is verspreid over heel Duitsland. GAGFAH is de afgelopen twee jaar als feniks uit de as herrezen na het aantrekken van een nieuw management team, het schikken van een rechtszaak met de stad Dresden en het wegnemen van angsten over aflopende leningen door het herfinancieren van een reeks obligatieleningen tegen zeer gunstige rentes. Daarnaast heeft de groot aandeelhouder, Fortress, haar belang aanzienlijk teruggebracht tot onder de 50%. Dit alles geeft ruimte aan het nieuwe management om zich volledig te richten op het verbeteren van operationele marges van de onderneming

door de schaalvoordelen aan te spreken die met de grote woningportefeuille van GAGFAH mogelijk zouden moeten zijn. Om dit te bereiken heeft het management een plan opgesteld waarbij de portefeuille wordt geherstructureerd. Er zijn een 30-tal kernregio's aangewezen waar het management zal inzetten op het uitbouwen van het eigen verhuur- en onderhoudsbedrijf. Woningen die op meer dan 30 autominuten afstand van een kernregio liggen zullen worden afgestoten. Op deze manier zullen zo'n 17.000 woningen worden afgestoten. De opbrengsten van deze verkopen worden aangewend voor het afbouwen van de financieringsgraad, die met 62% nog steeds aan de hoge kant is. Ondanks de sterke opleving in de koers van het aandeel over het afgelopen jaar handelt GAGFAH nog steeds met een discount ten opzichte van vergelijkbare Duitse woningspelers. Deze discount heeft waarschijnlijk te maken met het stigma dat in zekere mate nog steeds aan deze onderneming kleeft. Het is echter de verwachting van ActivInvestor Real Estate dat wanneer het nieuwe management de uitgelijnde strategie consequent en kundig uitvoert dit verschil in waardering zal worden ingelopen door GAGFAH. Ook zal de onderneming naar verwachting weer dividend gaan uitkeren. Daarom is een positie ingenomen op het moment dat de groot aandeelhouder haar belang verder heeft teruggebracht.

Hamborner REIT

Hamborner REIT		
Koers ultimo 2012 (euro)	7,48	Profiel - Duitse vastgoedonderneming, focus op commercieel vastgoed - Goed gespreide portefeuille, verdere optimalisatie - Hoge bezettingsgraad (96%) - Fiscaal transparant - Koerspotentieel gezien discount ten opzichte van intrinsieke waarde
Koers ultimo 2013 (euro)	7,34	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	8,14	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,40	
Totaal rendement per aandeel 2013**	3,5%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	90.666	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Hamborner REIT (Hamborner) is een in Duitsland gevestigde Real Estate Investment Trust dat belegt in winkelcentra en kantoren. De portefeuillewaarde bedraagt circa € 600 miljoen. Ruim 70% van de portefeuille bestaat uit winkelcentra en een kleine 30% uit kantoren. Over 2013 heeft Hamborner een aantal vastgoedacquisities gedaan. Zo zijn kantoorgebouwen gekocht in München, Bayreuth en Berlijn en een doe-het-zelf winkel in Hamburg. Deze acquisities droegen bij aan de groei in operationele kasstroom per aandeel met ruim 20% ten opzichte van 2012. De acquisities zijn hoofdzakelijk gefinancierd met vreemd vermogen, zodat de financieringsgraad is gestegen naar 43%, en gedeeltelijk door het verkopen van panden en een grondpositie in Noordrijn-Westfalen. Het vastgoed van Hamborner heeft een uitstekende bezettingsgraad van 96% en kent langlopende huurcontracten. ActivInvestor Real Estate ziet Hamborner als een degelijke onderneming met kundig management en een track record van gestage groei, dat ondanks deze kwaliteiten nog steeds met een discount handelt ten opzichte van de intrinsieke waarde.

Icade

Icade		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	66,92	- Franse vastgoedonderneming actief in kantoren, businessparken, zorginstellingen en winkelcentra - Door overname Silic groei businessparken Parijs - Aantrekkelijke financieringsgraad - Stabiele basis van aandeelhouders
Koers ultimo 2013 (euro)	67,67	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	81,70	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	3,64	
Totaal rendement per aandeel 2013**	6,6%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	14.550	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Icade is met een vastgoedportefeuille ter waarde van een kleine € 10 miljard en een marktkapitalisatie van € 4,4 miljard één van de grootste beursgenoteerde vastgoedondernemingen in Frankrijk. Naast kantoren bezit Icade ook verpleeghuizen, logistiek vastgoed en winkelcentra, die gemeten naar de waarde ruim 30% van de portefeuille beslaan. Icade is niet alleen eigenaar van een vastgoedportefeuille maar is ook ontwikkelaar van een aantal toonaangevende projecten, zoals de bouw van een 'brug' over de Seine nabij Gare d'Austerlitz met 15.000 m2 kantooruimte en 990 m2 winkelruimte. Een belangrijke gebeurtenis in 2013 is de afronding van de fusie met Silic. Silic is gespecialiseerd in business parken in en rondom Parijs. De gefuseerde onderneming heeft een uiterst dominante positie op de Parijse kantorenmarkt. Gecombineerd met een hoge bezettingsgraad van rond de 96% procent, een goed te managen financieringsgraad van een kleine 40% en een ervaren management team beschouwt ActivInvestor Real Estate haar belegging in Icade als een goede manier om te profiteren van de dynamische Parijse vastgoedmarkt en verwacht dat Icade in staat is verdere huurgroei te laten zien. Icade kenmerkt zich ook door een stabiele aandeelhoudersstructuur met een aantal grote professionele beleggers. ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 een belangrijke herontwikkeling bezocht van Icade in La Défense, de EQHO tower. Deze toren staat nog steeds leeg en heeft grote prioriteit om verhuurd te worden. Daarnaast wordt verwacht dat een aantal activiteiten afgestoten zal worden, zoals verpleeghuizen.

Klépierre

Klépierre		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	30,02	- Franse vastgoedonderneming met winkelcentra in voornamelijk Frankrijk, Scandinavië, Polen en Tsjechië - Verkoop van retailparken aan Carrefour (supermarktketen) - Verdere focus dominante winkelcentra - Aantrekkelijke financieringsgraad - Stabiele basis van grootaandeelhouders
Koers ultimo 2013 (euro)	33,69	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	33,60	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	1,50	
Totaal rendement per aandeel 2013**	17,2%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	15.706	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Klépierre is een grote Franse speler op het gebied van voornamelijk winkelcentra en retail parken met een portefeuille van circa € 11 miljard. Deze winkelcentra zijn voornamelijk gelegen in Frankrijk (41%) en Scandinavië (23%). Daarnaast bezit Klépierre winkelcentra in Italië, Spanje, België en een aantal Oost-Europese landen. In december 2013 kondigde Klépierre een grote deal aan met de Franse supermarktketen Carrefour. Carrefour koopt een portefeuille van retail parken van Klépierre in Frankrijk, Italië en Spanje om zo meer controle en uitbreidingsmogelijkheden te krijgen in winkelcentra waar zij zelf ook huurder is. Met deze transactie is circa € 1,7 miljard gemoeid, ongeveer 1/8^{ste} van de totale

portefeuille. Hoewel deze transactie negatief uitpakte voor de intrinsieke waarde doordat de portefeuille onder boekwaarde is verkocht (dankzij Spaanse retail parken), heeft de transactie ook een aantal voordelen voor de aandeelhouders van Klépierre. Na de transactie met Carrefour verbetert de portefeuillekwaliteit doordat winkelcentra in zwakke landen als Spanje en Italië worden verkocht, en het relatieve aandeel van grote, dominante winkelcentra in Frankrijk en Scandinavië toeneemt. De opbrengst van de verkoop zal worden gebruikt om de financieringsgraad terug te brengen tot onder de 40%, terwijl het dividendbeleid onveranderd blijft. ActivInvestor Real Estate verwacht dat Klépierre zich in de toekomst nog verder gaat richten op dominante winkelcentra en zich uit een aantal geografische markten kan terugtrekken. De bestaande grootaandeelhouders zouden een rol kunnen spelen om dit proces te versnellen. ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 een aantal winkelcentra bezocht van Klépierre in Frankrijk onder meer in Bordeaux.

LEG Immobilien

LEG Immobilien		Profiel
Koers ultimo 2012* (euro)	44,00	- Vastgoedonderneming met grote woningportefeuille in Noordrijn-Westfalen - Relatief lage financieringsgraad - Goed trackrecord op het verhogen van de bezettingsgraad
Koers ultimo 2013 (euro)	42,95	
Netto intrinsieke waarde per aandeel** (euro)	46,19	
Uitgekeerd dividend per aandeel 2013 (euro)	0,41	
Totaal rendement per aandeel 2013***	-1,5%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	20.950	
* Koersen vanaf de datum van de beursgang 1-2-2013		
** Gebaseerd op meest recente gegevens		
*** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

LEG Immobilien is een Duitse vastgoedonderneming met een woningportefeuille van ruim € 5 miljard in de meest bevolkingsdichte Duitse deelstaat, Noordrijn-Westfalen. LEG Immobilien is relatief laag gefinancierd (49%) en kent een lange resterende looptijd van haar leningen (11 jaar) met een lage gemiddelde rente (3,3%). Gecombineerd met het gebied waar de onderneming actief is, Noordrijn-Westfalen, maakt het een stabiele belegging. De verwachting is dat LEG Immobilien een huurgroei boven inflatie kan laten zien de aankomende jaren. De focus op één dichtbevolkte regio zorgt voor een groot efficiëntievoordeel ten opzichte van sommige andere woningspelers en ActivInvestor Real Estate hecht eraan dat niet te gemakkelijk woningportefeuilles in andere regio's zullen worden aangekocht. Voor een efficiënte organisatie zijn ten minste 5.000 woningen nodig. ActivInvestor Real Estate heeft een positie verworven in LEG Immobilien tijdens de beursgang op 1 februari 2013. De koers is daarna achtergebleven en ActivInvestor Real Estate heeft op lagere koersen bijgekocht. LEG Immobilien kan als een stabiele belegging worden gezien met toch een aantrekkelijk dividendrendement. ActivInvestor Real Estate heeft meerdere keren gesproken met de directie en meerdere woningen bekeken. Nadeel is dat de grootaandeelhouder nog aandelen op de markt zal brengen. Dit kan leiden tot enige koersdruk de aankomende periode.

