

DE TRAGEDIE WERELDHAVE

Het beursfonds als een smeltend ijsblokje

Mijn wonderbaarlijke tocht als aanvoerder van
het eerste aandeelhouder activisme
op social media in Nederland

Volgens **De Brauw Blackstone Westbroek**

een van meest vermeldenswaardige activisten acties van de afgelopen vijftien jaar

Het Financieele Dagblad

“Groep aandeelhouders schotelt Wereldhave een 'kraakheldere' visie voor”

Voorwoord van Pieter Lakeman

Voor u ligt een bijzonder boek over het bedrijfsleven. Het begint met lichtvoetige,
makkelijk te begrijpen en terzake doende kritiek op het incapabele management.

Ik heb het met plezier gelezen.

THE THIRD WAY

DE TRAGEDIE WERELDHAVE

Het beursfonds als een smeltend ijsblokje

Mijn wonderbaarlijke tocht als aanvoerder van het
eerste aandeelhouder activisme op social media in
Nederland

THE THIRD WAY

Voorwoord door Pieter Lakeman

Disclaimers

© 2021. Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Ondanks alle aan de samenstelling van dit boek bestede zorg kan noch de uitgever noch de auteur aansprakelijk worden gesteld voor eventuele schade die het gevolg is van enige fout in deze uitgave.

Dit boek is nadrukkelijk geschreven ter vermaak, door The Third Way. De auteur staat niet in voor de correctheid van alle berekeningen en stellingen van zijn alias.

Inhoudsopgave

Voorwoord	vi
I De Eerste Zetten	1
1 Hoe het allemaal begon	2
2 Hoe een grap doodserius wordt (gemaakt)...	6
II Stap 1 van de Nieuwe Wereldhave Strategie: De Verkoop van Winkelcentra	9
1 De hoofdprijs van de Raad van Bestuur	10
2 Een kasteel in de lucht	13
3 Een miljardair, de AFM en een jurist	16
4 Een koningsdrama te Maassluis	18
5 To create a sense of urgency	25
6 Weer een vergadering met de Raad van Bestuur	28
7 Tijdsdruk in de praktijk	31
8 De Franse verkopen	32
9 Hoeveel is er verloren gegaan tijdens stap 1?	37
10 Buy high, sell low	45
11 Tom Poes, verzin een list	48
12 If you can't convince them, confuse them	52
13 De accountant	58

14 Wanneer de rook is opgetrokken: een vergelijking met de concurrentie	60
15 Een ondraaglijke lichtheid	65
16 Hoe nu verder?	76
17 Ter afsluiting: het smeltend ijsblokje	82

III Stap 2 van de Nieuwe Wereldhave Strategie: De Investeringsplannen

A: Introductie tot de Nieuwe Concepten 86

1 De nieuwe strategie waar het om draait	87
2 Wereldhave is de baas in B-steden	90
3 ABN Amro Bank advies: Organisational Unrest	92
4 Het verloren monopolie van de winkelstraat	94
5 Wereldhave België – Nederland: 1-0	97
6 Waarheen leidt de winkelweg?	99
7 De nieuwe toekomstbestendige oplossing	111
8 Pappa loop toch niet zo snel	118
9 Is stap 2 van de nieuwe strategie gebaseerd op nog een denkfout?	120
10 Conclusie van Deel IIIA	122

III Stap 2 van de Nieuwe Wereldhave Strategie: De Investeringsplannen

B: Financieel Model 124

1 Een inleidende parabel	125
2 De gewaardeerde berekeningen	128
3 Een dichtgetimmerd verhaald	131

4 Een rondje doen met de experts?	134
5 De analyse van een investering in de praktijk: Hoofddorp	136
III Stap 2 van de Nieuwe Wereldhave Strategie: De Investeringsplannen	
C: De Tweede Open Brief en de Conclusie	145
1 De tweede open brief	146
2 Een leger advocaten	148
3 Waar is het verdienmodel?	153
4 Negeer je leeftijd op eigen risico	156
IV The Sky Is Blue: Waarom U Niet Altijd de Experts Moet Volgen	162
1 Plus ça change, plus ça teste la même chose	163
2 The sky is blue	167
3 Hoe verstandig moet uw CEO zijn?	168
4 Van een krimp naar een groeimarkt	173
5 Van Wereldhave naar dorpsplein	180
6 Een vergelijking in de praktijk: wederom Hoofddorp	187
7 Daar gaat ook de upside	190
8 Validatie in praktijk	193
9 Wil de expert er een miljard bij?	198
10 Brief aan Aat	200
V Over Veel Vergaderen, Welverdiende Bonussen, een Tennisclub en de Laatste Aandeelhoudersvergadering	206
1 Hoe je het probleem oplost? Met heel veel vergaderen	207

2 Een welverdiende bonus	210
3 De toegevoegde waarde van een aandeelhoudersvergadering	213
4 De aandeelhoudersvergadering, het afscheid	219
Nawoord	224
Bijlages	227
Bijlage 1:	
Het Eerste Plannetje: 20-20 Vision	229
Bijlage 2:	
De Tweede Open Brief Volledig: De Berekeningen van Stap 2	238
Bijlage 3:	
De Tweede Open Brief (Origineel)	245
Over de auteur	

Voorwoord

Voor u ligt een bijzonder boek over het bedrijfsleven. Het begint met lichtvoetige, makkelijk te begrijpen en ter zake doende kritiek op het incapabele management van een beursfonds: Wereldhave.

De schrijver benadert de problematiek van een slecht geleid bedrijf dat meerdere trucs toepast om het falen van het management te verbloemen op lichtvoetige maar inhoudelijk ter zake doende wijze.

Gaandeweg neemt het analytisch gehalte van het boek toe en stijgt bij de lezer de verbazing over de amateuristische en intellectueel laagstaande wijze waarop de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van Wereldhave optreden, zowel in aandeelhoudersvergaderingen als bij het nemen van belangrijke besluiten.

Roel Oldeman combineert de toegankelijke inleiding met een gedegen cijferkundige analyse van het wanbeleid van de onderneming en ik heb respect voor de wijze waarop de schrijver deze zaken op niet gefrustreerde toon beschrijft. Het lijkt er bijna op alsof hij zich vrolijk kan maken gedurende ruim een jaar zoiets merkwaardigs in werkelijkheid te hebben mogen meemaken.

In de loop van het boek gaat het bijna ongemerkt over in een soort instructieboek over hoe je een zelf voldaan en vrij management vakkundig tot een werkelijke waarde kunt terugbrengen.

Oldeman voorziet de ondergang van Wereldhave in 2025 en de kans dat hij gelijk krijgt lijkt me groter dan 50% met dien verstande dat, wanneer de beurskoers nog verder daalt, niet uitgesloten kan worden dat het fonds wordt overgenomen.

Pieter Lakeman

Deel I

De Eerste Zetten

1

Hoe het allemaal begon

Er is net reuring ontstaan op de vaderlandse beurs. Aandeelhouders uiten hun afschuw over de net aangekondigde strategie van het beursfonds Wereldhave en op de financiële markten wedden de beleggers massaal tegen de koers, tot ongehoorde hoogtes, tot met grote afstand het meest 'geshorte' aandeel van Nederland.

"Wij gaan ervandoor, tot straks bij de lunch!" Vrouw en kinderen gaan er op uit. We hebben net ontbeten en ik zit onderuitgezakt op de bank op een februari ochtend in 2020. Wat zal ik de komende uren gaan doen nu dat de zoete pannenkoeken en de koffie mijn luie ik een boost hebben gegeven? Ik besluit mijn laptop erbij te pakken en me er in te verdiepen.

Wereldhave is een overzichtelijk bedrijf. Het bezit een dertigtal winkelcentra in Nederland, België en Frankrijk, samen rond de drie miljard euro waard. De winst bestaat heel eenvoudig gesteld uit de huur minus de gemaakte bedrijfskosten, voornamelijk onderhoud en management. That's it.

Op het forum van Nederland's grootste beleggingswebsite IEX tuimelt men over elkaar heen. Goede discussies slaan soms ook om in frustratie. Balorig besluit mijn nerd kant om er nog verder in te duiken. Al snel vallen een paar dingen op. Het bedrijf is al een decennium lang in verval en telkens weer is de oplossing dezelfde: een stel winkelcentra verkopen, de schuld daarmee saneren en met een nieuw ronkend plan doorgaan totdat... er weer verkocht moet worden. Het bedrijf lijkt wel een smeltend ijsblokje.

De nieuwe strategie past binnen die trend en heeft een aantal inconsistenties, vindt de nerd:

1. Stap 1 voorziet om de minste centra te verkopen tegen de hoofdprijs, drie keer wat de beurskoers er dan voor geeft, om zo de door management voorspelde teloorgang van de... beste te stabiliseren. Saillant detail: volgens de vorige CEO waren die mindere centra juist onverkoopbaar.
2. Stap 2 voorziet om met de opbrengsten van stap 1 een nieuwe 'future-proof' groep neer te zetten met als belofte een 'sustainable' winst van maar de helft (sic) van voorheen. Op basis van ideeën die als 'market leading' gepresenteerd worden maar 'boring' conventioneel klinken.

Opvallend, in stap 1 wordt maar liefst een derde van de winkelcentra verkocht en de opbrengsten worden onderweg volledig opgesoupeerd in stap 2. Lijkt niet zo 'smart'? De presentatie ziet er verder opvallend gelikt uit. En ja: onopvallend in kleine lettertjes staat de handtekening van een consultant. Een paar jongelui lijkt deze strategie mede in elkaar te hebben gedraaid onder het mom dat mijn broer ook in zijn succesvolle consultancy bezigt: perceptie is de eerste 99%.

Omdat ik niet veel tijd heb tot de lunch focus ik alleen op het bovenstaande en ram snel een alternatieve strategie in elkaar. Essentie: indien je toch denkt de hoofdprijzen te kunnen vangen, verkoop dan niet alleen je slechtste centra maar doe er nog eens een derde bij zodat je al jouw buitenlandse centra verkocht hebt. Resultaat: binnen twee jaar 333% meer winst en op lange termijn een houdbare tent geconcentreerd op Nederland, die weer gezond kan groeien conform je eigen strategie. Dat geeft ook nog eens minder risico, stelde het bedrijf impliciet zelf. En om er een mooie strik omheen te doen stel ik min of meer dat de strategie onder stap 2 verder prima lijkt, ook al heb ik er niet in detail naar gekeken.

Alles is dus conform management's eigen logica, ontken het nu maar eens! De nerd zei toch al dat hij in een balorige bui was? Wanneer de kinderen thuiskomen, zet ik het plan snel online onder mijn IEX alias The Third Way.

De rest is u misschien al bekend: het gaat viraal, aandeelhouders verzamelen zich erachter, het bedrijf doet onderzoek naar mij, publicaties in de gespecialiseerde media

volgen, bankiers en analisten stellen kritische vragen. En ook een mijlpaal voor de eerste social media beweging in de Nederlandse financiële sector: het gereputeerd advocatenkantoor De Brauw Blackstone Westbroek neemt het op in haar lijstje van meest opvallende gebeurtenissen over de afgelopen vijftien jaar, ondermeer op 14-10-'20 en 23-8-'21 in publicaties in The Law Reviews getiteld: *'The Shareholder Rights and Activism Review: Netherlands'*.

Te midden van ABN AMRO, Philips en Akzo Nobel enerzijds en mijn collega activisten zoals TCI, JANA Capital en Elliott Management anderzijds. Nog steeds balorig. . .

Waarom ik er zelf niets van verwachtte, mijn plannetje als een ludiek fait divers zag? Zelfs niet aan consequenties dacht? Het lijkt allemaal zo voor de hand liggend. Zoals de bank Degroof Petercam indertijd stelde met betrekking tot het nieuwe strategische plan, bescheiden op de cover van Wereldhave's presentatie aangekondigd als: *'The First Transformation Strategy in European Retail Real Estate'*.

Het is "vaag". En dat het "eerst zal leiden tot scherp lagere resultaten, voordat er hopelijk wat groei wordt geleverd." De lunch bestond uit lekker belegde croissants en warme chocolademelk met room, moet kunnen voordat we gezellig maar hard gaan sporten.

