

visieopvastgoed

Home

Ruud de Wit

Visie op vastgoed, een blog die verder gaat dan stenen

Een 'kleine' studie: de tijden van Robeco keren een beetje terug bij de overname van Westfield door Unibail-Rodamco

Posted by [ruuddewit](#) on december 19, 2017 · [1 reactie](#)

Dat het winkelcentrumfonds Unibail-Rodamco de van oorsprong Australische branchegenoot Westfield – met een Amerikaans-Britse portefeuille – overneemt, brengt Nederlandse vastgoedherinneringen uit een ver verleden naar boven. Immers: een deel van de Unibail-Rodamco portefeuille gaat terug naar de oprichting van het vastgoedbedrijf Rodamco in 1979. Ook behoorde een deel van de portefeuille van Westfield ooit toe aan het Robeco-fonds Rodamco North America.

unibail-rodamco

Ik heb de afgelopen week nog eens gebladerd door de papieren edities van Vastgoedmarkt door de jaren heen – jammer genoeg is de inhoud van ruim veertig jaar Vastgoedmarkt nog steeds niet digitaal beschikbaar – en dat levert erg interessant materiaal op over de manier waarop de nieuwe gigantische winkelvastgoedreus Unibail-Rodamco/Westfield – met een totaal vermogen aan winkelcentra in Europa en de Verenigde Staten van ruim 60 miljard euro – tot stand is gekomen.

In feite begint de geschiedenis van Unibail-Rodamco voor een aanzienlijk deel in 1979, toen de Rotterdamse vermogensbeheerder Robeco besloot een apart vastgoedfonds in de markt te zetten, met de naam Rodamco. Dit fonds had vastgoed in de Verenigde Staten, in het Verenigd Koninkrijk, in Europa en zelfs een kleine portefeuille in het Verre Oosten op de balans staan. Het was de tijd dat institutionele beleggers – en vooral de pensioenfondsen – feitelijk alleen direct in vastgoed belegden en ook slechts beperkte mogelijkheden hadden om te investeren buiten de landsgrenzen.

In 1991 nam het pensioenfonds ABP een belang van 15 procent in Rodamco ter waarde van 2,5 miljard gulden. Dat was een beslissing van Jan Reijnen – voorzitter van de raad van bestuur van het ABP, ex-burgemeester van Heerlen en afkomstig uit de KVP/CDA – samen met zijn in 2011 overleden directeur vastgoed, professor Jan-Willem Goslings. Het was de eerste stap van het later volledig indirect gaan van het ABP.

Deze investering in Rodamco kwam Reijnen en Goslings op veel kritiek te staan, onder meer van de vastgoedafdeling bij ABP, die van mening was dat er veel te veel werd betaald voor het 15 procent-belang. Dat bleek vervolgens te kloppen. Algemeen wordt aangenomen dat deze aankoop het ABP een half miljard gulden heeft gekost. Ondanks de harde kritiek van de Rekenkamer op het duo, konden ze beiden blijven zitten. Goslings tot 1994 en Reijnen zelfs tot 1997. De ironie is dat ik – toen ik me eind 1994 in Zuid-Limburg vestigde om toe te treden tot de hoofdredactie van het Limburgs Dagblad – het huis van Goslings kocht, zonder ook maar iets over hem te weten. Blijkbaar was in de sterren van het Limburgse Heuvelland voorbestemd dat ik daarna als journalist ‘iets’ met vastgoed zou gaan doen.

In 1999 nam Robeco de beslissing om de met zware verliezen draaiende Rodamco-portefeuille – geleid door Jan de Kreij – op te splitsen in vier regionale vastgoedfondsen: Rodamco North America, Rodamco Asia, Rodamco UK dat Haslemere UK ging heten, en Rodamco Europe. Van deze portefeuilles was die van Rodamco North America met een portefeuille van 4,6 miljard gulden de grootste in omvang. Rodamco Europe had eind 1999 een portefeuille van 4,2 miljard gulden, Rodamco UK 2,7 miljard gulden en Rodamco Asia omvatte 785 miljoen gulden aan vastgoed. De belangrijkste reden voor deze opsplitsing was het achterblijven van het fonds bij concurrerende globale vastgoedfondsen, die echter niet tegelijk in verschillende continenten opereerden en daardoor voor veel beleggers minder interessant waren. Aandeelhouders kozen toen nog veelal voor regionale fondsen, ook vanwege de soms grote valutarisico's. Daar kwam nog bij dat Rodamco veel zwaarder gefinancierd was dan veel concurrenten.