Mercialys

Mercialys		
Koers ultimo 2012 (euro)	17,15	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	15,25	- Franse vastgoedonderneming, focus op winkelcentra
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	18,27	- Casino supermarkt als hoofdhuurder
Dividend per aandeel 2013 (euro)	1,31	- Verdere optimalisatie portefeuille
Totaal rendement per aandeel 2013**	-3,4%	- Actief in heel Frankrijk
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	58.500	- Lage financieringsgraad
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Mercialys is een Franse vastgoedonderneming met een portefeuille van winkelcentra in Frankrijk. De portefeuille is circa € 2,4 miljard groot en is voor 33% gefinancierd met vreemd vermogen met een gemiddeld rentepercentage van 3,9%. Een groot deel van de winkelcentra heeft een supermarkt van Casino als belangrijke huurder. Casino is tevens de grootste aandeelhouder van Mercialys met een belang van 40%. In de loop van 2012 heeft Mercialys een nieuwe strategie ingevoerd: "think and act as a retailer". Mercialys wil de eigen winkelcentra aantrekkelijker maken door op alle kleine dingen te letten en zich zo te 'gedragen' als een winkelier: alles moet perfect. Door daarbij extra marketing te maken gaat de vraag omhoog waardoor meer klanten naar het winkelcentrum getrokken worden. Dit trekt weer winkeliers aan waardoor het winkelcentrum 'zichzelf' verhuurt. Op deze manier blijft de bezettingsgraad hoog. Mercialys is bezig winkelcentra die niet aan de nieuwe strategie kunnen voldoen af te stoten. Gezien het behoudende profiel van Mercialys en het proactieve management blijft ActivInvestor Real Estate van mening dat het aandeel een laag risicoprofiel heeft. Echter in februari 2013 is de nieuwe CEO alweer opgestapt. Er is een nieuwe CEO benoemd maar het bestuur is de laatste jaren niet stabiel. Dit blijft een punt van aandacht. Ook de dominante positie van Casino (aandeelhouder en huurder) maakt de onderneming niet altijd even transparant. Daarnaast is de vraag of de winkelcentra van Mercialys in moeilijke economische omstandigheden niet teveel nationale en lokale huurders hebben. ActivInvestor Real Estate heeft een winkelcentrum in Bordeaux bezocht in 2013. De winkelcentra van Mercialys hebben grotendeels dezelfde uitstraling en huurdersmix.

Prime Office

Prime Office		
Koers ultimo 2012 (euro)	3,24	Profiel
Koers ultimo 2013 (euro)	3,09	- Focus op kantoren
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	6,17	- Actief in heel Duitsland
Dividend per aandeel 2013 (euro)	-	- Koerspotentieel gezien de korting ten opzichte van de netto intrinsieke waarde
Totaal rendement per aandeel 2013**	-4,6%	- Verdere versterking management
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	169.155	- Verdere optimalisatie portefeuille en groei inkomstenstroom
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

De beursgang in 2011 heeft Prime Office nog niet veel plezier gebracht. Vanaf de start heeft het management, onder toezicht van de raad van commissarissen, grote fouten gemaakt. In 2013 heeft dit geleid tot een precaire situatie. De CEO werd naar huis gestuurd en er werd besloten tot een fusie met Oaktree Capital Management (lees overgenomen door). Deze overname door Oaktree was het directe gevolg van een liquiditeitstekort bij Prime Office. Eind 2012 waren namelijk twee grote kantoorpanden leeggekomen op een portefeuille van toentertijd dertien kantoorpanden. Als gevolg werd de CEO 'ontslagen', het dividend opgeschort en werd gezocht naar een strategische oplossing. De oplossing werd

gevonden door een samengaan met Oaktree, een niet beursgenoteerde kantorenspeeler. ActivInvestor Real Estate heeft zich in eerste instantie verzet tegen deze fusie omdat de omruilverhouding voor Prime Office aandeelhouders negatief was. Daarnaast was de gang van zaken rond de fusie erg ondoorzichtig en werden onderzochte alternatieven niet, tot onvoldoende, toegelicht. Aan de andere kant was het huidige management niet in staat de boel op de rit te krijgen en brengt Oaktree de zo benodigde expertise in. Nadat de fusie met een zeer kleine marge werd goedgekeurd door de aandeelhouders van Prime Office heeft ActivInvestor Real Estate haar aandelen echter niet verkocht. De reden hiervoor is dat Oaktree een bewezen trackrecord heeft in het terugdringen van leegstand, de meerdere huurders ('multi-tenant') strategie een goede aanvulling is op de één huurder ('single-tenant') strategie van Prime Office en de koers van het aandeel Prime Office ook na de fusie en geplande kapitaalverhoging substantieel onder de netto intrinsieke waarde van het vastgoed ligt. Prime Office heeft een claimemissie bekend gemaakt om de balans te versterken. ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 meerdere gesprekken met de directie en de medeaandeelhouders gevoerd. Ook werd de vergadering van aandeelhouders van Prime Office bezocht en aldaar heeft ActivInvestor Real Estate haar standpunten uiteen gezet ten aanzien van de voorgenomen fusie.

Retail Estates

Retail Estates		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	54,00	<ul style="list-style-type: none"> - Grootste vastgoedonderneming Belgisch winkelvastgoed - Focus lijnbaanwinkels - Goede potentie van huurstijgingen - Zeer ervaren en hands-on management
Koers ultimo 2013 (euro)	56,13	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	51,37	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	2,90	
Totaal rendement per aandeel 2013**	9,3%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	9.500	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Retail Estates is een Belgische vastgoedonderneming die actief is in de niche van winkelvastgoed gelegen aan de rand van steden en direct aan de toegangswegen, de zogenoemde baanwinkels. De portefeuillewaarde bedraagt circa € 700 miljoen. Het vastgoed is, wat baanwinkels betreft, van de beste kwaliteit in België. Er is op dit moment een grote schaarste aan baanwinkels in België. De huren van baanwinkels liggen als percentage van de omzet onder de huren in Belgische winkelstraten. Ook trekt de parkeermogelijkheid. Het management van Retail Estates staat bij huurders, beleggers en banken bekend als de beste in de sector. Huurders zijn graag klant bij CEO Jan de Nys vanwege zijn ruime kennis van vastgoed en zijn flexibele instelling. Huurders willen van een verhuurder graag een garantie dat zij kunnen doorgroeien wanneer de omzet goed loopt. Retail Estates weet dit vaak creatief op te lossen. Een locatie van huurder Decathlon, een grote winkelketen in sportartikelen, werd uitgebreid door Retail Estates door middel van een dependance op palen, zodat de uitbreiding niet ten kosten zou gaan van de parkeerruimte. Ook is daar het voorbeeld van het centrum van Vervier, in Wallonië, waar Retail Estates op een braakliggend terrein in het centrum van de stad toestemming heeft gekregen om een baanwinkelpark te bouwen. Ondanks de financieringsgraad van rond de 50% heeft Retail Estates voldoende capaciteit om verder uit te breiden, daar zij gemakkelijk kapitaal kan ophalen op de beurs en banken bereid zijn om leningen te verstrekken. Retail Estates streeft naar een jaarlijkse dividendgroei van 3%. Het aandeel noteert met een premie ten opzichte van de intrinsieke waarde. Wordt de potentie voor

huurstijging meegenomen dan lijkt een premium gerechtvaardigd. Tot op heden is Retail Estates in staat geweest panden goed verhuurd te houden ondanks de economisch moeilijke omstandigheden.

Sponda

Sponda		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	3,60	- Finse vastgoedonderneming, focus op office, retail & logistiek - Actief in Finland & Rusland - Ook actief als fondsbeheerder - Verdere optimalisatie portefeuille - Koerspotentieel door discount
Koers ultimo 2013 (euro)	3,42	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	5,22	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,17	
Totaal rendement per aandeel 2013**	-0,3%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	201.000	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Sponda is een Finse vastgoedonderneming dat voornamelijk opereert in de Finse markt maar ook actief is op de Russische markt sinds een aantal jaren. De omvang van de vastgoedportefeuille bedraagt circa € 3,3 miljard. De focus van Sponda ligt op kantoren (52%), winkels (23%) en logistiek vastgoed (13%). Russisch vastgoed (8%) en vastgoedontwikkelingen (4%) nemen een minder belangrijke rol in. Daarbij heeft Sponda ook voor een kleine € 600 miljoen onder beheer in verschillende beleggingsfondsen voor institutionele beleggers. Het uitgekeerde dividend ligt momenteel op circa 40% van het operationele resultaat. De doelstelling van Sponda is om 50% van dit resultaat uit te keren. Naast de toename van het dividend heeft de onderneming ook aangegeven de balans te willen versterken en de financieringsgraad verder terug te brengen. De bezettingsgraad van de gehele portefeuille is gelijk gebleven, waarbij kantoren het beter deden dan het logistieke- en winkelgedeelte van de vastgoedportefeuille. Sponda heeft aangekondigd dat zij de portefeuille in Rusland en de logistieke tak wil afstoten. Als Sponda in staat is dit op redelijke korte termijn voor elkaar te krijgen, tegen een redelijke verkoopprijs, dan zal dat een positief effect op de aandelenkoers hebben. De koers van Sponda staat met een behoorlijke discount genoteerd. ActivInvestor Real Estate is van mening dat als Sponda haar gewijzigde strategie uitvoert de koers zich dichterbij de intrinsieke waarde zal bewegen. ActivInvestor Real Estate heeft een koersdoel van rond de € 4. ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 een bezoek gebracht aan Helsinki en een rondleiding langs meerdere panden gehad.

VastNed Retail

VastNed Retail		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	32,75	- Nederlandse vastgoedonderneming, focus op winkels (hoofdstraten en centra) - Actief in Nederland, België, Frankrijk, Spanje, Turkije - Ervaren en hands-on management - Optimalisatie portefeuille - Relatief aantrekkelijk dividend
Koers ultimo 2013 (euro)	32,99	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	49,88	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	2,46	
Totaal rendement per aandeel 2013**	8,2%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	20.100	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

VastNed Retail is een belegger in winkels en winkelcentra en heeft een vastgoedportefeuille van circa € 1,8 miljard. De geografische markten waar VastNed Retail zich op richt zijn de populaire steden in de landen Nederland (39%), Frankrijk (17%), België (20%), Spanje (17%) en Istanbul, Turkije (7%). De strategie van VastNed Retail is om zich in toenemende mate te richten op de 'high streets', de grote winkelstraten. Daarmee doelt VastNed Retail op dominante winkelstraten gelegen in grote steden met

historische stadscentra, met een grote aantrekkingskracht op toeristen en aanwezigheid van universiteiten en internationale instituten. Zo zijn het afgelopen jaar acquisities gedaan in Parijs, Bordeaux, Amsterdam en Utrecht. Op 30 juni 2012 bestond 52% van de portefeuille uit 'high street' objecten. Over 2013 is dit percentage gestegen tot circa 65%. Echter van die 65% wordt 45% gezien als echte high street panden die voldoen aan de recent aangescherpte definitie van high street locaties zoals hierboven verwoord. Het is de bedoeling om het aandeel high streets verder uit te bouwen naar 75%. Deze high street winkels hebben een hogere bezettingsgraad en huuropbrengst. Ook blijft de waarde van de objecten robuuster op deze locaties. Dit betekent echter wel dat de aanvangsrendementen lager zijn. De aanvangsrendementen voor high street winkels liggen op 4% - 4,5%, waarbij het management van VastNed Retail uitgaat van een aanvangsrendement van 5% - 5,5% dat bereikt wordt door middel van waarde toevoegende investeringen en een selectief aankoopbeleid. VastNed Retail streeft naar een financieringsgraad van niet hoger dan 45% (thans 45%). Het directe resultaat van VastNed Retail werd altijd volledig als dividend uitgekeerd. Dit is naar beneden bijgesteld naar 75% van het direct resultaat. Door de verschuiving in de portefeuille naar high street winkels zal het directe resultaat, en dus het dividend, op termijn lager komen te liggen dan nu het geval is. ActivInvestor Real Estate heeft echter vertrouwen in de verder aangescherpte strategie en het 'hands-on' management van VastNed Retail, en gaat ervan uit dat de strategie op de langere termijn meer waarde creëert voor aandeelhouders doordat de rendementen op high streets stabiel zijn en een groter potentieel hebben tot huurverhogingen dan het geval is bij regionale winkelcentra en winkels op secundaire straten. ActivInvestor Real Estate zou verder graag zien dat de portefeuille in Turkije (lees Istanbul) verkocht wordt. Zo zal VastNed Retail in staat zijn nog meer te focussen. Ook een verkoop van de secundaire winkelcentra in Spanje wordt aanbevolen. ActivInvestor Real Estate heeft meerdere gesprekken gevoerd met de directie en panden bezocht. Onder meer de aanwinsten in Bordeaux werden bekeken. Dit is een voorbeeld van de nieuwe strategie en wordt geheel onderschreven door ActivInvestor Real Estate.