Table 1		
Activist shareholder	Target	Objective
The Children's Investment Fund (TCI)	ABN AMRO	Pushing for a sale of ABN AMRO
Centaurus	Stork, Ahold (together with Paulson & Co) and SBM Offshore	Pushing for a split-up (Stork); selling US activities (Ahold); requesting a different financing structure (SBM Offshore)
Hermes	ASMI, and Océ (together with Orbis)	Pushing for a split-up and changes in board composition (ASMI); litigation against recommended takeover (Océ)
Third Point	DSM and Philips	Suggesting a split-up (DSM); stakebuilding (Philips)
RWC	Corbion and AMG	Stakebuilding (Corbion); discussions about strategy, board composition and board compensation (AMG)
Paulson & Co	Stork (together with Centaurus), KPN and Ahold (together with Centaurus)	Pushing for a split-up (Stork); stakebuilding (KPN); selling US activities (Ahold)
JANA Capital	Philips and TNT Express	Talks on performance and capital structure (Philips); pushing for a sale and changes in board composition (TNT Express)
Highfields Capital Management	Delta Lloyd	'Vote no' campaign against Delta Lloyd's proposed rights offering
TT International	TomTom	Suggesting a split-up of TomTom into parts
Eminence Capital	ASMI	Pushing for sale of ASMI's 34 per cent stake in Asian subsidiary ASM PT
Elliott Advisors	AkzoNobel and NXP	Pressing for a takeover by PPG (AkzoNobel); contesting the agreed offer price in the takeover by Qualcomm (NXP)
PGGM, CalSTRS and the City of New York and the State of New York Pension Funds	Mylan	'Vote no' campaign regarding board nominees and executive compensation package
ValueAct Capital	Royal Vopak	Stakebuilding
Elliott Advisors	Intertrust	Stakebuilding
Elliott Advisors	NN Group	Stakebuilding; discussions about undervaluation; return of capital to shareholders and strategic footprint
The Third Way (group of investors)	Wereldhave	Stakebuilding; proposals for adopting an alternative strategy
DavidsonKempner	QIAGEN	Contesting the agreed offer price in the takeover by Thermo Fisher

Figure 1.1: Shareholder-activisme in Nederland in de afgelopen vijftien jaar. Bron: De Brauw Blackstone Westbroek

2

Hoe een grap doodserieus wordt (gemaakt)...

Op een ochtend in februari 2020 wordt mijn als ludiek bedoeld plannetje nauwelijks opgepoetst als een open brief aan Wereldhave gepubliceerd op de voorpagina van beleggersplatform IEX. U vindt hem integraal in Bijlage 1. Daar zult u zien, niet te loochenen valt de afkomst van een ontbijtservetje. Maar door de staccato stijl is het overzichtelijk en snel behapbaar. Er is voor de publicatie een appendix met uitleg aan toegevoegd.

Ik doe rustig mijn ding op het werk wanneer een tsunami me meteen dezelfde ochtend overvalt: een door Wereldhave ingehuurd internationaal PR-bureau wil mijn gegevens van IEX hebben, Wereldhave zelf stuurt een persbericht de wereld in, het Financieel Dagblad wil een interview, de brief gaat viraal, aandeelhouders bieden hun steun en willen zich aansluiten. Oeps...

Ga ik hierin mee? Wereldhave neemt het wel heel serieus dus ik ben getriggerd en er is momentum, dus laten we eens zien wat het genereert. Ik moet snel ageren: nee FD, ik wil echt geen interview over mijn persoon, eventueel wel over het plannetje. Ja, zowel het FD als het PR-bureau en Wereldhave mogen alles over me weten. Maar het gaat niet om mij maar het plannetje, beloofd? En ook richting mezelf: je hebt net een nieuwe baan, je moet de uitgang openhouden. Ik vertel het FD dat het een in allerhaast geschreven ding is en het dezelfde dag gepubliceerd artikel vertelt dat.

Maar het FD positioneert ons ook prominent als een activistische groep met de titel:

“Groep aandeelhouders schotelt Wereldhave een 'kraakheldere' visie voor.”

Via een snel opgezet TTW email adres en het IEX forum stuur ik alles aan. 's Avonds realiseer ik me dat het weinig werk geeft indien ik strak regisseer, derhalve besluit ik om nieuwe TTW leden toe te laten, want zo dopen we in navolging van het FD de ontevreden groep van aandeelhouders. Binnen no time zitten we tegen de honderd leden en wanneer ik een paar weken later het, weliswaar ongecontroleerd, aandelenbezit tel zitten we rond de 2% van het totaal. Dat is comfortabel boven de 1% benodigd voor het agenderen van actiepunten op de komende aandeelhoudersvergadering. Het wordt steeds serieuzer.

Maar ik realiseerde me dus ook dat Wereldhave het wel heel strak speelt: een PR-bureau, hits op mijn LinkedIn profiel, vragen in mijn netwerk. En die snelle reacties binnen luttele uurtjes konden alleen indien ze het IEX forum, waar het eerste kladje was gepost, hadden gevolgd: er lag een scenario klaar. Het persbericht bevestigt dat:

“Wereldhave has been approached by a group of investors who call themselves The Third Way through the web-based platform IEX.nl, with an alternative way to execute the LifeCentral strategy.

The Boards of Wereldhave appreciate the initiative to think along with management and present an adjusted route to sustainable growth for Wereldhave. We welcome the fact that this alternative plan is largely based on our recently presented LifeCentral strategy.

... Wereldhave will carefully study the proposals by The Third Way in the next weeks and will extend an invitation to the group to meet and exchange views and ideas about our LifeCentral strategy and their proposed alterations.”

De tweede alinea is geestig, zie het vorige hoofdstuk: ik had van de strategie de essentiële stap 2 nog niet eens bestudeerd en er weinig over geschreven. Bij het lezen van alinea 3 valt op dat Wereldhave weken nodig heeft om het te bestuderen. Een verhaal rap neergepend in een ochtend, waar aandeelhouders, IEX en het FD aan een uurtje genoeg hadden. Waarom zoveel tijd?

Na bestudering van Wereldhave's agenda wordt het me duidelijk, ze willen onze vergadering over de deadline voor het voorstellen van agendapunten op de komende aandeelhoudersvergadering heen tillen. Zo, de heren nemen het heel serieus en waren blijkbaar vooraf al bang dat we daar zouden gaan domineren.

Maar dat wil ik eigenlijk ook niet. Weglopen kan ook niet. Ik besluit om de situatie te omschrijven inclusief mijn interpretatie en in de groep te gooien ter advies en stemming. De groep blijkt heel gelukkig te zijn met de uitnodiging en denkt niet dat er sprake is van een vertragingstactiek. Beetje laf van me, maar go with the flow.

Toen we uiteindelijk een datum prikten werd duidelijk dat dit inderdaad strategie was: ze insisterden dat de vergadering tussen de deadline en de aandeelhoudersvergadering zou plaatsvinden. Wanneer het zover is en de vergadering zelf begint, meldt de CEO doodleuk dat het resultaat van de vergadering net gepost is op hun website: onze vragen en voorgestelde acties versus hun antwoorden. Weer een tactische zet, niet netjes.

Maar wel al 2-0 voor Wereldhave in de publieke arena en we zijn nog niet eens begonnen. Alhoewel, onze hakken zijn nu wel een beetje in het zand gedrukt.

Was dat allemaal nou wel zo verstandig zo vroeg?

Deel II

Stap 1 van de Nieuwe Wereldhave Strategie:

De Verkoop van Winkelcentra

1

De hoofdprijs van de Raad van Bestuur

We zijn een dikke maand na de publicatie van mijn balorig plannetje. Ondanks de relatieve onbelangrijkheid van het bedrijf, grapje, worden onze verhalen meer dan 100.000 keer gelezen en is er verdere commotie ontstaan door artikelen en interviews op de IEX belegging site en in het Financieel Dagblad.

Inmiddels hebben tegen de honderd medeaandeelhouders zich erachter geschaard met woord en daad. Onder hen veel gewone mensen voor wie het verval van het bedrijf veel pijn doet in de portemonnee en die zich gepakt voelen door het pluche. Maar ook BN'ers uit de Quote 500, professionele partijen, bankiers en vermogensbeheerders. Het is geen spelletje meer, ik moet mijn verantwoordelijkheid nemen en dit serieus aanpakken.

Aan de TTW leden vraag ik om zich kandidaat te stellen voor de vergadering, indien gekwalificeerd en geroepen. De resulterende projectgroep bestaat uit een registeraccountant, een jurist en Peter, die zich presenteert als een professionele belegger.

De vergadering met de raad van bestuur zal plaatsvinden op hun kantoor. Ik kan er daarom niet bij zijn, de corona crisis is al in volle gang en ik woon in het buitenland. De projectgroep zal het derhalve zonder mij gaan doen en ik geef ze de volledige vrijheid. Trouwens, ik ben niet vergeten om de TTW groep niet persoonsgebonden te maken. Dit kan me, indien nodig, later een mooie uitweg bieden met respect voor iedereen.

In samenspraak met de RvB wordt er door de groep een agenda in elkaar gedraaid. Peter zal het aan onze kant gaan leiden. Maar wanneer hij me niet lang ervoor belt, vraagt hij om dringend advies. We concluderen dat de agenda te conventioneel is en ons eerder remt dan helpt. Immers, een kernpunt van het plan was dat ik het fundament van de strategie niet geloof: dat in stap 1 de slechtste centra tegen de hoofdprijs zouden kunnen worden verkocht. En Peter denkt ook dat Wereldhave een scenario heeft om ons te neutraliseren in plaats van samenwerking te zoeken.

Omdat het te laat is om de agenda te wijzigen besluiten we dat de discussie moet worden opgezet als een fuik waarbij de CEO uiteindelijk zelf moet gaan zeggen of die hoofdprijs realistisch is. Peter is meer dan overtuigd maar is onzeker of dat hij dit moet leiden. Wanneer de corona maatregelen verder worden aangetrokken en de vergadering wordt omgezet naar een virtuele word ik als onze leider aldaar neergezet.

Vooraf weten we dat de CEO graag op zijn praatstoel gaat zitten. Zijn eerste presentatie aan het publiek werd al snel omgedoopt tot het Messias filmpje: m.youtube.com/watch?v=u9SAxLn9uaQ. Onze strategie is daarom gebaseerd op onderschatting en die karaktertrek: de leiding nemen maar al snel zogenaamd van de hak op de tak springend van de agenda afwijken richting de bekende stokpaardjes van de CEO.

Echter, middels het aftikken van alle veronderstellingen die ten grondslag liggen aan zijn verhaal, hem zo de fuik inleidend. Totdat hij de '800 million euro question' positief moet beantwoorden, want zoveel is de hoofdprijs volgens hem waard, daar is zijn strategie immers op gebaseerd. Hij wil namelijk in totaal voor 1.075 miljoen verkopen waarvan de Franse winkelcentra 800 miljoen uitmaken. En die laatsten waren volgens de vorige CEO in betere tijden al moeilijk verkoopbaar.

Na een onwennige start groeit al snel zijn vertrouwen, zwemt hij de fuik in en hapt hij uiteindelijk toe: ik ga het verkopen voor 800 miljoen euro, trust me! De aanvankelijke schroom die hij eerder leek te hebben is weg, er is nu een keihard doel.

Naderhand stuur ik Wereldhave onze notulen waarmee ze akkoord gaan. Het plan is nogmaals keihard zwart op wit om alle winkelcentra tegen die hoofdprijzen te verkopen.

Die telt voor twee, het staat nu minimaal 2-2. Want wij hebben zo de angel uit zijn strategie gehaald, dat harde doel zal hem van verkoop en dus zijn hele strategie

weerhouden.

Een aantal maanden later onderhandelt Wereldhave, dat dan 400 miljoen euro waard is op de beurs, na een formele selectieprocedure exclusief met de geselecteerde koper. Wat pas later de pers haalt: over een prijs van niet 800 maar... 450 miljoen euro.

The ball's out, game over?