Het ABP kreeg, als gevolg van de opsplitsing 20 procent in de vier nieuwe beursgenoteerde vastgoedfondsen, die overigens vanaf de start onder de intrinsieke waarde van de portefeuilles noteerden. De vier vastgoedfondsen waren gemengd samengesteld, maar het winkelcentrum- en winkeldeel in de portefeuilles was overheersend. Zo zaten er in de portefeuille van Rodamco North America maar liefst 35 winkelcentra.

De oprichter en voormalige hoofdredacteur van Vastgoedmarkt, Dirk Rompelman, herinnert zich de opsplitsing nog goed: ‘Rodamco had in 1999 een vastgoedbeleggingsportefeuille van in totaal 5,65 miljard euro (12,5 miljard gulden) en daarmee was het op afstand het grootste wereldwijd beleggende beursgenoteerde vastgoedfonds. Geen enkele vastgoedbeleggingsmaatschappij in binnen- of buitenland haalde die omvang. Maar de vooral institutionele aandeelhouders (overwegend Nederlandse) waren toch bang dat het management van Rodamco in Rotterdam uiteindelijk niet voldoende expertise (en lokaal overwicht) zou hebben om in die globale markten binnen één fonds te opereren. Ze eisten dus opsplitsing’.

De opsplitsing maakte de vier nieuwe fondsen – mede omdat ze onder discount genoteerd waren – al snel een speelbal op de overnamemarkt. De eerste die ‘ging’, was Rodamco North America. In 2001 verkocht ABP – met bijna 30 procent van de aandelen in het fonds – 23,9 procent daarvan aan de van oorsprong Australische belegger Westfield voor een bedrag van 537 miljoen euro, wat neerkomt op 51,12 euro per aandeel. Dat werd door andere aandeelhouders en ook door de commissarissen en de raad van bestuur van het fonds als ‘een vijandige poging’ om het hele fonds over te nemen beschouwd. Dat was overigens een flinke prijs per aandeel, die het ABP ontving; de koers van Rodamco North America schommelde in die tijd rond de 41 euro. ABP behield echter zelf nog 6,6 procent van de aandelen achter de hand.



Omdat Westfield er niet in slaagde ook andere aandeelhouders over de streep te trekken, liep deze vijandige overname aanvankelijk op niets uit. Te meer omdat de bestuurders van het fonds besloten 15 miljoen aandelen extra uit te geven om Westfield op afstand te houden. Dat leidde tot een onverkwikkelijke zaak bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof in Amsterdam die de bestuurders in het ongelijk stelde en zelfs sprak over 'wanbeleid'. De pogingen om Westfield buiten de deur te houden hebben de aandeelhouders van Rodamco North America uiteindelijk 39 miljoen euro aan vooral juridische uitgaven gekost.

In januari 2002 viel het doek voor het vastgoedfonds alsnog. Rodamco North America maakte zelf bekend dat zij een overeenkomst had getekend op grond waarvan Westfield America Trust, de Simon Property Group en The Rouse Company al het vastgoedfonds zouden verwerven via een aankoop in contanten van alle activa. Het drietal was zelfs bereid 55 euro per aandeel te betalen. Dat kwam neer op een bedrag van 2,5 miljard euro voor alle activa. Dat Westfield uiteindelijk niet de enige koper voor Rodamco North America was – op dat moment in omvang het vierde Amerikaanse genoteerde vastgoedfonds – had puur met de financiering te maken. Het was Westfield zelf die de tweede andere partijen erbij haalde. Met de deal van januari 2002 kreeg Westfield uiteindelijk 43 procent van de portefeuille in handen (goed voor 14 winkelcentra). 'Simon' kreeg 30 procent (13 winkelcentra) en The Rouse Company 27 procent (8 winkelcentra). Overigens behield de Simon Property Group met deze deal wel de koppositie van Amerikaanse REITS in winkelcentra. Een deel van de winkelcentra die Westfield in 2002 van Rodamco kocht, komen dus nu weer terug bij Unibail-Rodamco.