VIB Vermögen

VIB Vermögen		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	9,23	- Duitse vastgoedonderneming actief in logistiek vastgoed en winkels - Regionale focus op Beieren - Hoge aanvangsrendementen van 7 - 8% op nieuwe acquisities - Langlopende huurcontracten - Kleine ervaren organisatie
Koers ultimo 2013 (euro)	11,66	
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	13,38	
Dividend per aandeel 2013 (euro)	0,40	
Totaal rendement per aandeel 2013**	30,7%	
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	80.000	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

VIB Vermögen is een Duitse vastgoedonderneming die voornamelijk actief is in winkels en logistiek vastgoed. De omvang van de vastgoedportefeuille is € 755 miljoen. De portefeuille is verdeeld over logistiek vastgoed (40%), winkels (29%) logistiek (16%) en kantoren (15%). De financieringsgraad is 57% en de portefeuille is praktisch volledig verhuurd bij een bezettingsgraad van ruim 98% met een gemiddeld contractduur van een kleine 7 jaar. VIB Vermögen is een goed voorbeeld van een onderneming die waarde toevoegt door het ontwikkelen van sterke regionale contacten met huurders, gemeenten en verkopers van vastgoed. De onderneming is dan ook sterk gericht op Beieren, een regio die door goede economische omstandigheden en demografische ontwikkeling al flink de wind mee heeft. VIB Vermögen

heeft de afgelopen jaren laten zien dat zij in staat is om de portefeuille snel uit te breiden tegen aantrekkelijke acquisitieprijzen, zonder daarbij af te wijken van hun kernstrategie en competenties. Huurders zien VIB Vermögen als een betrouwbare en capabele partner en zijn bereid om lange termijn contracten te tekenen tegen gunstige voorwaarden en weten de onderneming te vinden voor ontwikkelingsprojecten en op maat ingerichte bedrijfspanden. Ondanks de goede kwaliteiten van deze onderneming en de sterke stijging van 31% in de koers van het aandeel over 2013 is er nog altijd sprake van een discount van 15% ten opzichte van de intrinsieke waarde. ActivInvestor Real Estate heeft bij de directie aangedrongen op het belang van een hoger dividend, ondanks dat de afgelopen jaren het dividend elk jaar is verhoogd.

Wereldhave

Wereldhave		Profiel
Koers ultimo 2012 (euro)	48,00	- Nederlandse vastgoedonderneming
Koers ultimo 2013 (euro)	57,17	- Focus op winkelcentra en kantoren in Frankrijk, België en Nederland
Netto intrinsieke waarde per aandeel* (euro)	65,44	- Lage financieringsgraad
Dividend per aandeel 2013 (euro)	3,30	- Zit in hergroeperingsfase
Totaal rendement per aandeel 2013**	26,0%	- Relatief aantrekkelijk dividend
Aantal aandelen in portefeuille ultimo 2013	16.427	
* Gebaseerd op meest recente gegevens		
** Totaal rendement per aandeel tussen 31-12-2012 en 31-12-2013		

Wereldhave is een Nederlandse onderneming die belegt in Noordwest-Europa. Zij bezit vastgoed in Nederland (28%), België (29%), Frankrijk (11%), Finland (27%) en Spanje (5%). De samenstelling van de portefeuille is verdeeld over winkels (77%) en kantoren (23%) en heeft een waarde van ruim € 1,7 miljard. Uitsluitend in Parijs zal een duurzame kantorenportefeuille worden aangehouden. Wereldhave wil zich focussen op een portefeuille met winkelcentra die top-of-mind zijn in verzorgingsgebieden met minimaal 100.000 inwoners. Consumenten moeten zo goed als al hun boodschappen kunnen doen in het winkelcentrum. Het jaar 2013 was een veelbewogen jaar voor Wereldhave. De onderneming richtte zich in 2013 op een succesvolle voltooiing van haar “derisk strategie”, de strategie om de financieringsgraad terug te brengen, slecht presterende objecten te verkopen en orde te scheppen in de geografisch zeer uiteengelegen vastgoedportefeuille. In het begin van 2013 werden de eerste ingrijpende stappen gezet. Wereldhave verkocht de vastgoedportefeuilles in de Verenigde Staten (€ 528 miljoen) en Groot-Brittannië (€ 296 miljoen). Na verkoop van deze portefeuilles werd de financieringsgraad in eerste instantie teruggebracht tot beneden de 20%. De tweede fase van de strategie van Wereldhave is de hergroeperingsfase. In deze fase zal Wereldhave zich richten op het uitbouwen en verbeteren van de portefeuille in de vier landen die de onderneming heeft aangewezen als kernlanden: Nederland, België, Frankrijk en Finland. In deze fase zal de financieringsgraad worden opgevoerd naar 30% - 40%. Op dit moment is de financieringsgraad 26%, wat relatief laag is, en de bezettingsgraad van het vastgoed is hoog met 96%. De eerste stappen van de hergroeperingsfase zijn gezet met de aankoop van het winkelcentrum “De Vier Meren” in Hoofddorp van de eveneens beursgenoteerde vastgoedonderneming Unibail Rodamco. De omvang van deze transactie bedraagt € 147,5 miljoen en weerspiegelt een netto-aanvangsrendement van 5,8%. De nieuwe CEO, Dirk Anbeek, heeft de touwtjes strak aangetrokken en verwacht ook verdere operationele verbeteringen. Ondanks de niet helemaal evenwichtige verdeling van de portefeuille zou Wereldhave beleggers kunnen verrassen met een sneller dan verwacht groeiscenario. en verdere verbetering van de portefeuille.

Beni Stabili

Beni Stabili is een Italiaanse vastgoedonderneming met een focus op kwalitatief hoogwaardige kantoren in Milaan en Rome. De waarde van de portefeuille van Beni Stabili bedraagt ruim € 4 miljard. Gezien de hoge kwaliteit van de portefeuille is er weinig leegstand. Het aandeel Beni Stabili noteert al jaren met een flinke discount. Dit is met name het gevolg van de negatieve sentimenten rond Italië. Italië is een land die weinig structureel hervormt. Ondanks de potentie van het aandeel Beni Stabili zijn er teveel onzekere factoren die de koers van het aandeel negatief kunnen beïnvloeden. Ook loopt een groot gedeelte van de leningen af in 2015. Ondanks dat ActivInvestor Real Estate de korting van de beurskoers ten opzichte van de netto intrinsieke waarde per aandeel te groot vindt, is besloten de positie te verkopen. ActivInvestor Real Estate had op lage koersen aandelen bijgekocht en kiest voor stabielere namen om in te beleggen.

Corio

Corio is één van de grootste Europese vastgoedondernemingen in winkelcentra met een portefeuille van ruim € 7 miljard verspreid over voornamelijk Nederland, Frankrijk, Duitsland, Italië en Turkije. Corio doet er alles aan om van haar winkelcentra zogenoemde “favourite meeting places” te maken. Winkelcentra waar mensen graag komen vanwege het gevarieerde winkelaanbod en de andere (sociale) activiteiten. Corio heeft eind 2012 haar strategie aangescherpt. Niet strategische winkelcentra staan op de verkooplijst. In 2013 zijn een aantal winkelcentra verkocht, allemaal voor een lagere prijs dan de laatste waardering. In 2013 is Corio alleen maar met teleurstellend nieuws naar buiten gekomen. De portefeuillewaarde staat onder druk, de huurgroei is negatief en verkopen van niet strategische winkels/winkelcentra gaan veel langzamer dan verwacht. Daarnaast is Corio actief in een aantal landen waar het op gezette tijden weer onrustig is zoals Italië, Spanje en Turkije. De koersontwikkeling was dan ook teleurstellend in 2013 en is erg achter gebleven. ActivInvestor Real Estate is van mening dat de koers voorlopig zal achterblijven en heeft daarom haar positie verkocht. De vraag is wat er moet veranderen om het weer een aantrekkelijke belegging te maken. Nieuw management? Bewijzen dat niet strategische winkelcentra verkocht zijn tegen een acceptabele waardering?

Endurance Commercial Fund (ECF)

In de maand juni 2013 heeft de directie van ActivInvestor Real Estate een belangrijk besluit genomen. Het belang in het ECF is verkocht. Sinds november 2012 was een partij geïnteresseerd in de aandelen in het ECF, maar de directie van ActivInvestor Real Estate was van mening dat de geboden prijs ver beneden de werkelijke waarde lag. Op dat moment bedroeg de intrinsieke waarde per aandeel € 5,87 en bedroeg de geboden prijs per aandeel € 2,20. Toch heeft ruim 60% van de aandeelhouders in het ECF haar aandelen verkocht voor die prijs.

Het ECF belegt in commercieel vastgoed vooral gelegen in Tsjechië (Praag) en Polen (Warschau). Het fonds naderde het einde van haar looptijd. Daarom lopen ook veel financieringen af. In deze tijd is dat geen pretje. Ook voorheen niet aanwezige fiscale risico's kwamen naar boven. Naast de risico's is er

echter wel een portefeuille aanwezig met een bepaalde waarde. Begin mei 2013 werd ActivInvestor Real Estate wederom benaderd of zij toch niet haar aandelen wilde verkopen. Toen bleek ook dat van de oorspronkelijke aandeelhouders circa 67% wel al eerder was ingegaan op het aanbod. Dit betekende dat de koper een grootaandeelhouder in het fonds was geworden, waardoor ook de risico's met betrekking tot bijvoorbeeld governance aanzienlijk waren toegenomen. De aan ActivInvestor Real Estate geboden prijs op dat moment bedroeg € 3,50. Dit was het overwogen waard zeker gezien de toenemende risico's. Na onderhandelingen was de koper bereid om € 3,70 per aandeel te bieden alleen als alle overige – overgebleven - aandeelhouders ook hun aandelen zouden aanbieden. ActivInvestor Real Estate heeft haar aandelen aangeboden, maar de rest van de aandeelhouders niet. Ook kwam er ondertussen een bieding van een derde op het hele fonds voor € 3,17 per aandeel. Daarnaast werd de meest recente intrinsieke waarde van het ECF bekend, zijnde € 3,91 per 31 maart 2013. Na enige pressie was de koper alsnog bereid om de aandelen over te nemen voor € 3,50 en heeft de directie tot verkoop van het belang in ECF

Gecina

Gecina is een Franse vastgoedonderneming die een focus heeft op kantoren, woningen en zorgcentra in Frankrijk. De vastgoedportefeuille is circa € 11 miljard groot. Gecina ontwikkelt, houdt en beheert haar vastgoed en bezit de betere kantoren van Parijs. Van haar vastgoedportefeuille bevindt zich 90% in Parijs. In het verleden had Gecina een aantal grote Spaanse beleggers die zelf in de financiële problemen zijn gekomen. Deze problemen lijken grotendeels opgelost. Gecina heeft vooruitgang geboekt in verdere optimalisatie van de portefeuille, het terugbrengen van haar financieringsgraad en het aantrekken van een nieuw management team. De koers van Gecina was hard opgelopen en bood weinig koerspotentie naar de mening van ActivInvestor Real Estate. Daarom is de positie verkocht. Bij een lagere koers is Gecina weer een interessant aandeel.