2

Een kasteel in de lucht

In mijn plannetje had ik ook vermeld dat naar mijn bescheiden mening Wereldhave zijn hoofdkantoor moest verhuizen. De besparing daarop is natuurlijk bijzonder klein in vergelijking met de honderden miljoenen waar de strategie over gaat. Toch besluit ik het prominent mee te nemen, het is mijns inziens namelijk een symbolisch voorbeeld.

Wereldhave huurt haar 1.430 m² kantoorruimte in de A-toren van het prominente World Trade Center Schiphol Airport. Zelf positioneert diens verhuurder de kantoren als volgt:

"WTC Schiphol Airport is één van de meest exclusieve kantoorgebouwen in Nederland en heeft een directe verbinding met de terminal van de luchthaven, Schiphol Plaza en het NS treinstation. Door de centrale ligging en het uitgebreide dienstenpakket van het WTC-concept, is het kantorencomplex aantrekkelijk voor bedrijven met een internationaal werkveld. In het WTC Schiphol Airport zijn bedrijven gevestigd die actief zijn in de luchtvaartsector, financiële dienstverlening en internationale (hoofd)kantoren."

De reden dat Wereldhave daar sinds 2013 zit, zal voornamelijk de inmiddels vervlogen internationale ambitie zijn. Zo kon het management snel in het vliegtuig stappen voor weer een nieuwe deal. Op het internet vindt u nog een filmpje waar dat zo trots verteld wordt. Het is me onduidelijk waarom het "meest exclusieve" kantoor nodig was. Maar

wat het samen goed aangeeft is de manier van denken, de cultuur die toen overheerste binnen het bestuur.

De huren zijn daar niet mals, namelijk 400 €/m² en daarbij 61 €/m² servicekosten. Inclusief parkeerplaatsen ga je dan al snel richting het miljoen euro per jaar aan huur. Ongetwijfeld is de winkelverhuurder zelf een graag geziene huurder, want een weer op Youtube circulerend filmpje laat zien dat er scheutig met de ruimte wordt omgegaan.

Kortom, het hoofdkantoor is veel te duur en niet meer passend bij een regionale speler. Maar het is mijns inziens dus ook een symbool voor de huidige cultuur. Te groots denkend en ambitieus, te weinig down to earth. Die kritiek hoor je ook in de sector. Wie van het topmanagement heeft nu echt zijn grijze haren verdiend in de harde en soms sluwe vastgoedwereld? En zoals u eerder heeft kunnen lezen, de nieuwe strategie lijkt mij ook wat zweverig.

De nieuwe CEO heeft geen relevante bestuurservaring maar komt uit de analistenwereld, zo positioneert hij zichzelf tijdens een interview in het Financieel Dagblad onder de titel "Rustige analyticus moet winkelbelegger uit het dal trekken": "Hij leidt nu nog het team vastgoedbeleggingen van Kempen, maar is voorgedragen als nieuwe CEO van Wereldhave, een beursgenoteerde belegger in Winkelvastgoed." Let op de tegenstelling, op vele vlakken een heel andere uitdaging lijkt de journalist te willen zeggen.

Daarom mijn voorstel dat het hoofdkantoor wordt verhuisd naar een van de eigen winkelcentra. Daar wordt toch verbouwd, richt een kantoor in voor jezelf. Het bestuur kan daar met haar nieuwe ideeën in de praktijk experimenteren. Met andere woorden, haal je hoofd uit de wolken en ga met je voeten in de modder staan.

Aangezien de gemiddelde huur die Wereldhave in Nederland beurt dan op 188 €/m² ligt, is zo snel een 500.000 euro per jaar bespaard, een besparing van 50% met daarbij dus vele praktische voordelen.

Ik had niet kunnen bevroeden dat dit onderwerp daarna zoveel aandacht zou krijgen. Waar Wereldhave in een eerste reactie nog schoorvoetend naar ons stelt dat het dit zal overwegen, wordt dit een onderwerp dat vaak terugkomt in de media. Wereldhave besluit dan maar om dit feitje uitdrukkelijk mee te nemen in haar presentaties. Het belooft in de toekomst te gaan verhuizen en zegt daarmee 400.000 euro jaarlijks te kunnen besparen.

Maar zelfs een jaar later tijdens een Feel Good discussie voor particuliere beleggers kan de interviewer zijn glimlach niet onderdrukken wanneer ook hij er toch weer over begint.

3

Een miljardair, de AFM en een jurist

Na de succesvolle vergadering van ons kleine luyden met de raad van bestuur van Wereldhave bespreken we binnen de TTW projectgroep hoe nu verder.

Een zijdelings punt dat veel aandacht krijgt, is weer een uitspraak van de CEO. Grootaandeelhouder van Herk zou niet zoals officieel gemeld 15% maar 20% van de aandelen bezitten. Na doorvragen stelde de CEO dat van Herk hem dat zelf gezegd heeft tijdens hun maandelijkse sessies. Dat had officieel moeten worden gemeld, dat roept uiteraard vele vraagtekens op. Ook over intimiteit en transparantie.

Nu is het zo dat het iets lager zou kunnen liggen, net onder de drempel van de 20% aanmeldingsplicht. Of van Herk heeft alleen maar zicht op nog eens 5% van de aandelen zonder ze al te bezitten, zonder zeggingsmacht. Ook allemaal gedoe om daarachter te komen, en dat is de reden dat we als groep ervan afzien om verder erop in te gaan. Het risico is onproductieve rook die onze agenda zou bemoeilijken. En zo dom zouden ze toch niet zijn?

Ook moeten we onze blik houden op de hoofdzaak: aandeelhouderswaarde creëren. Nu dat we onze hoofdprijs hebben binnengehaald met de 800 miljoen euro toezegging kunnen we alleen constructief verder indien we daar specifiek op focussen samen met de raad van bestuur. Dat stellen we voor.

Gezien de gevoeligheid van de kwestie bel ik de Investor Relations manager van

Wereldhave om dit uit te leggen. Hij is duidelijk heel dankbaar dat we het laten rusten, dit had goed uit de hand kunnen lopen. Niet alleen het Financieel Dagblad zou hiervan genoten hebben. We besluiten om de uitspraak van de CEO met de mantel der liefde te bedekken en niet publiekelijk te delen.

Wij denken dat daarmee goodwill is gecreëerd bij de raad van bestuur en de commissarissen, we hebben bewezen eenzelfde doel te hebben: waarde creatie. Hoe fout was dat, maar daarover in een volgend hoofdstuk meer.

Maar in de projectgroep is de jurist het daar absoluut niet mee eens. Ook al is hij naar eigen zeggen geen specialist op financieel gebied, binnen zijn professie is hij blijkbaar gewend om voor zijn klanten tot het gaatje te gaan. Daar hulde, maar dat punt heeft hier volgens zijn interpretatie ook voorrang. Hij wilt er dan alleen een punt van maken. We spreken af dat hij eerst zelf persoonlijk opnieuw van de CEO zelf bevestiging moet krijgen om geheel op eigen houtje verder te kunnen varen.

De jurist houdt zich daar keurig aan. Later komt hij telefonisch in contact met de CEO middels een andere affaire. Daar zou deze het tot ieders verbazing opnieuw hebben herhaald tegen de jurist persoonlijk: van Herk bezit niet de officiële 15% maar 20% van de aandelen, heeft die me zelf gezegd.

En de jurist is dus een doorzetter. Hij neemt ondanks mijn eerdere negatief advies contact op met de toezichthouder AFM. Die belegt een formele vergadering met hem waarbij twee medewerkers aanwezig zijn. Het loopt echter met een sisser af, de AFM vindt dat er te weinig is om er een zaak van te maken.

Zo werd dit een fait divers dankzij de beslissing van de TTW groep om het voorval met de mantel der liefde te bedekken, om alleen te focussen op waarde creatie voor de aandeelhouders samen met de raad van bestuur.

Tot niet veel later 17 september 2020, dan gaat formeel het bericht de wereld in dat van Herk een positie heeft van 20%.

Had de jurist dan toch gelijk en maakten wij allen een fout waarvoor wij, en ik in het bijzonder, hem excuses verschuldigd zijn? Waren wij destijds weer veel te aardig voor Wereldhave?

4

Een koningsdrama te Maassluis

Voordat we doorgaan met het verhaal, laten we in dit hoofdstuk samen eerst even teruggaan in de tijd.

Het is begin 2019, de aandeelhoudersvergadering van Wereldhave. De aandeelhouders morren, ze zijn ontevreden. De zoveelste strategie heeft enorm veel geld gekost, daar lijden hun zuurverdiende spaarcentjes onder. Het valt op dat de meesten gewone particuliere beleggers zijn, vooral keurige mannen van middelbare leeftijd en pensionado's.

Ze worden gesust door de raad van bestuur. Die weet hen enigszins gerust te stellen door aan te geven dat de zware investeringsrondes afgesloten zijn. Waar eerder jaarlijkse investeringen van 30 miljoen euro in de centra afdoende waren, nu met de verkoop van Finland kan dit omlaag. Met andere woorden, het nieuwe Wereldhave staat er. Dat jaar zal er een mooi dividend uitgekeerd worden. Daarna wordt er samen wat gedronken, fijn onder elkaar.

Een mooi voorbeeld van zo'n investering is winkelcentrum Koningshoek.

Het is september 2018, de burgemeester van Maassluis en de Wereldhave Nederland directeur glimmen van trots. Burgemeester Edo Haan houdt zijn toespraak voor de toegestroomde menigte:

“Wereldhave heeft moed getoond door middenin de crisisjaren te kiezen voor een grote investering en te starten met de renovatie van winkelcentrum Koningshoek. Voor de inwoners van Maassluis is het vernieuwde winkelcentrum erg waardevol; het is een echte ontmoetingsplek waar zij dagelijks komen en de winkeliers persoonlijk kennen. Ook regionaal heeft Koningshoek een sterke aantrekkingskracht. Als burgemeester ben ik ontzettend trots dat Koningshoek is gekozen tot een van de vijf beste winkelcentra van Nederland.”

En inderdaad, nog voor de officiële opening werd winkelcentrum Koningshoek genomineerd voor de NRW Jaarprijs 2018. De Managing Director van Wereldhave Nederland Pieter Polman doet ook zijn zegje:

“Wij zijn bijzonder trots op het resultaat van de renovatie en de samenwerking met alle partners, in het bijzonder de ondernemers, de gemeente Maassluis en de betrokken aannemers. Voor Wereldhave is het vernieuwde winkelcentrum Koningshoek een voorbeeld voor andere ontwikkelingsprojecten.”



Volgens het persbericht van Wereldhave zelf:

“In 2015 is gestart met de eerste werkzaamheden en in april 2018 is de renovatie van het winkelcentrum afgerond. Het gehele centrum, met een

totale oppervlakte van circa 24.000 m2, is vernieuwd met als resultaat een open centrum met toepassing van veel natuurlijke materialen, frisse kleuren, glazen puien en een duidelijke routing. Compleet nieuwe passages met gemoderniseerde vloeren, verhoogde plafonds en nieuwe entrees, een nieuw verblijfsplein met kinderspeelplaats, een leesplein en nieuwe faciliteiten en installaties.”

En het moet gezegd worden, het blijkt een succes te zijn voor zowel de inwoners van Maassluis en omgeving als de winkeliers. Maar liefst vier miljoen bezoekers jaarlijks, en een stijgende lijn erna. Op het beleggersforum IEX schrijft vastgoedspecialist Branco in april 2020: “Ik schat de leegstand (4 kleine units) op 2%. Het is een heel mooi centrum met vele mooie trekkers aanwezig (3 supermarkten, Action, Hema, Xenos, Kruidvat). Past perfect in de LC-strategie”.

Er is maar liefst drie jaar lang verbouwd en de directe kosten van de verbouwingen zelf bedroegen maar liefst 27 miljoen euro. Het beoogde rendement, voor fijnproevers: uitgedrukt als Yield-On-Cost, was 6%.

Mooi.

Back to the future: April 2021

Wie had echter kunnen vermoeden dat maar twee en een half jaar na de feestelijke opening het centrum alweer verkocht werd. Voor maar 47 miljoen, bruto. “Past niet in de nieuwe strategie.”