Het tweede voormalige Rodamco-fonds dat van de beurs verdween, was Haslemere, het voormalige Rodamco UK. De verkoop daarvan aan het voornamelijk uit Israëliische investeerders bestaande Brack Capital werd in maart 2002 bekend gemaakt. Brack Capital bood 1,46 miljard euro in contanten, wat neerkomt op een bod van 63,75 euro per aandeel. ABP haalde hiermee 372 miljoen euro binnen. Het bod lag echter, net als bij Rodamco North America, aanzienlijk lager dan de waarde van de onderliggende vastgoedportefeuille. Anders dan bij het Amerikaanse Rodamco-fonds bleef Haslemere aanvankelijk na de overname als fonds bestaan. Maar al snel werd duidelijk dat de nieuwe eigenaren erop uit waren om zo snel mogelijk hun geld terug te halen, want het fonds ging in een ras tempo over tot de verkoop van grote delen van het vastgoed. Uiteindelijk werd het fonds toch twee jaar later van de beurs gehaald door de verkoop van de resterende portefeuille aan GE Real Estate voor een bedrag van 234,6 miljoen euro.

Het derde fonds dat werd verkocht, was het kleine Rodamco Asia. Dat ging in maart 2004 verrassend naar de vastgoed asset manager van ING, ING REIM met een bod van 18 euro per aandeel wat neerkomt op een totaalbedrag van een kleine 420 miljoen euro.



En tenslotte volgde dan in april 2007 Rodamco Europe dat fuseerde met – of beter geformuleerd – werd overgenomen door het Franse Unibail. Rodamco Europe was op dat moment Europa's grootste beursgenoteerde belegger in winkelcentra en -panden en was actief Nederland, België, Zweden en Spanje, met een belegd vermogen van 10,6 miljard euro. Hieruit kan worden geconcludeerd dat Rodamco Europe in een kleine zeven jaar de portefeuille had verviervoudigd. Unibail was vooral actief in Frankrijk en de waarde van de vastgoedportefeuille was 10,9 miljard euro, maar bestond uit zowel winkelcentra, kantoren en tentoonstellings- en congresruimten. Het bod van Unibail kwam neer op ongeveer 11,2 miljard euro, dus met een aardige premie voor de aandeelhouders, onder wie het ABP. Het is algemeen bekend dat juist het ABP een drijvende kracht is geweest achter het samengaan van beide fondsen. ABP was immers ook een belangrijke aandeelhouder van Unibail en zag synergievoordelen, overigens op eenzelfde manier als nu bij het samengaan van Unibail-Rodamco en Westfield.

De overname was aanvankelijk opgezet op basis van gelijkwaardigheid – het hoofdkantoor van Unibail-Rodamco was zelfs nog enige tijd in Amsterdam gevestigd – maar afgezien van de handhaving van de naam Rodamco is er weinig van het Nederlandse element overgebleven, hoewel er ook in de huidige raad van bestuur nog altijd een Nederlander – Jaap Tonckens als CFO – is opgenomen. Het grootste deel van de Nederlandse vastgoedportefeuille van Rodamco Europe – lange tijd ook het meest omvangrijke deel van de totale portefeuille – is inmiddels ook afgestoten.



En nu is er dus de overname van Westfield door het machtige Unibail-Rodamco. Met Westfield krijgt Unibail-Rodamco er in ieder geval winkelcentra in twee andere grote, globale markten bij: de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk met in totaal 35 winkelcentra met 6500 winkels, vooral gesitueerd in de duurder steden. De portefeuille van Unibail-Rodamco/Westfield samen is nog indrukwekkender: 104 winkelcentra met een marktwaarde van 61,1 miljard euro. Voor een deel past de overname van Westfield zeker in de vastgoedstrategie van Unibail-Rodamco, met een hoofddaccent op dominante winkelcentra van meer dan 50.000 m². Unibail-Rodamco is de afgelopen tien jaar daarin uitermate succesvol gebleken: het fonds verdubbelde zijn portefeuille op eigen kracht, behaalde uitstekende resultaten met een sterke koersstijging, was al het grootste retailvastgoedfonds in Europa en wordt dat nu wereldwijd.