Société de la Tour Eiffel

Société de la Tour Eiffel is een Franse vastgoedonderneming met een portefeuille die voornamelijk uit kantoren bestaat. De portefeuille is circa € 800 miljoen groot. Historisch focust Société de la Tour Eiffel op locaties in bedrijfsparken waar kantoorruimte kan worden aangeboden voor een lage prijs. De laatste jaren is de strategie gewijzigd en wordt steeds meer belegd in goede kantoren in Parijs. Door verkopen van niet strategische panden (gelegen in de provincies) is de financieringsgraad verder teruggebracht tot circa 47% (56% eind 2012). De bezettingsgraad bedraagt ultimo 2013 een kleine 94%. Door deze maatregelen is de koers verder opgelopen en heeft een punt bereikt waar verdere koerspotentie laag is. Daarom is de positie verkocht. Bij een lagere koers is Société de la Tour Eiffel weer een aantrekkelijk aandeel. Het kent een goed dividendrendement en de nieuwe strategie werpt vruchten af.

Stembeleid en stemgedrag

ActivInvestor Management heeft een Corporate Governance beleid, inclusief stembeleid, opgesteld. Dit beleid is goedgekeurd door de raad van commissarissen van ActivInvestor Management. De uitvoering is gedelegeerd aan de directie van de beleggingsfondsen waarbij procedurele afspraken zijn gemaakt.

Het stembeleid van ActivInvestor Real Estate N.V. kent de volgende pragmatische richtlijnen die in 2013 zijn opgevolgd.

- Er zal in principe niet gestemd worden op aandelen die een maximale waarde in de totale aandelenportefeuille vertegenwoordigen van 2% van de fondsomvang.
 - ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 op alle vergaderingen gestemd. Er was geen belang kleiner dan 2% van de fondsomvang van ActivInvestor Real Estate ten tijde van de vergaderingen.
- De vergaderingen van Nederlandse vastgoedondernemingen worden bezocht.
- In 2013 had ActivInvestor Real Estate Corio, Wereldhave, VastNed Retail en Eurocommercial Properties als Nederlandse vastgoedondernemingen in portefeuille ten tijden van de algemene vergaderingen van deze ondernemingen. De vergaderingen van deze ondernemingen zijn allemaal bezocht. Daarnaast heeft ActivInvestor Real Estate ook de Duitse algemene vergadering van Prime Office bijgewoond.
- Voor alle buitenlandse aandelen in portefeuille zal per vergadering een analyse worden gemaakt om te bezien of aanwezigheid toegevoegde waarde heeft. Met name de kosten spelen hierbij een belangrijke rol.
 - Bij de buitenlandse vergaderingen is besloten deze in de meeste gevallen niet fysiek bij te wonen. De belangrijkste reden hiervoor was dat de te verwachten meerwaarde van het bijwonen van de vergadering niet opwoog tegen de te maken kosten. De agendapunten waren veelal standaard. In al deze gevallen is besloten via een steminstructie afgegeven aan het bestuur te stemmen op de door ActivInvestor Real Estate N.V. gehouden aandelen.

ActivInvestor Real Estate heeft in 2013 op 19 aandeelhoudersvergaderingen gestemd. Bij 5 aandeelhoudersvergaderingen was het management van ActivInvestor Real Estate aanwezig. Bij 14 vergaderingen is middels een steminstructie gestemd.

De aandeelhoudersvergaderingen die zijn bezocht zijn de volgende:

- | | |
|-----------------------------|-------------------|
| - Corio | 18 april 2013 |
| - VastNed Retail | 19 april 2013 |
| - Wereldhave | 22 april 2013 |
| - Prime Office | 24 september 2013 |
| - Eurocommercial Properties | 5 november 2013 |

De agendapunten van de aandeelhoudersvergaderingen zijn afgewogen in het belang van de onderneming. ActivInvestor Real Estate heeft gedurende het verslagjaar geen aandelen in- of uitgeleend.

Vooruitzichten

De eerste tekenen van voorzichtig economisch herstel zijn zichtbaar in Europa. Daarbij zijn wel nog steeds grote verschillen per land waar te nemen. Sommige landen kennen een relatief sterke groei, zoals Engeland en Zweden. Andere landen, zoals Spanje en Ierland, lijken uit het diepe dal te klimmen en misschien wel een voordeel te krijgen op de niet of te weinig hervormende landen, zoals Frankrijk. Iedereen heeft een mening hoe het verder moet en hoe de economische groei verder aangejaagd moet worden. ActivInvestor Real Estate is van mening dat werkgelegenheid de sleutel tot groei is. Daarvoor moeten oude maatschappelijke systemen hervormd worden en ondernemingschap en creativiteit worden beloond. De technologische vooruitgang heeft een enorme impact op Europa 2.0. Uitsluitend verandering kan vooruitgang brengen. En daar lijken veel Europeanen bang voor te zijn. Gelukkig zijn er genoeg initiatieven die openstaan voor verandering en werken aan een duurzaam toekomstperspectief.

ActivInvestor Real Estate is van mening dat 2014 een aantrekkelijk rendement kan brengen van 6%-8%. Dit zal waarschijnlijk met enige beweeglijkheid van de koers geschieden. De juiste vastgoedondernemingen selecteren zal zeker ook voor 2014 belangrijk zijn. ActivInvestor Real Estate is geïnteresseerd in vastgoedondernemingen die een huurgroei kunnen laten zien en een aantrekkelijk dividend uitkeren. Dit moet wel duurzame huurgroei zijn. Totaal rendement is steeds belangrijker voor vastgoedondernemingen. Er moet geïnvesteerd worden om de panden blijvend verhuurd te houden. Te hoge dividenden betalen maar het op de waarde verliezen brengt een belegger niet veel.

Vastgoed blijft een interessante beleggingsklasse. Qua rendementen hoort het zich te bewegen tussen de obligaties en aandelen in. Hogere rendementen worden uitsluitend verkregen door hoger te financieren en/of slechter vastgoed te kopen. We weten allemaal waar dat toe geleid heeft. Vastgoedondernemingen moeten niet (te) afhankelijk zijn van banken. Daarom is een verdere verlaging van de financieringsgraad bij een aantal vastgoedonderneming wenselijk. Uitsluitend vastgoedondernemingen die veranderen zullen een blijvend aantrekkelijk rendement laten zien voor beleggers. Daarom is het kiezen van de juiste vastgoedondernemingen extra belangrijk in 2014.

In 2014 worden ook een aantal ingrijpende wijzigingen in wet- en regelgeving doorgevoerd of van kracht. Deze wijzigingen hebben ook een impact op de wijze waarop beleggingsfondsen functioneren. Uiteraard zal ook ActivInvestor Real Estate beoordelen welke impact deze wijzigingen hebben en vervolgens die maatregelen en aanpassingen doorvoeren die belangrijk zijn voor het fonds en/of haar aandeelhouders.

Verklaring omtrent de inrichting van de bedrijfsvoering

ActivInvestor Real Estate beschikt over een beschrijving van de bedrijfsvoering, die voldoet aan de eisen van de Wet op het financieel toezicht en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo).

De beheerder van ActivInvestor Real Estate heeft gedurende het afgelopen boekjaar verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij deze werkzaamheden zijn geen constatering gedaan op grond waarvan geconcludeerd zou moeten worden dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115 y lid 5 van het Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals

opgenomen in de Wet op het financieel toezicht en daaraan gerelateerde regelgeving. Op grond hiervan verklaart ActivInvestor Management B.V. als beheerder voor ActivInvestor Real Estate te beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115 y lid 5 Bgfo, die voldoet aan de eisen van het Bgfo.

Ook heeft de beheerder niet geconstateerd dat de bedrijfsvoering niet effectief en niet overeenkomstig de beschrijving functioneert. Derhalve verklaart de beheerder met een redelijke mate van zekerheid dat de bedrijfsvoering gedurende het verslagjaar 2013 effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Amsterdam, 12 maart 2014

De directie
ActivInvestor Management B.V.
J.M. Hogeslag
J.J.M. Reijnen

ACTIVINVESTOR REAL ESTATE N.V.

Jaarrekening 2013

Balans per 31 december 2013

vóór resultaatbestemming (bedragen in euro's)

	Noot	<u>31-12-2013</u>	<u>31-12-2012</u>
Activa			
<i>Beleggingen</i>			
Aandelen	7.1	15.366.919	15.102.177
Liquiditeiten	7.2	<u>604.756</u>	<u>1.460.967</u>
		15.971.675	16.563.144
<i>Overige vaste activa</i>			
Immateriële vaste activa	7.3	16.131	26.675
Materiële vaste activa		<u>13.855</u>	<u>14.250</u>
		29.985	40.925
<i>Vorderingen</i>			
Overige vorderingen	7.4	<u>46.848</u>	<u>55.627</u>
Totaal activa		<u>16.048.508</u>	<u>16.659.696</u>
Passiva			
<i>Eigen vermogen</i>			
Geplaatst kapitaal	7.5	3.121.986	3.041.237
Agioreserve		28.632.989	28.277.410
Wettelijke reserve		16.131	26.675
Overige reserves		-16.332.750	-16.822.361
Onverdeeld resultaat		<u>562.903</u>	<u>2.030.737</u>
		<u>16.001.259</u>	<u>16.553.698</u>
<i>Kortlopende schulden</i>			
Overige schulden	7.6	<u>47.249</u>	<u>105.998</u>
Totaal passiva		<u>16.048.508</u>	<u>1.659.696</u>
Intrinsieke waarde per aandeel	7.7	<u>512,53</u>	<u>544,31</u>

De toelichting op de jaarrekening maakt integraal onderdeel uit van deze jaarrekening

Overzicht van gerealiseerde en niet-gerealiseerde resultaten over 2013

(bedragen in euro's)

	Noot	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Opbrengsten	8.1		
<i>Direct beleggingsresultaat</i>			
Dividenden		812.209	994.702
Rente		5.484	11.400
		<u>817.693</u>	<u>1.006.102</u>
<i>Indirect beleggingsresultaat</i>		93.173	1.432.567
<i>Opbrengst handelsdagen</i>		1.342	16.813
Totaal opbrengsten		912.208	2.455.482
Uitgaven	8.2		
Managementvergoeding		247.677	253.856
Performance fee		-	60.341
Overige bedrijfskosten		101.628	110.548
		<u>349.305</u>	<u>424.745</u>
Winst/(-verlies) uit gewone bedrijfsuitoefening voor belasting		<u>562.903</u>	<u>2.030.737</u>
Vennootschapsbelasting	8.3	-	-
Nettowinst/(-verlies)		<u><u>562.903</u></u>	<u><u>2.030.737</u></u>
Winst/(-verlies) per aandeel*	8.4	<u>18,19</u>	<u>65,48</u>

De toelichting op de jaarrekening maakt integraal onderdeel uit van deze jaarrekening.