Een gewaardeerde analist schrijft op beleggingsforum IEX: “Bruto verkoopopbrengst nu € 47 miljoen euro, na aftrek van € 27 miljoen kosten verbouwing (excl. Wereldhave overhead) dus € 20 miljoen (€ 1.000 per m2), en dan moeten de transactiekosten nog worden voldaan. Prachtige verkoop op de bodem van de markt, van een opgeknapt winkelcentrum. Op naar de nieuwe bouwput.”

Weer een investeringsronde die op een drama uitliep. Maar niet voor de koper, die kan zijn geluk niet op blijkens zijn commentaar:

"A first acquisition in The Netherlands of a shopping centre from Wereldhave, a fully refurbished and recently extended asset, which is 97 per cent occupied with an average remaining lease term of over 5 years, with some of the centre's key retailers having leases in excess of 10 years. In addition to occasional diversification into the Netherlands, Koningshoek is a high quality, customer-focused asset with over 4 million annual visitors and excellent environmental performance as evidenced by a BREEAM In-Use rating of 'Very Good'."

"The Koningshoek shopping centre is a unique opportunity: a high-quality asset, built and renovated with sustainability in mind, with excellent energy performance and a very good yield."

Andere verkopen

Nu denkt u misschien, dat koningsdrama kan op zich staan. Terecht, maar het omgekeerde is echter het geval, in een volgend hoofdstuk volgen de exacte cijfers. De keuze hiervoor wordt verklaard door mijn voorkeur voor een verhaal met kleur. We houden immers van een aansprekende anekdote.

Rijswijk

Zo kunnen we bijvoorbeeld ook inzoomen op de verkoop van centrum In de Bogaard te Rijswijk. Het winkelcentrum dat juist een 'poster child' was van de nieuwe strategie, een hele slide van de presentatie aan geweid. Daar zou juist zwaar op ingezet worden.

In een interview op BNR radio vertelt de CEO daar destijds, net na zijn eerste presentatie, zelfs over dat Wereldhave hier het verst staat met de bouwplannen en de implementatie van de nieuwe strategie. Er is niet alleen een blauwdruk, de volgende stap is zelfs al gezet met de lokale overheid.

Hieronder (Fig 4.1) de prachtige 'smart' slide van de oorspronkelijke strategie presentatie, In de Bogaard te Rijswijk als het voorbeeld van het nieuwe Wereldhave.

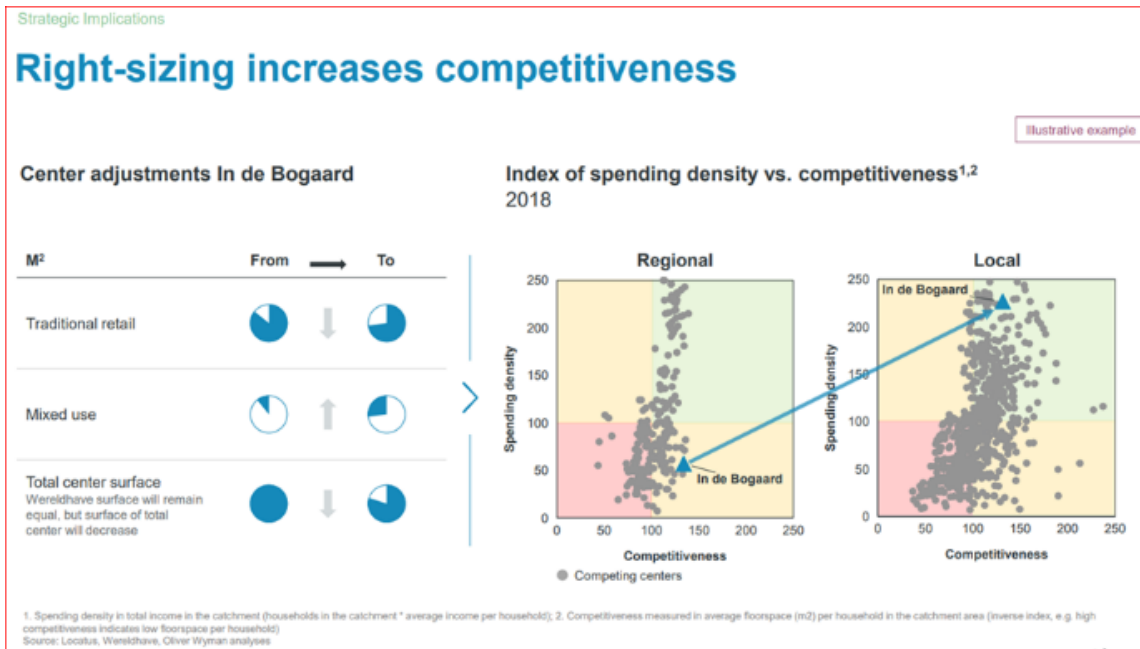


Figure 4.1: Bron: Wereldhave

Nog in juli tijdens de halfjaar presentatie opnieuw specifiek genoemd vanwege de grote ontwikkelingsmogelijkheden, februari 2021 is het echter verkocht tegen een afbraakprijs aan het beursgenoteerde HAL Trust, bekend staand als slimme investeerders.

Etten-Leur

Laten we ook eens samen in detail naar een deal kijken, nu als vastgoedinvesteerders.

Neem de verkoop van het winkelcentrum te Etten-Leur. Hierover schreef analist Junkyard op het IEX forum: “Bruto €18 miljoen op 22.826 verhuurbare m² en een 'annual theoretical rent' van €3,2 miljoen. Dat is een nieuw dieptepunt, maar misschien zijn dit ook wel de slechtste winkelmeters in Wereldhave NL portefeuille.”

Over dat laatste hieronder meer. Maar eerst, met die genoemde “theoretische huur”

bedoelt Junkyard de totale huur van het hele winkelcentrum indien alles aan een marktconforme prijs is verhuurd. Bij een slecht draaiend winkelcentrum met leegstand is er een gat tussen de theoretische en feitelijk ontvangen huur. Een lage verkoopprijs kan daaraan liggen.

Ook vastgoedspecialist Branco uitte op IEX zijn ongeloof: "hier kan echt niet het winkelcentrum verkocht zijn tegen 5,6x de theoretische huur van 3.2 mio. 788 Euro per m2 dat kan echt helemaal niet kloppen. Wat ik wel heb kunnen terugvinden in de jaarverslagen over Etten Leur is" dat... "gedurende een periode van 5 jaar het aantal bezoekers met iets meer dan 10% is afgenomen."

Daarom ging Branco ter plaatse in het winkelcentrum te Etten-Leur onderzoek doen. Was er leegstand, zijn er andere problemen? Hij rapporteerde:

"Daarbij werd mij duidelijk dat twee van die units echt net pas leeggekomen zijn dus in feite kent het winkelcentrum helemaal geen structurele leegstand." De gelukkige koper Unifore zelf zegt hierover in een persbericht: it 'is almost fully let to 74 tenants.' Dit laatste is zo'n belangrijke bevestiging voor ons omdat het aangeeft dat de feitelijke huur die de verhuurder ontvangt niet veel afwijkt van die theoretische huur. Zo is dat geen excuus voor een lage verkoopprijs.

Branco gaat verder: "Aandachtspunten waren de verlaagde plafonds in diverse passages (in de plattegrond groen omcirkeld) en het feit dat de winkelpassage geen rechte zichtlijn toelaat. Dit zijn basisprincipes van een winkelcentrum waarop het mis gaat. Verder was ook de passagevloer wel aan vernieuwing toe, die is redelijk gedateerd. Hoeft niet heel duur te zijn allemaal.

Met een theoretische huur van € 3.2mio (waarom geeft WHA eigenlijk niet gewoon de feitelijke huurinkomsten per object?!) denk ik aan een feitelijke huur van € 3 mio en gezien de zeer beperkte leegstand en het goede functioneren van de binnenstad denk ik hier aan minimaal een factor 12 a 13 dus dan heb je het over een koopprijs van € 36 a € 39 miljoen. Trek daar dan nog 2 miljoen vanaf voor een nieuwe vloer en dan heb je het echt wel gehad."

Zet u de resulterende waarde van 34 tot 37 miljoen af tegen de door Wereldhave behaalde verkoopprijs van 18 miljoen, bruto. Dat is een korting van maar liefst 50%.

Nationale uitverkoop

De winkelbelegger Wereldhave houdt zelf een nationale uitverkoop. Goed voor de koopjesjagers, maar denkt u ook aan de pensionado's genoemd aan het begin van dit hoofdstuk? Hen werd nog maar kortgeleden een worst voorgehouden om nu weer omgekeerd het deksel op de neus te krijgen. Weet dat 50% van de aandeelhouders geen grote professionele beleggers (meer) zijn maar particulieren.

Meerderden van hen werden lid van onze TTW groep. Ik heb hun e-mails mogen ontvangen, de consequenties kunnen voelen. Niet fijn.

5

To create a sense of urgency

Waarom moest er zo snel verkocht worden, zoals u heeft kunnen zien in de vorige hoofdstukken? Zowel in Nederland als in een eerder hoofdstuk ook Frankrijk. Waarom die enorme rush om die winkelcentra zo rap mogelijk van de hand te doen?

Tijdens de presentatie van de nieuwe strategie in februari werd vol ingezet op het probleem van ongewenste huurders en leegloop, dat klanten niet meer naar het winkelcentrum komen. In niet mis te verstane woorden.

Zie hieronder de cijfers tot 2025, links Nederland en rechts België. De boodschap is duidelijk, zonder strategische ingrepen zal de neergang in zeer rap tempo kunnen toenemen tot respectievelijk 17% en 12%, weergegeven bovenop in donkergrijs:

U moet weten, bij een leegstand van 10% gaan bij de experts de alarmbellen af. Dan krijgt een winkelcentrum met 1 op 10 winkels leeg een wat troosteloze aanblik en kan het in een niet te stoppen dodelijke spiraal naar beneden terecht komen. De boodschap van het management is duidelijk: er moet onmiddellijk en zonder dralen ingegrepen worden, we gaan de vrijkomende ruimte meteen invullen met nieuwe huurders conform de nieuwe strategie. Het stelt dan ook dynamisch in de presentatie 'we hit the ground running.'

Het valt op dat kort ervoor in 2018 en 2019 die problemen nog niet structureel getoond werden. De huren blijven lichtjes stijgen en in zowel Nederland als België schommelt de leegstand rond de 3-5%. Niet fantastisch maar alleszins aanvaardbaar en vergelijkbaar

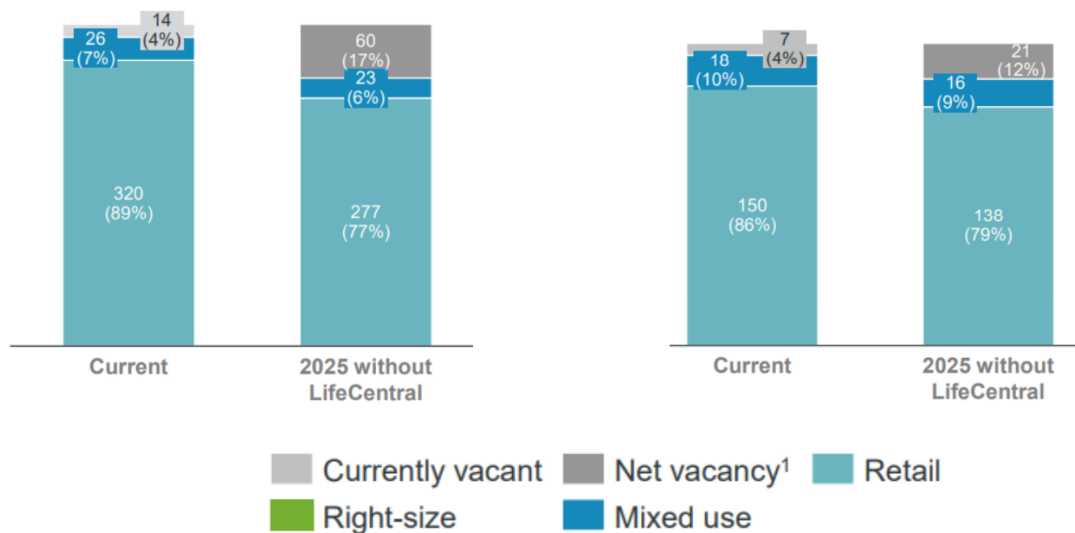


Figure 5.1: Bron: Wereldhave

met Wereldhave's cijfers in 2015, die destijds ook al in een NRC artikel werden genoemd. Aan dat artikel is overigens een hoofdstuk geweid in deel 3.