Er is een aantal observaties te maken bij de overname van Westfield door Unibail-Rodamco:

- In een financiële wereld waarbij private equity – met name vanuit buiten Europa – de toon zet bij vastgoedtransacties, is het opvallend dat dit keer een Europees vastgoedfonds een tegenovergestelde beweging maakt. Blijkbaar zijn de over het algemeen ‘voorzichtigere’ institutionele Europese beleggers die al in Unibail-Rodamco zitten, in dit geval toch bang dat ze helemaal de boot missen in de huidige vastgoedhause.
- In het verlengde daarvan: het was veel aannemelijker geweest dat Westfield van de beurs was gehaald door private equity. Dat kan twee dingen betekenen: Unibail-Rodamco heeft alert gereageerd op de aanname dat het niet zo goed ging bij Westfield. Het Amerikaanse vastgoedfonds liet al enige tijd een aanzienlijke waardedaling zien. Of private equity heeft te veel twijfels gehad om snel een eventuele investering in Westfield terug te halen.
- Met dat laatste samenhangend: er gaan al enige tijd verhalen dat de tendens om ‘grote winkelcentra’ dominant te laten zijn in het totale retaillandschap, voorbij is. De toekomst van met name zeer grote winkelcentra staat dus ter discussie. Ik denk dat dat onzin is. Maar om ze ook de komende decennia goed te laten blijven draaien, is professioneel en deskundig management nodig, met een sterk oog op vernieuwing. Dat is, gezien de track-record, zeker aan het management van Unibail-Rodamco toevertrouwd.
- Westfield is veel verder met het ‘marketen’ en ‘branden’ van de eigen winkelcentra dan Unibail-Rodamco. Ik ben benieuwd of Unibail-Rodamco dit van Westfield overneemt of juist afzwakt.
- Zeker niet alle Westfield-winkelcentra passen in de strategie van Unibail-Rodamco. De verwachting is dat al snel een deel van de portefeuille zal worden afgestoten. In de markt wordt zelfs een bedrag van 7 miljard euro genoemd. Dat is niet nieuw. Dit gebeurde ook met de overname van Rodamco Europe door Unibail.
- Terugkijkend is de overname van Westfield door Unibail-Rodamco niet eens zo vreemd. We zien al langer een concentratie van Amerikaanse winkelcentra-beleggers met een knipoog (of meer) naar Europa. In dit verband is de dominante positie van de Simon Property Group bij het eveneens Franse Klépierre illustratief. Het zou me niets verbazen dat op termijn ook Simon en Klépierre samengaan.
- In de analyses die over de deal van Unibail-Rodamco met Westfield zijn verschenen, is veel gespeculeerd over de aangegeven synergiewaarde van 100 miljoen euro per jaar. Veel analisten twifelen daaraan. Maar voor zowel de Europese als Amerikaanse retailbrands in winkelcentra biedt de nieuwe gecombineerde portefeuille wel degelijk voordelen. Europese retailers die nu de Unibail-Rodamco-winkelcentra domineren, kunnen veel makkelijker de overstap naar de Verenigde Staten maken en het omgekeerde geldt ook. Verder speelt Unibail-Rodamco, dat geen winkelcentra in het Verenigd Koninkrijk heeft, met de overname in op de Brexit.

Ik denk dat de overname van Westfield door Unibail-Rodamco in menig opzicht interessant is, maar vooral een nieuwe werkelijkheid inluidt voor met name institutionele en particuliere beleggers die in retailvastgoed willen blijven zitten. En met een knipoog naar het verleden mogen we ook zeggen dat de unieke positie die de Nederlandse vastgoedbranche juist op het gebied van het ontwikkelen van en het beleggen in Europese en globale winkelcentra heeft gehad – met Multi, Forum Invest, MAB en ING Real Estate Development als ontwikkelaars en ABP, PGGM, ING REIM, Robeco als investeerders om er een paar te noemen – toch nog enigszins wordt voortgezet in de nieuwe vastgoedgigant Unibail-Rodamco/Westfield.

Filed under [*Uncategorized*](#)

Comments

One Response to “Een ‘kleine’ studie: de tijden van Robeco keren een beetje terug bij de overname van Westfield door Unibail-Rodamco”

paul schreef:

december 19, 2017 om 12:46 pm

Leuk verhaal. Bij burgemeester Reijnen te Oldenzaal heb ik in mijn jeugd de krant nog mogen bezorgen.

Interessant verhaal: het roept de vraag op of politici / openbare bestuurders wel geschikt zijn als toezichthouders. Geschiedenis laat meer mislukkingen zien dan successen.

Schoenmaker, houd je bij je leest geldt ook hier. Dhr Reijnen was een goed openbaar bestuurder.

Beantwoorden

visieopvastgoed · Ruud's visie op vastgoed

Maak een gratis website of blog op WordPress.com.