* De winst per aandeel is gebaseerd op het gewogen aantal uitstaande aandelen in 2013.

Mutatieoverzicht eigen vermogen

(bedragen in euro's)

	Geplaatst kapitaal	Agioreserve	Wettelijke reserve	Overige reserves	Onverdeeld resultaat	Totaal
Saldo per 1 januari 2012	3.364.722	29.796.935	37.219	-13.231.652	-2.082.748	17.884.476
Resultaatbestemming vorig jaar	-	-	-	-2.082.748	2.082.748	-
Nettoresultaat over het boekjaar	-	-	-	-	2.030.737	2.030.737
Allocatie wettelijke reserve	-	-	-10.544	10.544	-	-
Dividenduitkering	-	-	-	-1.518.505	-	-1.518.505
Uitgifte aandelen	95.753	412.176	-	-	-	507.929
Inkoop aandelen	-419.238	-1.931.701	-	-	-	-2.350.939
Saldo per 31 december 2012	<u>3.041.237</u>	<u>28.277.410</u>	<u>26.675</u>	<u>-16.822.361</u>	<u>2.030.737</u>	<u>16.553.698</u>
Saldo per 1 januari 2013	3.041.237	28.277.410	26.675	-16.822.361	2.030.737	16.553.698
Resultaatbestemming vorig jaar	-	-	-	2.030.737	-2.030.737	-
Nettoresultaat over het boekjaar	-	-	-	-	562.903	562.903
Allocatie wettelijke reserve	-	-	-10.544	10.544	-	-
Dividenduitkering	-	-	-	-1.551.670	-	-1.551.670
Uitgifte aandelen	208.027	904.263	-	-	-	1.112.290
Inkoop aandelen	-127.278	-548.684	-	-	-	-675.962
Saldo per 31 december 2013	<u>3.121.986</u>	<u>28.632.989</u>	<u>16.131</u>	<u>-16.332.750</u>	<u>562.903</u>	<u>16.001.259</u>

De toelichting op de jaarrekening maakt integraal onderdeel uit van deze jaarrekening.

Kasstroomoverzicht over het boekjaar 2013

(bedragen in euro's)

	Noot	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Aankoop beleggingen	7.1	-8.343.684	-14.738.954
Verkoopopbrengst beleggingen	7.1	8.172.115	17.901.892
Ontvangen rente		5.484	11.400
Ontvangen dividend		812.209	994.702
Investerings in materiële vaste activa		-5.787	-
Overige betalingen		<u>-382.548</u>	<u>-344.437</u>
Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten		<u>257.789</u>	<u>3.824.603</u>
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Opbrengsten aandelenuitgifte		1.112.290	507.929
Uitbetaald dividend		-1.551.670	-1.518.505
Inkoop van aandelen		-675.962	-2.350.939
Opbrengst handelsdagen		1.342	16.813
Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten		<u>-1.114.000</u>	<u>-3.344.702</u>
Totale kasstroom		<u><u>-856.211</u></u>	<u><u>479.901</u></u>
Liquide middelen aan het begin van het jaar	7.2	1.460.967	981.066
Netto kasstroom		<u>-856.211</u>	<u>479.901</u>
Liquide middelen aan het eind van het jaar	7.2	<u><u>604.756</u></u>	<u><u>1.460.967</u></u>

De toelichting op de jaarrekening maakt integraal onderdeel uit van deze jaarrekening.

Toelichting op de jaarrekening per 31 december 2013

(bedragen in euro's)

1) Algemeen

ActivInvestor Real Estate N.V. ("de vennootschap") is statutair gevestigd te Amsterdam. De vennootschap is op 17 december 2004 opgericht naar Nederlands recht onder de handelsnaam ActivInvestor Real Estate N.V. De vennootschap is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal en kent een open-end structuur. De aandelen zijn dagelijks verhandelbaar. ActivInvestor Real Estate houdt zich bezig met het beleggen in een beperkt aantal geselecteerde Europese vastgoedfondsen. Zij heeft als thema actief aandeelhouderschap. ActivInvestor Real Estate opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 28 Wet op de vennootschapsbelasting 1969.

Op 26 mei 2006 heeft de AFM een vergunning als beheerder in het kader van de Wet toezicht beleggingsinstellingen 2005 (Wtb 2005) aan ActivInvestor Management B.V. verleend. Deze vergunning is met ingang van 1 januari 2007 van rechtswege overgegaan in een Wft (Wet op het financieel toezicht)-vergunning.

2) Waarderingsgrondslagen

De jaarrekening is opgesteld in overeenstemming met Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek naar Nederlands recht en in overeenstemming met de Wft.

De jaarrekening is opgesteld op basis van historische kosten tenzij anders vermeld.

3) Waarderingsgrondslagen voor de opstelling van de balans

Indien de vennootschap een wettelijk afdwingbaar recht heeft de verantwoorde financiële activa en passiva te salderen en voornemens is de netto bedragen te verrekenen of de bezitting en de schuld gelijktijdig te gelde te maken, worden deze posten gesaldeerd en wordt het saldo opgenomen op de balans.

Beleggingen

De initiële verwerking vindt plaats tegen kostprijs inclusief transactiekosten. De volgende waardering vindt plaats tegen reële waarde, zonder rekening te houden met eventuele transactiekosten bij verkoop. Voor het bepalen van de reële waarde volgt de vennootschap de volgende uitgangspunten:

Actieve markt

Voor beleggingen die verhandeld worden op een actieve markt wordt de slotkoers op waardingsdatum gebruikt als reële waarde. Indien er indicaties zijn dat de slotkoers geen juiste weergave is van de reële waarde van de investering op waardingsdatum wordt de slotkoers aangepast.

Geen actieve markt

Beleggingen in fondsen met effecten die niet op een beurs of markt worden verhandeld, worden gewaardeerd op basis van de intrinsieke waarde van deze fondsen per balansdatum. Bij gebrek aan beursgenoteerde koersen of gecontroleerde intrinsieke waardeberekeningen worden deze beleggingen gewaardeerd op basis van de gerapporteerde waarden van de desbetreffende fondsen, tenzij er gegronde redenen zijn om hiervan af te wijken. Indien geen betrouwbare waardering voorhanden is, stelt de beheerder een redelijke koers vast.

De waardingsdatum betreft het einde van het boekjaar en het einde van het halfjaar waarover gerapporteerd wordt. Wijzigingen in de waarde van beleggingen worden verantwoord in de winst-en-verliesrekening.

Immateriële vaste activa

Onder de immateriële vaste activa zijn geactiveerd de kosten uitgifte van aandelen. Deze geactiveerde kosten worden lineair over een periode van vijf jaar afgeschreven.

Materiële vaste activa

Onder de materiële vaste activa is het softwaresysteem geactiveerd voor de berekening van de dagelijkse intrinsieke waarde. Deze geactiveerde kosten worden lineair over een periode van vijf jaar afgeschreven.

Overige activa en passiva

Alle overige activa en passiva worden gewaardeerd met toepassing van historische kosten en accrual accounting rekening houdend met eventuele oninbaarheid van vorderingen.

Aandelenkapitaal

Bij uitgifte van aandelen wordt het aandelenkapitaal vermeerderd met de nominale waarde van de uitgegeven aandelen. Het meerdere boven de nominale waarde verkregen bedrag wordt toegevoegd aan de agioreserve. Bij inkoop van aandelen wordt het aandelenkapitaal verminderd met de nominale waarde van de ingekochte aandelen. Het gemiddelde agio wordt van de agioreserve afgeboekt en het eventuele meerdere van de overige reserves.

Liquide middelen

De liquide middelen bestaan uit banktegoeden.

Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld op basis van de directe methode.

4) Het gebruik van schattingen in de jaarrekening

Bij het opstellen van de jaarrekening zijn schattingen en veronderstellingen gemaakt die van invloed zijn op de bedragen die in de jaarrekening zijn opgenomen. Wijzigingen in schattingen en veronderstellingen kunnen van invloed zijn op bedragen die in komende jaren worden gerapporteerd. De daadwerkelijke uitkomsten kunnen afwijken van deze schattingen.

Beleggingen in fondsen met effecten die niet op een beurs of markt worden verhandeld, worden gewaardeerd op basis van de meest recente beschikbare intrinsieke waarde van deze fondsen per balansdatum. Indien het management van mening is dat deze de reële waarde per balansdatum niet zou benaderen dan worden eventuele aanpassingen hierop verwerkt.

5) Gelieerde partijen

Onder gelieerde partijen wordt in de jaarrekening verstaan ActivInvestor Management B.V., de beheerder.

6) Grondslagen voor de resultaatbepaling

De kostprijs van verkochte beleggingen wordt bepaald op basis van de first-in-first-out methode.

Samenstelling indirect resultaat

Het indirect resultaat is onder te verdelen in een gerealiseerd en een ongerealiseerd deel.

Het gerealiseerde indirect resultaat betreft het verschil tussen de verkoopprijs en de oorspronkelijke aankoopprijs van beleggingen die gedurende het boekjaar zijn verkocht.

Het ongerealiseerde indirect resultaat betreft de mutatie van het cumulatieve saldo van de ongerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingsportefeuille over het boekjaar. Dit betekent dat het ongerealiseerde indirect beleggingsresultaat is samengesteld uit de som van waardeveranderingen van de portefeuille gedurende het boekjaar onder aftrek van het saldo dat als indirect gerealiseerd beleggingsresultaat is opgenomen.

De rentebaten uit alle rentedragende instrumenten worden opgenomen in de winst-en-verliesrekening op basis van de periode-toerekeningsmethode en naar tijdsgelang overeenkomstig het effectieve rendement. Rentebaten bestaan onder meer uit coupons op vastrentende beleggingen en ontvangen rente op banktegoeden.

Dividend wordt opgenomen op de datum waarop het recht op dat dividend ontstaat.

Kosten worden verantwoord op basis van de periode-toerekeningsmethode. Kosten worden ten laste van de winst-en-verliesrekening gebracht, met uitzondering van de kosten die worden gemaakt bij de aanschaf van een belegging. Deze kosten worden opgenomen in de kostprijs van de desbetreffende belegging. Kosten die worden gemaakt bij de verkoop van beleggingen worden in mindering gebracht op de verkoopopbrengsten van deze beleggingen.

ActivInvestor Real Estate opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 28 Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Een fiscale beleggingsinstelling is voor de heffing van vennootschapsbelasting onderworpen aan een tarief van 0%, indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan.