Wel zat in de tweede helft van 2019 in Nederland een plotse val van 97% naar 95% bezetting. Dat kwam door de toen uitgebreid in de media genoemde faillissementen van bijvoorbeeld Coolcat en V&D, beide grote klanten van ook Wereldhave.

Opvallend is dat een jaar later einde 2020 die voorspelde val nog niet is ingezet. Sterker nog, in Nederland zijn de plaatsen van de failliete huurders alweer ingenomen door nieuwe winkeliers en is de leegstand integendeel juist verminderd, staat die op nog maar 3%, net zoals voorheen. Als referentie, in dat NRC artikel noemde de ABN Amro analist een leegstand van 2% zelfs "verwaarloosbaar."

Bij de volgende presentaties van Wereldhave, en concurrentie, zullen we de effecten daarvan beter kunnen inschatten nu dat de winkels allemaal weer open zijn en het publiek eindelijk weer toestroomt. In ieder geval meldt Wereldhave na het einde van de lockdowns in juli van 2021 dat de bezettingsgraden nog steeds stabiel zijn. Het gaat zelfs een stap

verder en meldt dat er faillissementen zullen zijn onder de kleinere winkeliers, maar dat dit de bezettingsgraad van de Wereldhave's winkelcentra niet materieel zal beïnvloeden. Tevens zal het de strategie met betrekking tot de huurprijzen niet veranderen. Vol verwachting klopt ons hart. Maar een ding lijkt duidelijk, er was en is nog steeds geen dwingende reden om hals over kop te verkopen. There is still no need for 'a sense of urgency.'

Zou het niet beter zijn geweest om meer bedachtzaam aan de slag te gaan? Laten we dat samen gaan bespreken met de raad van bestuur.

6

Weer een vergadering met de Raad van Bestuur

Wanneer wij weer samen met de raad van bestuur om de virtuele tafel zitten, zijn alle vijf Nederlandse winkelcentra die te koop stonden zo goed als verkocht, maar zijn de prijzen van de in een vorig hoofdstuk beschreven centra de Koningshoek en Etten-Leur nog niet bekend gemaakt.

Vooraf hebben we intern afgesproken om bij deze vergadering vooral te luisteren, de raad van bestuur aan het woord te laten. Ze weet heel goed waar wij voor staan. We willen namelijk niet dat het een confrontatie van meningen wordt waarbij die van hen niet de nodige aandacht krijgt. Het blijft immers allemaal moeilijk te begrijpen. Waarom blijven ze doorgaan met die verkopen, wat is hun overtuiging?

We vragen vooraf aan onze aandeelhoudersgroep om hun vragen door te geven. Die richten zich met name ook op die slechte verkopen en de timing. Maar het belangrijkste is dat die slechte verkopen de ondertitel van dit boek lijken te bevestigen. Tijd voor meer duidelijkheid.

Is Wereldhave volgens u een smeltend ijsblokje?

Daarom leggen we tijdens de vergadering de raad van bestuur onze metafoor van Wereldhave als een smeltend ijsblokje voor. Mislukte strategie leidt tot financiële

problemen, daarom winkelcentra verkopen om schulden af te betalen, dus interen op het eigen vermogen. Daarop weer een mislukte strategie, weer problemen, weer interen cq. smelten, etc.

De raad van bestuur bevestigt dat beeld. Het wijst echter op het verleden, het trackrecord met de aankoop en verkoop van activa: slechte timing, goede assets te goedkoop verkocht en slechte te duur gekocht. Uiteindelijk is de raad van bestuur duidelijk tijdens de vergadering: wij erkennen dat en wij doen er wat aan.

Een des te opvallender uitspraak wanneer net het winkelcentrum te Rijswijk toch voor die afbraakprijs is verkocht, onverwacht. Nog steeds voordat de wederom slechte prijzen van de Koningshoek en Etten-Leur bekend worden, doen we vlak na de vergadering een schriftelijke navraag voor de notulen. Nogmaals, denken jullie echt niet dat jullie hetzelfde doen, tegen slechte prijzen verkopen? Het antwoord gaat daar helaas niet meer echt op in.

Achteraf bezien is die uitleg nog merkwaardiger wanneer we ons realiseren dat het toen zelf al wist hoe slecht die laatste winkelcentra verkocht waren, de contracten waren namelijk al getekend. Nu staat die uitspraak zwart op wit in de notulen van de vergadering.

Omdat we de vergadering verlaten met een slecht gevoel nemen we het heft weer in eigen hand en slaan we aan het puzzelen en rekenen. We leggen de resultaten voor aan Wereldhave. Dat is schrikken, kom ik later uitgebreid op terug.

Tijdens dezelfde vergadering zoomen we ook in op de hoofdprijs van de raad van bestuur. U weet nog, de harde stelling dat de Franse winkelcentra voor 800 miljoen euro zouden worden verkocht, maar waarbij later bleek dat er over zelfs maar 450 miljoen was onderhandeld. Vooral vanwege dit punt hadden we ons voorgenomen: luisteren, niet de discussie aangaan.

Om een lang verhaal kort te maken, er wordt gesteld dat er een degelijke procedure was bewandeld. Na enkele maanden met meerdere geïnteresseerde partijen te hebben gesproken, had Wereldhave een exclusief mandaat gegeven aan een geselecteerde partij om tot een finaal bod te komen. Dat was die 450 miljoen euro.

Echter, omdat de prijs te laag was door de toestand op de markten werd er vanaf gezien, door Wereldhave. Inderdaad vond dit allemaal plaats voor en tijdens het begin van de

tweede lockdown toen vele winkels weer gesloten werden.

Dat proces had weliswaar een belangrijke signaalfunctie voor de andere stakeholders zoals het Franse personeel en de huurders cq. winkeliers, wat ongetwijfeld zijn weerslag had op de sfeer en de resultaten. Maar ik wijk af.

Met het vooruitzicht op een toekomstige opening van de winkels in het tweede kwartaal van 2021 wordt publiekelijk aangegeven dat er daarom gewacht wordt op betere tijden, lees hogere prijzen. Ze kregen daarvoor de tijd van de banken. Prima.

Echter helaas, het doel is niet meer de 800 miljoen euro van een jaar eerder maar 450 tot 550 miljoen euro. De reden moge duidelijk zijn. We zijn nog niet terug naar het oude of nieuwe normaal. Er is nog steeds veel onzekerheid in de markt en met name bij Wereldhave Frankrijk zijn de resultaten nog steeds slechter dan voorheen. Met andere woorden, dat lage doel geeft aan dat men desondanks nog steeds haast wil maken.

7

Tijdsdruk in de praktijk

Over haast maken gesproken, het valt op dat Wereldhave wel heel veel van tijdsdruk houdt. Sinds het nieuwe management haar intrede deed, zien we steeds weer dat belangrijke transacties “net op tijd” worden afgesloten. Een aantal voorbeelden:

Van het eerste Nederlandse winkelcentrum dat verkocht is, wordt de verkoop bekend gemaakt precies op de dag van de aankondiging van de nieuwe strategie.

Een hoogstnoodzakelijk bankkrediet wordt twee maanden later aangekondigd net op de vooravond van de aandeelhoudersvergadering 2020. Aan een kleine groep banken worden zo voor het eerst zekerheden gegeven.

De verkopen van de twee volgende winkelcentra vinden plaats op 29 en 30 december, net voor de afsluiting van het boekjaar.

De afsluiting van de verkoop van winkelcentrum Etten-Leur vindt plaats op de laatste dag van het eerste kwartaal 2021, zodat het nog net kan worden meegenomen in de financiële rapportage.

Weer al die zelfopgelegde tijdsdruk. Zoals we in het volgende hoofdstuk gaan zien met betrekking tot die ‘sense of urgency’, u heeft tot nu toe hoogstens een patroon waargenomen.

8

De Franse verkopen

Al enkele maanden na de laatste vergadering met de raad van bestuur kondigt Wereldhave bij de presentatie van haar halfjaarcijfers 2021 aan dat vier van de zes Franse winkelcentra verkocht zijn.

Weer opvallend, die tijdsdruk. Het contract is net de dag voor de presentatie getekend. Ik corrigeer: de nacht ervoor. Volgens de kalender is zo de verkoop van die winkelcentra, die volgens de taxateurs een half miljard euro waard zijn, maar liefst de helft van de hele strategie, getekend op de dag zelf van een belangrijke update aan de eigenaren.

Ook opvallend, de verkoop zelf zal op 30 september geëffectueerd worden, weer net de laatste dag van het volgend boekhoudkundig kwartaal. Kan Wereldhave dat weer nog net meenemen in haar volgende rapportage.

The winner takes all

In haar presentatie vertelt Wereldhave dat de verkoopprijs tegen een huurrendement van 7.5% per jaar is, dat is veel hoger dan de 4.9% waarvoor de winkelcentra in haar boeken staan.

De opkoper is een Zuid-Afrikaanse onderneming die deel uitmaakt van de beursgenoteerde

Resilient groep. De CEO en grootste aandeelhouder is een telg van de dynastie bekend van ondermeer de diamanten sector: De Beers. Hij is ook board member van een ander bekend beurdsgenoteerd Brits winkelvastgoedbedrijf, Hammerson. Hij kent de sector derhalve goed.

Zijn onderneming meldt zelf naar de investeerders dat de aankoop een stuk hoger netto-rendement van 8.1% inhoudt. Het verschil zal hoogstwaarschijnlijk te maken hebben met de datum. Wereldhave berekent het rendement volgens de kleine lettertjes expliciet op juni 2021, net uit de corona crisis wanneer bijvoorbeeld nog maar 61% van de huren voldaan is. Het zegt zelf in haar H1 verslag dat de markt nog onder het pre-covid niveau ligt door de restricties. De Zuid-Afrikanen houden rekening met de lopende investeringen en huurders (nieuwe grote Primark-extensie, LEGO, Lidl, etc.) en kijken daarom vooruit naar het komende jaar. Overigens, ze stellen daarbij dat op basis van pre-covid, dus normale tijden, het rendement op zelfs tegen de 10% kan worden berekend.

De tegenpartij krijgt zo onmiddellijk precies 65.3% meer rendement dan de aandeelhouders van Wereldhave. En dat zou kunnen oplopen tot bijna 100%. Dat is wel heel erg fors.

Verbazing

Die vier winkelcentra zijn verkocht voor 305 miljoen euro. Geëxtrapoleerd voor alle zes Franse winkelcentra betekent dit een totale prijs voor Frankrijk van niet de 880 miljoen taxatie van voor de nieuwe strategie, niet de Hoofdprijs van 800 miljoen, niet de nagestreefde 550 miljoen, zelfs niet die minimum 450 miljoen die verbeterd moest worden, maar hopelijk... 421 miljoen euro.

Wij kijken elkaar stomverbaasd aan, wat is hier gebeurd?

Cynisme

Voor de verkoop van de Franse winkelcentra heeft de bank Degroof Petercam *“geen goed woord over”*.

Dezelfde bankanalist reageert ook wat cynisch op het feit dat er nog twee winkelcentra overblijven. Vanwege dat laatste moet Wereldhave haar hoofdkantoor in Frankrijk openhouden, dus ook nog eens extra overhead lasten dragen. Ook zijn volgens hem de laatste twee niet de beste, integendeel. Weer op Vastgoedmarkt.nl: *“Hij houdt zijn hart vast voor de opbrengst van de twee resterende Franse centra van Wereldhave.”*

Op het IEX forum wordt dit proces via een bijdrage van ‘Lamsrust’ ook bestempeld als een elementaire fout:

“Deze actie toont duidelijk aan dat de heer Storm geen ondernemer is. Wie gaat er nu de 2 slechtste centra houden en wel 40% korting geven op de verkochte 4 centra, terwijl je dan ook nog eens de Franse organisatie deels in leven moet houden voor de twee resterende centra. Potentiële kopers van deze laatste twee centra weten dat ook, dus die kleden je nog eens uit.”