Toelichting bij specifieke posten in de balans

7.1) Beleggingen aandelen

Beleggingsoverzicht aandelen

	Aantal aandelen 31-12-2013	Inkoopwaarde 31-12-2013 €	Marktwaarde 31-12-2013 €	% van totale beleggingen	Inkoopwaarde 31-12-2012 €	Marktwaarde 31-12-2012 €	% van totale beleggingen
Aandelen beursgenoteerd							
Alstria Office REIT	105.787	954.869	968.162	6,30%	524.517	534.587	3,54%
Alteara Cogedim	5.601	596.519	716.928	4,67%	631.160	702.117	4,65%
Argo Real Estate Opportunities Fund	5.980.808	2.207.763	131.578	0,86%	2.207.763	312.796	2,07%
Atrium European Real Estate	245.687	1.010.715	1.032.819	6,72%	896.193	982.514	6,51%
Beni Stabili	-	-	-	-	821.459	720.611	4,77%
Citycon	379.864	840.086	972.452	6,33%	816.552	837.375	5,54%
Cofinimmo	8.450	766.240	758.387	4,94%	923.472	913.920	6,05%
Corio	-	-	-	-	1.078.678	1.087.786	7,20%
Deutsche EuroShop	19.430	625.596	618.360	4,02%	292.500	316.400	2,10%
DIC Asset	111.158	833.403	743.647	4,84%	655.563	595.571	3,94%
Eurocommercial Properties	20.700	597.482	638.802	4,16%	735.638	759.528	5,03%
Gecina	-	-	-	-	298.541	297.150	1,97%
GAGFAH	50.000	511.982	535.000	3,48%	-	-	-
Hamborner REIT	90.666	589.329	665.216	4,33%	589.329	678.544	4,49%
Icade	14.550	966.241	984.598	6,41%	-	-	-
Klépierre	15.706	523.746	529.057	3,44%	-	-	-
LEG Immobilien	20.950	902.017	899.803	5,86%	-	-	-
Mercialys	58.500	985.346	892.125	5,81%	885.950	900.375	5,96%
Prime Office	169.155	787.690	522.689	3,40%	873.097	553.509	3,67%
Retail Estates	9.500	508.809	534.945	3,48%	-	-	-
Société de la Tour Eiffel	-	-	-	-	543.748	556.250	3,68%
Sponda	201.000	672.548	687.420	4,47%	835.682	939.600	6,22%
VastNed Retail	20.100	678.652	662.999	4,31%	1.043.226	1.002.150	6,64%
VIB Vermögen	80.000	771.378	932.800	6,07%	-	-	-
Wereldhave	16.427	771.589	939.132	6,11%	1.105.909	1.076.496	7,13%
Totaal	7.624.039	17.102.000	15.366.919	100%	15.758.977	13.767.279	91,16%
Aandelen niet beursgenoteerd							
Endurance Commercial Fund	-	-	-	-	2.498.187	1.334.898	8,84%
Totaal	-	-	-	-	2.498.187	1.334.898	8,84%
Totaal beleggingen aandelen	7.624.039	17.102.000	15.366.919	100%	18.257.164	15.102.177	100%

Regioverdeling beleggingen aandelen

Hieronder volgt een specificatie van de landen waar de vastgoedfondsen gevestigd zijn. De meeste vastgoedfondsen waarin de vennootschap belegt zijn geheel of voor het grootste gedeelte actief in het land van vestiging. Luxemburg, het Verenigd Koninkrijk en Oostenrijk betreffen de uitzondering. In Luxemburg is GAGFAH gevestigd. GAGFAH investeert in Duitsland. Argo Real Estate Opportunities Fund is in het Verenigd Koninkrijk gevestigd maar belegt in Oost-Europa. Atrium is in Verenigd Koninkrijk gevestigd, maar belegt voornamelijk in Centraal- en Oost-Europees onroerend goed.

Land	Marktwaarde 31-12-2013		Marktwaarde 31-12-2012	
	€	%	€	%
Duitsland	5.350.677	35%	2.678.611	18%
Frankrijk	3.122.708	20%	2.455.892	16%
Nederland	2.240.932	15%	3.925.960	26%
Finland	1.659.872	11%	1.776.975	12%
België	1.293.333	8%	913.920	6%
Oostenrijk	1.032.819	7%	982.514	6%
Luxemburg	535.000	3%	1.334.898	9%
Verenigd Koninkrijk	131.578	1%	312.796	2%
Italië	-	-	720.611	5%
Totaal Beleggingen	15.366.919	100%	15.102.177	100%

Indien gekeken wordt naar de landen waarin het vastgoed gelegen is, is de verdeling als volgt.

Land	Marktwaarde 31-12-2013		Marktwaarde 31-12-2012	
	€	%	€	%
Duitsland	5.843.533	38%	2.752.586	18%
Frankrijk	3.171.264	21%	3.345.966	22%
Scandinavië	2.010.840	13%	2.129.774	14%
België	1.518.529	10%	1.139.956	8%
Centraal & Oost-Europa	1.298.904	8%	2.740.180	18%
Nederland	660.842	4%	999.474	7%
Spanje & Portugal	477.912	3%	339.990	2%
Italië	385.094	3%	1.344.882	9%
Verenigd Koninkrijk	-	-	172.239	1%
Turkije	-	-	137.130	1%
Totaal Beleggingen	15.366.919	100%	15.102.177	100%

Mutatieoverzicht beleggingen aandelen

Hieronder volgt een vergelijkend overzicht van de mutaties in beleggingen aandelen.

	Beleggingen aandelen 2013 €	Beleggingen aandelen 2012 €
Per 1 januari	15.102.177	16.832.548
Aankopen	8.343.684	14.738.954
Verkopen	-8.172.115	-17.901.892
Gerealiseerde en ongerealiseerde resultaat uit beleggingen	<u>93.173</u>	<u>1.432.567</u>
Per 31 december	<u><u>15.366.919</u></u>	<u><u>15.102.177</u></u>

7.2) Liquiditeiten

	31-12-2013 €	31-12-2012 €
Liquiditeiten	<u><u>604.756</u></u>	<u><u>1.460.967</u></u>

Er zijn geen beperkingen ten aanzien van het gebruik van liquide middelen. Op de banktegoeden wordt op basis van het tarief voor de marktrente interest verkregen. De vennootschap maakt gebruik van verschillende soorten spaarrekeningen en/of deposito's teneinde optimaal de geldende rentevergoedingen te benutten.

7.3) Overige vaste activa

Immateriële vaste activa

	2013 €	2012 €
Boekwaarde per 1 januari	26.675	37.219
Aanschaffingen	-	-
Afschrijvingen	<u>10.544</u>	<u>10.544</u>
Boekwaarde per 31 december	<u><u>16.131</u></u>	<u><u>26.675</u></u>
Cumulatieve afschrijvingen per 31 december	36.589	26.045

Materiële vaste activa

	2013	2012
	€	€
Boekwaarde per 1 januari	14.250	19.950
Aanschaffingen	5.787	-
Afschrijvingen	6.182	5.700
Boekwaarde per 31 december	<u>13.855</u>	<u>14.250</u>
Cumulatieve afschrijvingen per 31 december	20.432	14.250

7.4) Overige vorderingen

Hieronder volgt een specificatie van de overige vorderingen.

	31-12-2013	31-12-2012
	€	€
Terug te vragen dividendbelasting	45.034	49.991
Overig	1.814	5.636
	<u>46.848</u>	<u>55.627</u>

De post terug te vragen dividendbelasting ontstaat door ingehouden bronbelasting op dividenduitkeringen in landen waar de vennootschap heeft belegd. Onder bestaande belastingverdragen tussen Nederland en deze landen kunnen deze bedragen deels teruggevorderd worden in het land van betaling en deels met de Nederlandse fiscus worden verrekend.

7.5) Eigen vermogen

Het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap bedraagt € 7.500.000 en bestaat uit 75.000 aandelen met een nominale waarde van € 100 per aandeel. Alle aandelen geven recht op een gelijk aandeel in de winst van de vennootschap. Per 31 december 2013 waren 31.220 aandelen geplaatst en volgestort. Tegenover alle 31.220 aandelen zijn certificaten van aandelen uitgegeven.

Hieronder volgt een overzicht van de mutaties in het aantal aandelen:

	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Aantal aandelen per 1 januari	30.412	33.647
Uitgifte nieuwe aandelen	2.081	957
Inkoop aandelen	<u>-1.273</u>	<u>-4.192</u>
Aantal aandelen per 31 december	<u><u>31.220</u></u>	<u><u>30.412</u></u>

Alle (her)uitgiften en innamen door de vennootschap hebben plaatsgevonden tegen de in het prospectus vermelde condities en volgens de voorgeschreven procedures.

Sinds 1 juli 2010 zijn de certificaten van aandelen van de vennootschap dagelijks verhandelbaar. Iedere dag kan de vennootschap op intrinsieke waarde certificaten uitgeven en inkopen.

Kapitaal- en agiostortingen

	<u>Aantal aandelen</u>	<u>Geplaatst kapitaal €</u>	<u>Agioreserve €</u>
Kapitaal- en agiostortingen 2013	<u>807</u>	<u>80.749</u>	<u>355.579</u>
Totaal	<u><u>807</u></u>	<u><u>80.749</u></u>	<u><u>355.579</u></u>

7.6) Overige schulden

De overige schulden per balansdatum bestaan uit:

	31-12-2013	31-12-2012
	€	€
Kosten beheer fonds	18.415	78.849
Accountantskosten	13.500	12.837
Bankkosten	3.025	5.525
Overige schulden	<u>12.309</u>	<u>8.787</u>
Totaal overige schulden	<u><u>47.249</u></u>	<u><u>105.998</u></u>

Kosten beheer fonds bestaat uit de managementvergoeding december 2013. De nog te betalen bankkosten bestaat hoofdzakelijk uit het bewaarloon dat aan Kempen & Co verschuldigd is over het boekjaar 2013 voor het in bewaring nemen van de girale aandelen. Deze kosten kunnen pas na sluiting van het jaar berekend worden.

7.7) Intrinsieke waarde per aandeel

	31-12-2013	31-12-2012	31-12-2011
	€	€	€
Intrinsieke waarde	16.001.259	16.553.698	17.884.476
Aantal aandelen	31.220	30.412	33.647
Intrinsieke waarde per aandeel	<u><u>512,53</u></u>	<u><u>544,31</u></u>	<u><u>531,53</u></u>

Toelichting bij specifieke posten in het overzicht van gerealiseerde en niet-gerealiseerde resultaten

8.1) Gesegmenteerde opbrengsten

Direct en indirect beleggingsresultaat

Hieronder worden de opbrengsten uitgesplitst naar geografisch gebied uitgedrukt in percentages en absolute bedragen per 31 december 2013. Daarbij is de renteopbrengst afkomstig van Nederlandse bankrekeningen niet meegenomen.

Dividend	2013	2013	2012	2012
	€	%	€	%
Frankrijk	200.587	24,7%	385.357	38,7%
Nederland	236.921	29,2%	260.551	26,2%
Duitsland	165.777	20,4%	125.560	12,6%
Finland	80.494	9,9%	27.293	2,7%
België	66.300	8,2%	70.462	7,1%
Oostenrijk	50.234	6,2%	56.302	5,7%
Italië	11.896	1,5%	35.326	3,6%
Luxemburg	-	-	33.851	3,4%
Totaal	812.209	100,0%	994.702	100,0%

Gerealiseerd	2013	2013	2012	2012
	€	%	€	%
Frankrijk	199.218	-15,0%	14.974	-0,9%
Nederland	68.555	-5,2%	-1.181.698	74,8%
Finland	66.750	-5,0%	-132.888	8,4%
België	1.182	-0,1%	77.466	-4,9%
Duitsland	-1.798	0,1%	-240.559	15,2%
Italië	-15.034	1,1%	-66.591	4,2%
Luxemburg	-1.645.604	124,0%	16.450	-1,0%
Oostenrijk	-	-	-66.861	4,2%
Totaal	-1.326.731	100,0%	-1.579.707	100,0%

Ongerealiseerd	2013	2013	2012	2012
	€	%	€	%
Luxemburg	1.163.289	81,9%	-185.784	-6,2%
Nederland	230.700	16,2%	1.310.132	43,5%
Duitsland	165.813	11,7%	633.760	21,0%
Italië	100.849	7,1%	188.191	6,2%
België	27.836	2,0%	-28.438	-0,9%
Finland	22.490	1,6%	386.628	12,8%
Frankrijk	-45.637	-3,2%	512.075	17,0%
Oostenrijk	-64.217	-4,5%	316.523	10,5%
Verenigd Koninkrijk	-181.219	-12,8%	-120.812	-4,0%
Totaal	1.419.904	100,0%	3.012.275	100,0%

Handelsdagen

De opbrengst handelsdagen bestaat uit in rekening gebrachte administratiekosten ten bedrage van 1% van de verkoopopbrengst. Deze opbrengst wordt in principe afgedragen aan ActivInvestor Management als vergoeding voor administratieve werkzaamheden. Indien de opbrengst per individuele transactie meer dan € 450 bedraagt, zal het meerdere boven € 450 ten goede komen aan ActivInvestor Real Estate N.V.

8.2) Uitgaven en lopende kosten factor

Hieronder volgt een specificatie van de overige bedrijfskosten:

	2013	2012
	€	€
Managementvergoeding	247.677	253.856
Performance fee	-	60.341
<i>Overige bedrijfskosten:</i>		
Accountants- en advieskosten	12.189	14.700
Administratiekosten	15.714	17.447
Bewaarkosten	2.848	1.905
Kosten NPEX	30.643	31.007
Toezichtkosten	9.770	9.299
Afschrijvingen	16.727	16.244
Overige kosten	13.737	19.946
Totaal	<u>349.305</u>	<u>424.745</u>

De accountantskosten zijn als volgt op te splitsen:

	2013	2012
	€	€
Controle van de jaarrekening	12.189	13.213
Andere controle opdrachten	-	1.487
Fiscale adviesdiensten	-	-
Andere niet-controle diensten	-	-
	<u>12.189</u>	<u>14.700</u>

Aan de beheerder wordt een jaarlijkse managementvergoeding betaald van 1,5% per boekjaar over het gemiddelde eigen vermogen, op basis van het daggemiddelde, van de vennootschap in een bepaald jaar, met een minimum van € 275.000 per boekjaar. Het management heeft voor 2013 afgezien van voornoemd minimum. Over het boekjaar 2013 is een managementvergoeding van € 247.677 in rekening gebracht.

De werkelijke kosten zijn berekend in overeenstemming met het prospectus ActivInvestor Real Estate N.V.

Indien over een boekjaar het totaalrendement, zijnde de toename van de intrinsieke waarde plus uitgekeerd dividend, hoger is dan 10% zal ActivInvestor Management B.V. jaarlijks gerechtigd zijn tot een prestatievergoeding van 20% over het vorenbedoelde surplus rendement. Over 2013 zal op basis hiervan geen (2012: 60.341) prestatievergoeding uitgekeerd worden.

De kosten toezichthouder (AFM) worden door de beheerder op basis van pro rata belegd vermogen doorbelast en komen ten laste van het resultaat in het jaar waarop deze kosten betrekking hebben.

De lopende kosten factor (LKF) heeft tot doel het kostenniveau op eenvoudige en vergelijkbare wijze inzichtelijk te maken. Hierbij worden de totale kosten die in de verslagperiode ten laste van het resultaat alsmede ten laste van het eigen vermogen zijn gebracht opgeteld en afgezet tegen de gemiddelde intrinsieke waarde van het fonds. Het gemiddelde eigen vermogen is berekend door het gemiddelde te nemen van de 250 dagelijkse koersen in 2013. De gemiddelde intrinsieke waarde is € 16.562.700. De lopende kosten factor over 2013 was 2,11% (2012: 2,14%).

De performance fee als percentage van de gemiddelde intrinsieke waarde bedroeg over 2013 nihil (2012: 0,35%).

Voor de goede orde wordt vermeld dat de transactiekosten onderdeel vormen van de kostprijs respectievelijk de verkoopprijs van de beleggingen. Daarnaast wordt opgemerkt dat bovenstaande berekeningsmethode verplicht is bij wet.

Hieronder is de lopende kosten factor opgenomen.

	2013	Lopende
	€	kosten factor
Kosten gelieerde partijen		
Managementvergoeding	247.677	1,50%
Kosten niet-gelieerde partijen		
Accountants- en advieskosten	12.189	
Administratiekosten	15.714	
Bewaarkosten	2.848	
Kosten NPEX	30.643	
Toezichtkosten	9.770	
Afschrijvingen	16.727	
Overige operationele kosten	13.737	
	<u>101.628</u>	<u>0,61%</u>
	<u>349.305</u>	<u>2,11%</u>

De portefeuille omloop factor bedraagt 97 (97%). Voor 2012 bedroeg de portefeuille omloop factor 204 (204%). De portefeuille omloop factor geeft de omloopsnelheid van de activa weer. De portefeuille omloop factor wordt als volgt berekend:

$((A + V) - (U + I)) / GIW * 100$, waarbij A = Aankopen, V = Verkopen, U = Uitgiften, I = Innamen en GIW = Gemiddelde Intrinsieke Waarde (zoals vermeld onder de lopende kosten factor). Uit deze formule volgt dat bijvoorbeeld een 'statisch' fonds (geen uitgiftes/innamen) dat de helft van haar portefeuille verkoopt, en daarvoor weer nieuwe stukken aankoopt, een omloopsnelheid heeft van 100%. Indien de gehele portefeuille wordt verkocht en daarvoor nieuwe stukken worden gekocht betekent dit een omloopsnelheid van 200%.

8.3) Vennootschapsbelasting

De vennootschap opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling. Op voorwaarde dat aan bepaalde fiscale voorwaarden wordt voldaan, kan het nultarief voor de vennootschapsbelasting worden toegepast.

8.4) Winst per aandeel

	2013	2012
	€	€
Nettowinst	562.903	2.030.737
Gewogen gemiddeld aantal uitstaande aandelen	<u>30.943</u>	<u>31.151</u>
Nettowinst	<u><u>18,19</u></u>	<u><u>65,19</u></u>

De berekening van de winst per aandeel is gebaseerd op het nettoresultaat ter grootte van € 562.903 (2012: € 2.030.737) en op 30.943 (2012: 31.151) aandelen. Het gewogen aantal uitstaande aandelen is het rekenkundige gemiddelde van het aantal uitstaande aandelen per handelsdag in 2013. In totaal waren er 250 handelsdagen in 2013.

Overige toelichtingen

9) Belangrijke contracten en gelieerde ondernemingen

Gelieerde ondernemingen zijn direct of indirect organisatorisch en/of financieel verbonden aan de vennootschap. De vennootschap hanteert de volgende belangrijke contracten:

a) *Overeenkomst inzake beheer*

De vennootschap heeft een overeenkomst inzake beheer afgesloten met ActivInvestor Management B.V. ("de beheerder"). Uit hoofde van deze overeenkomst voert de beheerder het beheer over de vennootschap.

Aan de beheerder wordt een jaarlijkse managementvergoeding betaald van 1,5% per boekjaar over het gemiddelde eigen vermogen op basis van het daggemiddelde van de vennootschap in een bepaald jaar, met een minimum van € 275.000 per boekjaar.

Indien over een boekjaar het totaalrendement, zijnde de toename van de intrinsieke waarde plus uitgekeerd dividend, hoger is dan 10% zal ActivInvestor Management B.V. jaarlijks gerechtigd zijn tot een prestatievergoeding van 20% over het vorenbedoelde surplus rendement. Over 2013 zal op basis hiervan geen prestatievergoeding uitgekeerd worden.

De opbrengst handelsdagen bestaat uit in rekening gebrachte administratiekosten ten bedrage van 1% van de verkoopopbrengst. Deze opbrengst wordt in principe afgedragen aan ActivInvestor Management als vergoeding voor administratieve werkzaamheden. Indien de opbrengst per individuele transactie meer dan € 450 bedraagt zal het meerdere boven € 450 ten goede komen aan ActivInvestor Real Estate N.V.

ActivInvestor Real Estate zal slechts beleggen in een niet-beursgenoteerde vastgoedonderneming waarmee de directie en/of de leden van de raad van commissarissen van ActivInvestor Management B.V. direct en/of indirect een economische en/of organisatorische verbondenheid mee hebben, indien deze belegging is goedgekeurd door een gewone meerderheid van de certificaathouders van ActivInvestor Real Estate.

b) *Overeenkomst Nederlandsche Participate Exchange B.V. (NPEX)*

De vennootschap is een overeenkomst inzake het beheer en de administratie van de certificaten en rekeningen van de deelnemers in ActivInvestor Real Estate met NPEX aangegaan. De directie heeft zich er van verzekerd dat de voorwaarden waaronder het beheer en de administratie verricht worden, marktconform zijn.

c) *Overeenkomst inzake bewaardiensten*

De vennootschap is voor haar beursgenoteerde posities een overeenkomst inzake bewaardiensten aangegaan met Kempen & Co N.V. ("de bewaarder"). Uit hoofde van deze overeenkomst levert de bewaarder bewaardiensten aan de vennootschap en houdt zij een rekening van bewaring aan. De bewaarder ontvangt jaarlijks een vergoeding voor de verleende bewaardiensten.

De vergoeding voor in bewaring gegeven effecten wordt zowel gerekend over de effectieve waarde van de effecten in depot, als over het aantal fondessoorten. Het bewaarloon wordt achteraf in rekening gebracht. De effectieve waarde wordt vastgesteld op grond van de laatst beursgenoteerde koersen per ultimo van het jaar waarover het bewaarloon wordt berekend. Voor in het buitenland bewaarde effecten wordt de effectieve waarde vermeerderd met een toeslag van 30%.

Tot € 4.537.802 is de vergoeding gelijk aan 0,04% over de effectieve waarde van de effecten in depot. Over het meerdere boven € 4.537.802 bedraagt de vergoeding 0,02% over de effectieve waarde van de effecten in depot.