Wat wij kunnen waarderen aan de koper is dat die wel de aankoopprijs per winkelcentrum aangeeft, zo kunnen wij die vergelijken met de boekwaarden van Wereldhave toen die nog gepubliceerd werden voor de komst van het nieuwe management. Zo zien we dat het grootste winkelcentrum te Straatsburg getaxeerd was op 192 miljoen en verkocht werd voor 84 miljoen euro. In Rouen gaat centrum Saint-Sever van 169 voor 88 miljoen en Docks76 van 174 voor 77 miljoen de deur uit.

Wij weten verder hoe belangrijk bij Wereldhave de kleine lettertjes zijn en na de bovenstaande verwarring met betrekking tot het rendement voor de opkoper, zien we ook dat de echte verkoopprijs eigenlijk niet 305 maar 300 miljoen is omdat een deel van de nog lopende investeringen voor rekening van Wereldhave blijven.

Terwijl Wereldhave verder kortaf stelt dat er geen huurgaranties zijn gegeven, wijzen de Zuid-Afrikanen in hun presentatie op de door Wereldhave niet gemelde afspraak dat langer dan 90 dagen uitstaande huurvorderingen kwijtgescholden worden. Belangrijk aangezien zoals eerder gesteld op dat moment nog maar 61% van de huur betaald is. Onduidelijk is wat de financiële gevolgen hiervan zijn voor Wereldhave, dat zal pas zes maanden later duidelijk worden gemaakt bij de boekjaar 2021 rapportage. Maar de nieuwe eigenaar en de huurders zijn ongetwijfeld tevreden, die kunnen met een schone lei beginnen.

Wordt die poedelprijs van bruto-bruto 421 miljoen euro dan nog wel gewonnen? Gaat

Wereldhave met zo'n track-record de laatste twee winkelcentra wel goed verkopen? De CEO beweert van wel, zegt zelfs dat hij het beter kan doen.

'A sense of urgency' rechtvaardigt de forse korting

De CEO opent de daaropvolgende bespreking met de bankanalisten met de opmerking dat hij 'excited' is. Die analisten tuimelen echter over elkaar heen. Ook al doen de CEO en CFO nog zo hun best om uit te leggen hoe goed ze op hun tijdschema liggen om na deze verkopen de volgende stap van de strategie te kunnen zetten, geen enkele vraag daarover, op letterlijk een wat misplaatste na.

Om u een indruk te geven, de Franse verkoop zelf beslaat maar twee van de zesenvijftig slides. De vragen gaan toch alleen maar over die verkoop en de financiële consequenties. Met betrekking tot die actie van de afgelopen nacht antwoordt Wereldhave de analisten dat het zich heel heel bewust is, 'we are very much very much aware', van 'the steep discount'. Het rechtvaardigt dat door te wijzen op wederom de tijdsdruk, 'the sense of urgency': het wil verder met stap 2 van de strategie.

Opvallend detail

Maar wat eufemistisch ook een zeer opvallend detail is, het antwoordt de analisten dat de onderhandelingen met de Zuid-Afrikanen al begonnen waren in december 2020, vier maanden voor onze eigen vergadering met de raad van bestuur!

Waar zoals u weet ons verteld werd dat er door deze raad van bestuur met het slechte track-record van de voorgangers zou worden gebroken, dat er nu wel goed zou worden verkocht, dat de Nederlandse winkelcentra wel goed zouden opleveren, dat Frankrijk na de mislukte eerste ronde voor een hogere prijs zou worden verkocht dan zelfs die eerder afgewezen 450 miljoen euro, omdat het nu daarvoor de tijd mocht en kon nemen...

Geen tijdsdruk meer

Op de vragen van de analisten over de verkoop van de laatste twee Franse winkelcentra geeft de CEO weer aan dat hij daarvoor geen druk voelt, omdat hij de tijd mag en kan nemen. Opnieuw een opvallend detail, kom ik in een later hoofdstuk op terug.

Maar nog eens: van die Hoofdprijs van 800 naar nu zelfs maar 421 miljoen euro. Hopelijk.

9

Hoeveel is er verloren gegaan tijdens stap 1?

In een vorig hoofdstuk hebben we redelijk representatief, want drie van de vijf, de verkoop van de Nederlandse winkelcentra geanalyseerd. Na die bottom-up berekening, nu tijd om samen een top-down rekensom te gaan maken. Op portefeuille niveau, hoeveel moesten de verkopen van de winkelcentra opbrengen en wat heeft het in de praktijk opgeleverd? We voegen daarna ook de verkopen van Frankrijk toen aan de analyse. Met andere woorden, hoe succesvol was stap 1 van de strategie?

De verkopen moesten volgens plan in totaal 1.075 miljoen euro binnen brengen, dat is de getaxeerde waarde van de te verkopen centra, 37% van de in totaal 2.900 miljoen. Dat verkopen aan taxatiewaarde lijkt in eerste instantie ambitieus maar net daarvoor werden die taxaties zeer fors verlaagd. Daar was nogal wat om te doen, bijvoorbeeld maar liefst 23% eraf in Nederland. Een veel gehoorde reactie was: zo kan ik het ook. Herinner u, de CEO stelde tijdens onze eerste vergadering dat het hem zou lukken.

Maar vergeet niet dat er vaart moest worden gemaakt, er die 'sense of urgency' was, het moest in twee jaren worden afgerond. Dat geeft letterlijk tijdsdruk op de waarderingen. Verder is er een verschil tussen de waarde en de verkregen prijs. De laatste is vooral in de vastgoedmarkt zeer afhankelijk van het marktsentiment. Een veel gemaakte fout is om te kopen wanneer de prijzen hoog zijn, en te verkopen wanneer de markt slecht is: buy high, sell low.

Dat gaan we hier helaas ook terugzien. Eerder herinnerde ik u aan de uitspraak van de

vorige CEO die in betere tijden op een aandeelhoudersvergadering al stelde dat verkopen, vooral in Frankrijk, onmogelijk was aan redelijke prijzen.

Hieronder ziet u in een slide van Wereldhave het plan samengevat.

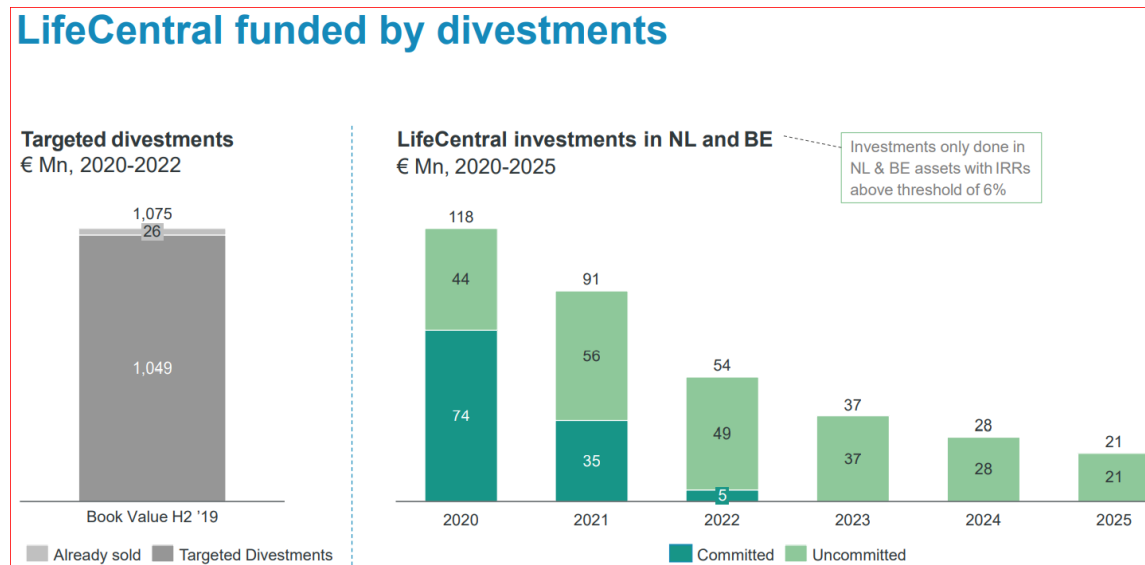


Figure 9.1: Bron: Wereldhave

Links in het grijs stap 1: winkelcentra verkopen voor 1.075 miljoen euro. Dat bestaat voor 800 miljoen euro uit de Franse centra, en 275 miljoen euro Nederlandse centra.

Rechts de voorgestelde investeringen voor in totaal 350 miljoen euro, stap 2. Het grote verschil tussen de verkopen en de investeringen wordt gebruikt voor de terugbetaling van schulden.

Het plan ziet er dan zo uit:

Stap 1: de verkopen

De totale schuld is:	1340 mln
Verkopen:	1.075 mln
Schuld na verkopen:	<u>265 mln</u>
Schuldgraad (LTV):	$265 / (2.900 - 1.075) = 15\%$

Zo wordt in eerste instantie het grootste gedeelte van de schuld dus terugbetaald. U moet weten, een schuldgraad van 15% wordt als te laag gezien in de sector, tussen 30 en 40% is de norm. Met andere woorden, er wordt hier maximaal ruimte gemaakt voor de zware investeringen.

Stap 2: herinvesteren in de overgebleven winkelcentra

Daarna wordt er dat enorme bedrag van 350 miljoen euro geïnvesteerd, dat is bijna 9 euro per aandeel dat rond de 15 noteert! De berekening ziet er dan zo uit:

Schuld na verkopen:	265 mln
Investeringen:	350 mln
Schuld na investeringen:	<u>615 mln</u>
Schuldgraad (LTV):	$615 / (2.900 - 1.075) = 34\%$

Dat is mooi conservatief want het geeft zo wat ruimte, voor onverhoopt tegenvallende verkopen, tot die 40% norm. Zo klopt het op elke spreadsheet van elke analist.

Dat was het plan. Nu naar de uitvoering, wat hebben de verkopen in de praktijk opgeleverd? Aangezien de winst & verliesrekeningen ons helaas niet afdoende informatie geven, kom ik een later hoofdstuk op terug, gaan we samen op een andere manier aan de slag.

De puzzel

Laten we beginnen met de Nederlandse centra die voor 250-275 mln euro zouden worden verkocht. Na de Nederlandse verkopen, maar nog voor de Franse, presenteerde Wereldhave in mei 2021 de resultaten op deze manier:

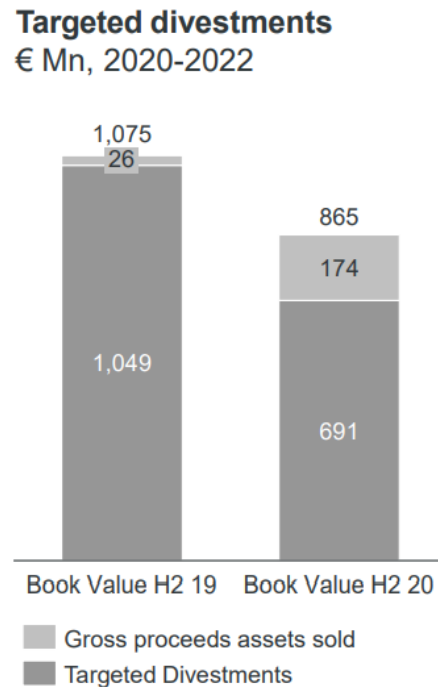


Figure 9.2: Bron: Wereldhave

Hiermee kunnen we gaan puzzelen...

Nederland: hoeveel boekwaarde is er verkocht?

In de eerste plaats gaan we controleren hoeveel aan getaxeerde waarde, in het plaatje hierboven: 'Book Value', er daadwerkelijk in Nederland is verkocht. We kunnen de twee ijkpunten namelijk niet zomaar vergelijken, de getaxeerde waarden H2 2019 en 2020 verschillen aanzienlijk.

Het plaatje rechts is dus opgemaakt na de Nederlandse verkopen maar voor de Franse, die vonden plaats later in 2021. Dat onverkocht Frankrijk staat dus nog in de rechterkolom, echter aan de lagere boekwaarde 2020. De Franse boekwaarde H2 2019 links weten we, die was 806 miljoen euro.

Wel was er daarna in 2020 een zeer kleine oppervlakte verkocht in Frankrijk, van het centrum Les Passages te Bordeaux. We schatten dat op 16 miljoen, komen we voor Frankrijk op 790 miljoen euro aan boekwaarde H2 2019 dat nog niet verkocht was.

Conclusie: er is dus $1.075 - 790 = 285$ miljoen euro aan boekwaarde in Nederland verkocht. Dat is meer, namelijk 10 tot 35 miljoen, dan het oorspronkelijke plan van 250-275 miljoen. We weten van de vorige hoofdstukken dat daar In de Bogaard te Rijswijk is bijgekomen, dat had een boekwaarde van zo'n 31 miljoen. Hoogstwaarschijnlijk verklaart dat de hogere dan eerder bedoelde verkopen.

Dat is meer, namelijk 10 tot 35 miljoen, dan het oorspronkelijke plan van 250-275 miljoen. We weten van de vorige hoofdstukken dat daar In de Bogaard te Rijswijk is bijgekomen, dat had een boekwaarde van zo'n 31 miljoen. Hoogstwaarschijnlijk verklaart dat de hogere dan eerder bedoelde verkopen.

Nederland: hoeveel cash bracht het op?

De opbrengsten worden rechts in het plaatje aangegeven, die zijn 174 miljoen. Trekken we daar de voor Bordeaux geschatte 7 miljoen opbrengsten af, komen we op 167 miljoen aan opbrengsten op de verkoop van de Nederlandse centra.

Nu kunnen we gaan rekenen:

Getaxeerde waarde verkopen:	285 mln
Bruto-opbrengsten:	<u>167 mln</u>
Bruto-verlies:	118 mln
Transactiekosten ad 2%:	<u>3 mln</u>
Netto-verlies	121 mln

Er is derhalve een netto-verlies van 43% ten opzichte van de getaxeerde waarde in de boeken van Wereldhave, ondanks de voorafgaande 23% afwaardering. Oeps.

De netto-opbrengsten zijn $167 - 3 = 164$ miljoen euro.

Indien u een van de velen was die met ongeloof het koningsdrama en de andere verkopen van een vorig hoofdstuk aanschouwde, hier heeft u ook top-down de cijfermatige bevestiging.

Frankrijk

Zoals we in een voorafgaand hoofdstuk over de eerste vergadering met de raad van bestuur hebben aangegeven, daar heeft de CEO ons bevestigd dat hij inderdaad die Franse centra voor zo'n 800 miljoen euro ging verkopen. Wij noemden dat een hoofdprijs omdat het ons, net zoals de vorige CEO, eufemistisch onrealistisch leek; ondanks dat het enkele maanden eerder afgewaardeerd was voor de verkoop.

In een vorig hoofdstuk las u hoe onder grote zelfopgelegde tijdsdruk er verkocht werd voor geëxtrapoleerd hopelijk 421 miljoen euro. Daar moeten we nog die eerdere kleine verkoop te Bordeaux, opbrengsten 7 miljoen, terug bij optellen. Komen we uit op 428 miljoen euro. Bruto.

Een verlies ten opzichte van de boekwaarde, ad exact 806 miljoen, van 378 mln. Rekening houdend met de transactiekosten, geschat op 3% omdat er aandelentransacties en kosten in zitten, wordt het verlies 391 miljoen netto. Dat is een 49% verlies in de boeken, bijna de helft van die taxaties door externe experts!

De netto-opbrengst is 415 mln.

Samengevat

De totale netto opbrengsten zijn de som van de geselecteerde Nederlandse winkelcentra en Frankrijk zoals berekend hierboven, te weten respectievelijk $164 + 415 = 579$ miljoen euro. Ten opzichte van de 1.075 mln getaxeerde waarde van het oorspronkelijke plan derhalve een verlies in de boeken van Wereldhave van 496 mln euro, oftewel 46%. Een dure grap.

Nu terug naar het doel van de verkopen onder stap 1, de schuldgraad terugbrengen tot 15%. Het resultaat ziet er dan zo uit:

De totale schuld was:	1340 mln
Verkopen:	579 mln
Schuld na verkopen:	<hr/> 761 mln
Schuldgraad (LTV):	$761 / (2.900 - 1.075) = 42\%$

Tussenconclusie

De uitvoering van stap 1 van de strategie was ronduit dramatisch. Niet alleen is de beoogde 15% schuldgraad niet gehaald, om de investeringen van stap 2 te kunnen doen, erger nog zit die schuldgraad zelfs nog boven de maximum norm van 40%!

Nee, het resultaat van stap 1 is dat Wereldhave nu omgekeerd zelfs nog meer moet doen om terug binnen de normen te komen. Laat staan investeren.

Maar het wordt nog erger

De verliezen zijn dus gigantisch afgemeten aan de boekwaarden. Maar we zeiden al aan het begin van dit hoofdstuk dat die waarden ervoor al naar beneden waren gebracht en wel zeer fors. In Frankrijk was er 10% afgehaald en in Nederland maar liefst 23%. U zult later in een volgend hoofdstuk zien, de concurrenten doen zo'n verlaging niet na.

Wanneer we die twee feiten combineren wordt het slagveld pas echt goed zichtbaar. Ten opzichte van de waarderingen van voor het nieuwe management zijn intrede deed, wat zijn dan de uiteindelijke verliezen?

1. Nederland: indien we hier de gemiddelde 23% afwaardering gebruiken, komt omgerekend die 285 van een 370 miljoen taxatie. Bij een opbrengst van 164 is het verlies 56%, oftewel 206 miljoen.
2. Frankrijk: de 10% afwaardering tot 806 komt van een 879 miljoen taxatie. Bij een opbrengst van 415 is het verlies 53%, oftewel 464 miljoen euro.

Het uiteindelijke verlies in de boeken van Wereldhave wordt derhalve maar liefst $206 + 464 = 670$ miljoen euro.

Een plan van 1 miljard euro

En alsof dat niet genoeg is, wanneer we dit optellen bij de 350 miljoen die stap 2 als financiering behoeft, dan is de eindconclusie dat de nieuwe strategie meer dan een miljard euro kost. Dat is welgeteld drie keer zoveel. Dat is 25 euro per aandeel terwijl dat op het moment van schrijven op 15 euro genoteerd staat.

En qua schuldgraad zijn we dus nog geen stap verder. Integendeel, we hebben bijna een stap achteruit gezet. Conclusie: enorme verliezen en relatief juist meer schulden.

10

Buy high, sell low

U herinnert zich nog hoe mij ook meteen opviel op de bank thuis na mijn ontbijtje dat stap 1, de verkopen aan wat ik hoofdprijzen noemde, onrealistisch was. Dat was de reden dat ik mijn plannetje schreef en het hele initiatief begon.

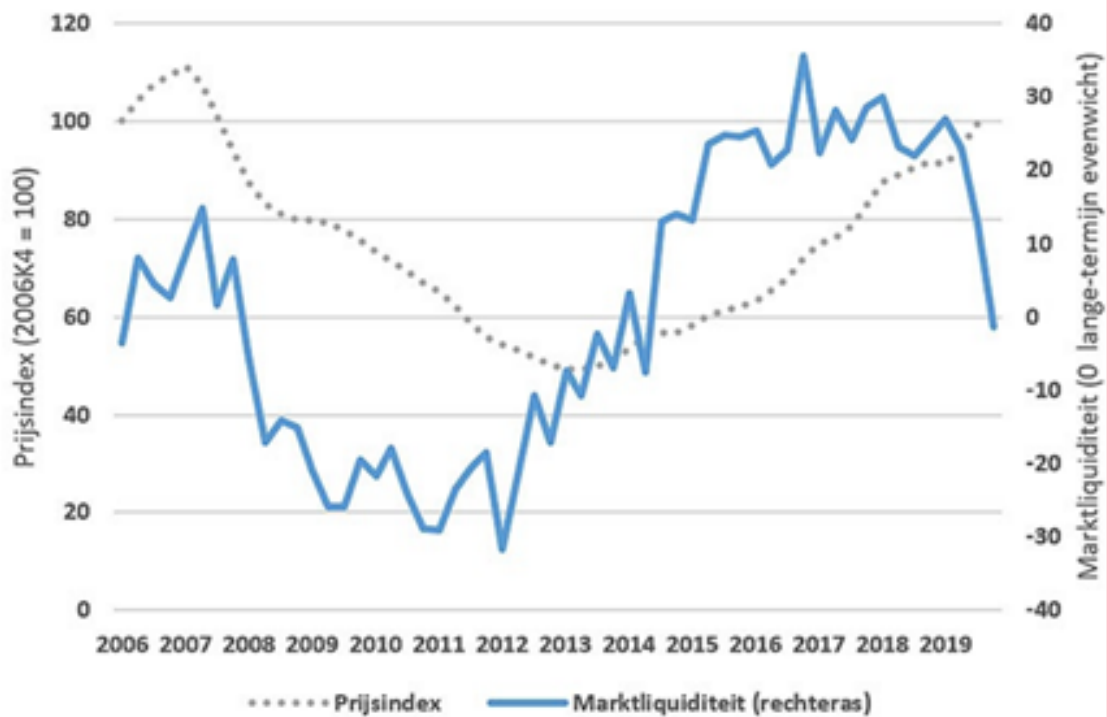
Zo simpel was dat, zo gelijk heb ik gekregen. Maar dat was niet bijzonder, ook nog veel anderen zoals analisten en kredietbureau Moody's vreesden het ergste. En vergeet niet de partijen die Wereldhave massaal begonnen te shorten tot maar liefst 20% van de beurswaarde, verreweg de "topper" in Nederland.

Maar daarbovenop, toen de corona crisis uitbrak. Ook aan u de vraag: zou u tijdens de lockdowns die bijna lege winkelcentra, met daarom vele huurkwijscheldingen en wanbetalers, in de verkoop zetten? Met die zelfopgelegde tijdsdruk?

In het midden van 2020 rapporteerde Wereldhave dat maar 59% van de huur was betaald, met als absoluut dieptepunt Frankrijk met maar 34% geïncasseerde huur. Wat voor partijen trekt dat aan? Zijn alleen wij samen zoveel slimmer?

Laten we dit daarom ook wat wetenschappelijker bekijken via een rapport van januari 2021, geschreven door onderzoeker Van Dijk van De Nederlandse Bank c.s.. Daar vinden we de onderstaande grafiek en conclusies:

Figuur 1: Ontwikkelingen in prijzen en marktliquiditeit op de commerciële vastgoedmarkt in de Randstad.



Bron: Real Capital Analytics; Van Dijk, Kinsella Thompson & Geltner (2021)

"Momenteel is er op de commerciële vastgoedmarkten een vergelijkbare situatie zichtbaar als in het begin van de GFC: de marktliquiditeit is flink gedaald en transactieprijzen zakken niet of nauwelijks. In het verleden was sprake van een lead-lag relatie tussen de dynamiek in marktliquiditeit en prijsontwikkelingen."

"De huidige situatie is op vele vlakken anders dan tijdens de GFC. Hierdoor kunnen vastgoedeigenaren wellicht 'de crisis uitzitten' en hoeven zij reserveringsprijzen niet te verlagen. In dat geval gaan we een periode tegemoet met lage liquiditeit maar stabiele prijzen."

Kortom, de prijzen dalen nog *“niet of nauwelijks”*, op termijn wellicht *“stabiele prijzen”* stelt het rapport zelfs, maar er is tijdens de crisis geen actie op de markt. Daarom is het devies, wachten totdat die marktliquiditeit weer aantrekt. In een later hoofdstuk zult u zien dat het beleid van de concurrentie daar wel mee overeenstemt.

Gepaste trots

Noemenswaardig is in deze context een zin in het persbericht van 30 april 2021 bij de verkoop van centrum Koningshoek, de laatste van de Nederlandse portefeuille. Daar stelt Wereldhave met gepaste trots:

“This strengthens our view that the devaluation for our Dutch shopping center portfolio is starting to bottom out.”

Klinkt positief, maar is het omgekeerde. Het bevestigt indirect dat ook volgens Wereldhave zelf inderdaad op de bodem van de markt is verkocht, dus op het allerslechtste moment.