Overeenkomstig de algemene regels voor bewaargeving van effecten verpandt de vennootschap al haar rechten, aanspraken en belangen in alle door de bewaargever gehouden liquide middelen, effecten en overige activa als zekerheid voor bestaande en toekomstige vorderingen jegens de vennootschap.

Van bovengenoemde partijen kan de contractpartij die wordt genoemd onder a) worden beschouwd als gelieerde onderneming. De directieleden en de commissarissen kunnen eveneens als gelieerde partijen worden aangemerkt.

De vennootschap is bepaalde transacties aangegaan met gelieerde partijen. Dergelijke transacties worden aangegaan in het kader van de normale bedrijfsuitoefening en op marktconforme voorwaarden (zie noot 8.2).

10) Niet in de balans opgenomen verplichtingen

Op 31 december 2013 had de vennootschap geen verplichting die niet op de balans is opgenomen.

11) Gebruik van financiële instrumenten

In het kader van de normale bedrijfsuitoefening koopt en verkoopt de vennootschap financiële instrumenten waarmee diverse financiële risico's worden gelopen, zoals markt-, krediet-, liquiditeits- en renterisico's.

a) Marktrisico

Het marktrisico bestaat voornamelijk uit onzekerheid ten aanzien van de toekomstige waarde van een financieel instrument veroorzaakt door veranderingen in de prijs, valuta en rentepercentages.

b) Prijsrisico

Het prijsrisico betreft het risico ten aanzien van de toekomstige waardering van financiële instrumenten als gevolg van ontwikkelingen van aandelenkoersen.

Dit risico wordt beperkt door middel van diversificatie van de beleggingsportefeuille.

Het overzicht van de geografische verdeling van de beleggingen in aandelen is opgenomen onder noot 7.1. In totaal belegt de vennootschap per 31 december 2013 in 21 vastgoedfondsen (2012: 20).

c) Valutarisico

Het valutarisico betreft het risico ten aanzien van de toekomstige waardering van financiële instrumenten als gevolg van veranderingen van valutakoersen.

De vennootschap belegt ook in vastgoedondernemingen die niet euro gedomineerd zijn. Als gevolg hiervan kan de vennootschap een direct valutarisico lopen. Indien dit wenselijk wordt geacht door de vennootschap wordt het valutarisico (gedeeltelijk) afgedekt.

d) Renterisico

Het renterisico betreft het risico ten aanzien van de toekomstige waardering van financiële instrumenten als gevolg van veranderingen van rentetarieven.

De vennootschap zelf loopt alleen een renterisico op de aangehouden liquiditeiten die per 31 december 2013 € 604.756 bedragen (2012: € 1.460.967). De liquide middelen zijn allen korter dan 1 jaar. Het algemene risico dat financiële instrumenten in waarde veranderen als gevolg van schommelingen in de rentetarieven wordt geacht inbegrepen te zijn in de term marktrisico.

e) Kredietrisico

Het belangrijkste kredietrisico is tekortkoming in de nakoming door een tegenpartij (de tegenpartij blijft in gebreke ten aanzien van de nakoming van haar contractuele verplichtingen), als gevolg van verslechtering van haar financiële situatie of om andere redenen. Het kredietrisico is over het algemeen groter in transacties met financiële instrumenten die buiten de beurs of in vreemde valuta worden verhandeld. Transacties met gerenommeerde partijen verkleinen het kredietrisico. De vennootschap beheerst het kredietrisico door de samenstelling van het totaal van haar contractpartijen te bewaken.

f) Liquiditeitsrisico

De vennootschap belegt in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde effecten. De beursgenoteerde beleggingen van de vennootschap worden aangemerkt als liquide indien deze worden verhandeld op gereguleerde effectenbeurzen.

De niet-beursgenoteerde effecten kennen een liquiditeitsrisico voor de vennootschap omdat een beperkte liquiditeit voor deze beleggingen geldt.

Ten aanzien van de verplichtingen geldt dat deze allen een looptijd hebben van korter dan 1 jaar.

12) Personeel

De vennootschap had in 2013 geen werknemers in dienst.

13) Bestuurders en raad van commissarissen

De directie over het fonds wordt gevoerd door de beheerder, ActivInvestor Management B.V. vertegenwoordigd door mevrouw J.M. Hogeslag en mevrouw J.J.M. Reijnen. De directie is belast met het besturen van de vennootschap.

ActivInvestor Real Estate heeft geen raad van commissarissen ingesteld.

ActivInvestor Management B.V. heeft een raad van commissarissen ingesteld. Tot lid van de raad van commissarissen zijn benoemd de heren P. Schuckink Kool en S. Israëls.

14) Goedkeuring van de jaarrekening

Het bestuur van de vennootschap heeft op 12 maart 2014 toestemming gegeven voor openbaarmaking van de jaarrekening.

ActivInvestor Management B.V.

Overige gegevens

1) Statutaire regeling winstbestemming

De winstbestemming is geregeld in artikel 26 van de statuten van de vennootschap. De winst staat ter beschikking van de algemene vergadering van aandeelhouders. De vennootschap kan aan de aandeelhouders slechts uitkeringen doen voor zover het eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden. Voor zover mogelijk en rechtens geoorloofd, mag de vennootschap interim dividend uitkeren op voorstel van de directie. De directie wil een dergelijk interim dividend binnen haar dividendbeleid jaarlijks voorstellen.

2) Voorstel verdeling nettoresultaat

Op 15 november 2013 heeft de directie besloten met inachtneming van het bepaalde in de statuten om een interim dividend 2013 uit te keren op de 31.343 uitstaande aandelen ten bedrage van € 783.572, zijnde € 25 per aandeel.

Aan de komende algemene vergadering van aandeelhouders zal worden voorgesteld om een slotdividend van € 25 per aandeel uit te keren aan de certificaathouders. De vennootschap zal in beginsel 15 procent dividendbelasting moeten inhouden op de door haar uit te keren dividenden. Het niet als dividend uit te keren deel van de nettowinst zal worden toegevoegd of onttrokken aan de diverse reserves.

	31-12-2013
	€
Netto resultaat	562.903
Uitgekeerd interim dividend	-783.572
Onttrekking aan de overige reserves	-220.669

Dit voorstel tot resultaatverdeling is nog niet in de jaarrekening verwerkt.

3) Gebeurtenissen na balansdatum

Na de balansdatum hebben zich geen belangrijke gebeurtenissen voorgedaan die van invloed zouden kunnen zijn op het inzicht in de jaarrekening dan de gebeurtenissen die reeds gebleken zijn uit de na de balansdatum gepubliceerde intrinsieke waarden.

4) Belangen van bestuurders en commissarissen

Overeenkomstig artikel 122, lid 2 van het Bgfo jo artikel 115 lid 9 Bgfo maken de bestuurders van de beheerder melding van het totale persoonlijke belang dat zij bij iedere belegging van de vennootschap aan het begin en het einde van het boekjaar hebben gehad.

Mevrouw J.M. Hogeslag en de mevrouw J.J.M. Reijnen hebben geen persoonlijk belang bij een belegging van de vennootschap gehad in 2013. De leden van de raad van commissarissen van ActivInvestor Management B.V. hebben geen persoonlijk belang gehad bij enige belegging van de vennootschap aan het begin en het einde van het boekjaar 2013.

De leden van de directie en de raad van commissarissen van ActivInvestor Management B.V. hebben de volgende belangen in ActivInvestor Real Estate N.V.

Mevrouw J.J.M. Reijnen	direct en indirect 565 aandelen
Mevrouw J.M. Hogeslag	direct en indirect 146,49 aandelen
De heer P. Schuckink Kool	200 aandelen
De heer S. Israëls	72,21 aandelen

Potentieel tegenstrijdig belang

De vennootschap zal slechts beleggen in een niet-beursgenoteerde vastgoedonderneming waarmee de directie en/of de leden van de raad van commissarissen van ActivInvestor Management B.V. direct en/of indirect een economische en/of organisatorische verbondenheid mee hebben, indien deze belegging is goedgekeurd door een gewone meerderheid van de certificaathouders van de vennootschap.

5) Vergunning Wet op het financieel toezicht

ActivInvestor Management B.V. is in het bezit van een vergunning op grond van de Wet financieel toezicht en staat onder toezicht van de AFM. ActivInvestor Management B.V. staat onder prudentieel toezicht van De Nederlandsche Bank. Wijzigingen van de voorwaarden van de vennootschap waardoor rechten of zekerheden van de aandeelhouders worden verminderd of lasten aan hen worden opgelegd, worden na één maand van kracht conform artikel 115 w Bgfo jo artikel 4:47 Wft lid 2.

6) CONTROLEVERKLARING VAN DE ONAFHANKELIJKE ACCOUNTANT

Aan: de algemene vergadering van aandeelhouders van ActivInvestor Real Estate N.V.

Verklaring betreffende de jaarrekening

Wij hebben de in dit rapport opgenomen jaarrekening 2013 van ActivInvestor Real Estate N.V. te Amsterdam gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2013 en de winst-en-verliesrekening over 2013 met de toelichting, waarin zijn opgenomen een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

Verantwoordelijkheid van de directie

De directie van de vennootschap 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) en met de Wet op het financieel toezicht. De directie 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 jaarrekening 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 vennootschap. Een controle omvat tevens het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van de door de directie van de vennootschap 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 betreffende de jaarrekening

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en samenstelling van het vermogen van ActivInvestor Real Estate N.V. per 31 december 2013 en van het resultaat over 2013 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en met de Wet op het financieel toezicht.

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.

Amstelveen, 12 maart 2014

BDO Audit & Assurance B.V.
namens deze,

w.g.
drs. H.W. Opentij RA

Adressen

Statutaire zetel	ActivInvestor Real Estate N.V. Van Leijenberghlaan 197-C 1082 GG Amsterdam Postbus 75332 1070 AH Amsterdam Telefoon 020 - 305 86 10 Fax 020 – 305 86 19 info@activinvestor.com www.activinvestor.com
Beheerder	ActivInvestor Management B.V. Van Leijenberghlaan 197-C 1082 GG Amsterdam Postbus 75332 1070 AH Amsterdam Telefoon 020 - 305 86 10 Fax 020 – 305 86 19 info@activinvestor.com www.activinvestor.com
Notaris	Gietema Legal mr O.N. Gietema Jansbuitensingel 30 6811 AE Arnhem
Accountants	BDO Audit & Assurance B.V. Krijgsman 9 Postbus 71730 1008 DE Amsterdam
Fiscaal adviseurs	Loyens& Loeff N.V. Fred. Roeskestraat 100 1076 ED Amsterdam
Bank	ABN AMRO Bank N.V. Postbus 90 1000 AB Amsterdam
Custodian	Kempen& Co N.V. Beethovenstraat 300 1077 WZ Amsterdam
NPEX	NPEX, Nederlandsche Participatie Exchange Caballero Fabriek Saturnusstraat 60 – 75 2516 AH Den Haag

ActivInvestor Real Estate N.V.

Van Leijenberghlaan 197-C
1082 GG Amsterdam
Postbus 75332
1070 AH Amsterdam
The Netherlands

telefoon: 020 - 305 86 10

fax: 020 - 305 86 19

e-mail: info@activinvestor.com

internet: www.activinvestor.com