Sterker nog, drie maanden later in juli 2021 meldt Wereldhave dat de markt aan het verbeteren is omdat er weer een ‘rebound in investment volumes’ is. Oftewel, langzamerhand laat de markt het putje achter zich en komt weer tot leven.

Weet u nog: buy high, sell low. Ook naar eigen zeggen tot in de perfectie uitgevoerd.

11

Tom Poes, verzin een list

Wereldhave zit nu dus op een schuldgraad van over de maximumgrens van 40% en kan de 350 mln euro investeringen waar het allemaal om ging niet uitvoeren. Wat zou u doen? In ieder geval niet de CEO en de CFO record beloningen geven, toch? Daarover in een later hoofdstuk meer.

Dus integendeel zegt de raad van commissarissen, die de aandeelhoudersbelangen moet behartigen, we zullen doorgaan. Maar wat nu, hoe vullen we het gat?

Indertijd had ik met mijn eigen eerste plannetje aangegeven dat Wereldhave die investeringen mijns inziens niet met de verkoop van andere centra, maar met de opbrengst van de verbouwingen tot 'mixed use' moest financieren. Het wilde namelijk 20% van de overgebleven centra verbouwen tot woningen, kantoren, fitnesscentra, dokterspraktijken, etc.. En 20% van een centrum verkopen om de overgebleven 80% te kunnen verbouwen lijkt me een meer dan redelijke ratio. Daarbij, het beheren van residentieel en kantoren is een andere activiteit dan winkelvastgoed, het is mijns inziens ook wel 'non-core' te noemen.

Dat werd echter door de raad van bestuur afgeschoten omdat die 20% juist een integraal onderdeel uitmaakte van de strategie: er zou "operationele synergie" zijn tussen de twee delen. Die activa kunnen niet verkocht worden! Ze heeft dat zelfs als antwoord op ons plan op de website gezet. U weet nog, net voor onze eerste vergadering. Hieronder eerst ons voorstel:

Offices or
residential

- Sell the parts of the centers that will be converted to offices or residential

En dan de integrale reactie van Wereldhave:

- Under the FBI regime, we are not allowed to become a third party developer, and a "convert & sell" strategy will therefore not be allowed under the FBI regime. We are exploring alternative models with our partner Amvest. In addition, selling integrated offices or other use as part of a Full Service Center is highly complicated and conflicts with our ambition to fully control the asset.

Daarna bevestigt de raad van bestuur ons mondeling nog eens krachtig dat het niet de woningen en kantoren gaat verkopen. In de geschreven reactie hierboven staat dat het niet toegestaan is. Daar kom ik in Deel IV van dit boek nog op terug met een juridische onderbouwing, inclusief een 'legal opinion'.

Maar goed, bij de halfjaarcijfers 2020, u raadt het al, wordt de verkoop van residentieel echter als een mooie vondst gepresenteerd: zie een eerste resultaat van de strategie, hij werkt! Niet alleen onder tijdsdruk wordt alles vloeibaar.

De verkoop van het residentieel wordt dus groots aangekondigd. Er zou zo'n 70 miljoen euro mee verdiend worden. De in een vorig hoofdstuk berekende kostprijs van de strategie van over een miljard euro wordt daarmee verder overschreden.

Daarna volgen aankondigingen dat ook in België residentieel zal worden ontwikkeld. Ongetwijfeld zullen ook andere nu wel 'non-core' objecten verkocht worden. Daarnaast was zoals gezegd "in de Bogaard" het voormalige poster child van de nieuwe strategie verkocht voor 26 miljoen. Dat is twee vliegen in een klap: niet alleen inkomsten maar ook eliminatie van investeringen. Laten we die laatste met de natte vinger laag gokken op 14 miljoen, dan levert dat samen geschat 110 mln euro extra op. Komen de andere ontwikkelingen tot residentieel nog bovenop.

Tenslotte worden de investeringen uitgesmeerd over meerdere jaren zodat de

huuropbrengsten ook gebruikt kunnen worden. U ziet hierna links het oorspronkelijke plan, rechts het nieuwe gepresenteerd in April 2021.

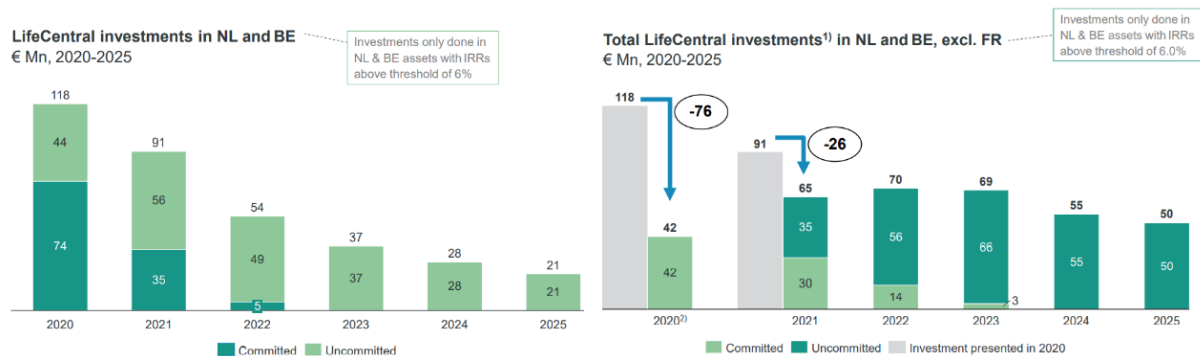


Figure 11.1: Bron: Wereldhave

Let daarbij ook op de veranderende kleuren, nu is een groter deel juist 'uncommitted' geworden, oftewel onzeker. Dus zoals gezegd uitstellen en minder verantwoordelijkheid voor het management. Drie maanden later in juli wordt er weer meer uitstel gepresenteerd. Wordt daarna het uitstel volgens u weer vooral nog meer afstel?

Maar het wordt nog erger

Onze doorwrochte berekeningen over zeven spreadsheets, we hebben een register accountant in het team, tonen echter aan dat zelfs na de verkopen van residentieel vanaf 2025 het geld op is, er geen ruimte is om nog materiele investeringen te kunnen doen. Wereldhave kijkt die berekeningen na en bevestigt die.

Dan helpt alleen nog een verhoging van de taxaties terug richting het oude niveau om het nog even vol te houden. En daar zit zoals u begrijpt na de afwaarderingen wel wat speelruimte. Echter, hoe lang doen de banken nog mee nu dat het interingsproces steeds dichterbij zijn einde komt?

Maar goed, dan is het geld definitief op. Met referentie naar de titel van dit boek, de vergelijking van Wereldhave met een smeltend ijsblokje. Zoals een TTW lid het treffend stelde:

Ze hebben het ijsblokje nu wel in de zon gelegd he...

12

If you can't convince them, confuse them

Zoals aangegeven verkoopt Wereldhave in stap 1 zijn winkelcentra aan veel lagere prijzen dan beloofd bij de aankondiging van de nieuwe strategie, wat ons tijdens onze vergadering na het begin van de corona crisis werd bevestigd. Wanneer u echter over die verkoopperiode de cijfers analyseert en de persberichten nakijkt, dan valt op dat bij de Nederlandse verkopen die verliezen nauwelijks genoemd worden. Sterker nog, de meeste verkopen worden gepresenteerd als rond de taxatiewaarde, zelfs met een kleine winst over 2020.

Een groot deel van het beleggingspubliek is over het algemeen dan ook nog redelijk tevreden. Het zijn dan ook geen puzzelaars. Maar de TTW groep vraagt zich af: winst, hoe kan dat?

Om de slechte verkoopprijzen te camoufleren paste Wereldhave twee kunstgrepen toe:

1. Verlaag stelselmatig de taxatiewaarde van de centra zodat je bij de verkopen niet naar de oorspronkelijke maar naar deze laatste taxatie kan verwijzen. Zo was de waarde eerst met 23% verlaagd in Nederland, zie tabel hieronder.

Trouwens, een bijzondere stap wanneer in de nieuwe strategie juist die centra de toekomst van Wereldhave moeten worden! Onthoud dit voor een later boekdeel.

N.B.: Officieel is het de taxateur die waardeert, maar onmiskenbaar kan het management daar behoorlijk wat invloed op hebben.

Revaluations

Negative revaluations in the Netherlands and France

	Value (€ m)		Revaluation 2019		EPRA NIY (%)	
	2018	2019	€ m	%	2018	2019
Belgium	862	869	(14)	(1.6%)	5.5%	5.6%
France	879	806	(88)	(9.8%)	4.7%	4.6%
Netherlands	1,445	1,139	(343)	(23.1%)	5.6%	6.8%
Shopping centres	3,186	2,815	(444)	(13.6%)	5.3%	5.8%
Offices	95	92	(4)	(3.8%)	8.1%	8.3%
Total portfolio	3,280	2,907	(448)	(13.4%)	5.4%	5.8%

Figure 12.1: Bron: Wereldhave

2. Omdat de verkoopprijzen echter nog lager bleken te worden, vergelijk die niet meer met die recente taxatiewaarde maar met de... toekomstige: “wij hebben dit kwartaal verkocht rond de boekwaarde van de VOLGENDE rapportage.”

U begrijpt, het is volstrekt onbegrijpelijk.

Daarna worden in boekjaar 2020 weer afwaarderingen toegepast. Zie hieronder de 10.5% bovenop die eerdere 23% op de Nederlandse winkelcentra, dat is samen een gigantische val in de taxaties met maar 1 jaar ertussen.

	Value (€ m)		Revaluation 2020 FY		EPRA NIY (%)	
	2019	2020	€ m	%	2019	2020
Belgium	869	830	(55.4)	(6.3%)	5.6%	5.6%
France	806	691	(122.0)	(15.0%)	4.6%	4.9%
Netherlands	1,139	966	(112.9)	(10.5%)	6.8%	7.0%
Shopping centers	2,815	2,487	(290.4)	(10.5%)	5.8%	5.9%
Offices	92	91	(3.4)	(3.6%)	8.3%	6.8%
Total portfolio	2,907	2,578	(293.9)	(10.2%)	5.8%	6.0%

Figure 12.2: Bron: Wereldhave

Verwarring

De getaxeerde waarden zijn zo stelselmatig verlaagd en de verkopen van winkelcentra zijn bij de persberichten zodanig aan de aandeelhouders voorgespiegeld dat de Nederlandse verkopen legitiem lijken in de ogen van het grote publiek. De afwaarderingen zijn immers het werk van strikt onafhankelijke externe taxateurs, die kun je vertrouwen.

Sterker nog, toen de jaarrekeningen over 2019 en 2020 werden gepresenteerd met die zware afwaarderingen op de portefeuilles reageerde een deel van het publiek zelfs met enige voldoening: een raad van bestuur en zijn commissarissen die zeer conservatief de zaken voorstellen. Een CEO die een grote schoonmaak houdt bij zijn aantreden. Een klassieke insteek van 'underpromise' straks gevolgd in stap 2 door 'overdeliver'. Ook sceptici deden mee: ze manipuleren de taxaties zodanig omlaag dat de raad van bestuur daarna in stap 2 heel gemakkelijk vooruitgang op zijn eigen conto kan schrijven.

Bovenstaande redeneringen zijn echter niet meer geheel consistent na de afwaarderingen in 2020. Indien de taxaties zo conservatief zijn, waarom is de waardering van de dan nog onverkochte Franse centra nog steeds maar liefst 53% boven de 450 miljoen euro waarover Wereldhave op hetzelfde moment onderhandelde?

Let's call in Sherlock Holmes

Het is bijzonder spijtig dat bij de bewuste boekjaar 2020 presentatie Wereldhave voor het eerst afwijkt van haar gewoonte om de waarderingen aan te geven van haar tien grootste winkelcentra. Want hoewel het aantal beperkt is, daar hadden de aandeelhouders in ieder geval iets van de effecten van de afwaarderingen kunnen meten.

Van de toelichting op de Winst & Verliesrekeningen leren we dat er in 2020 in Nederland een verlies van 7 miljoen op verkopen van centra in Nederland is geboekt. Omdat er echter ook een iets grotere winst is buiten Nederland valt dat niet op in de W&V rekening zelf.

In de eerste helft van 2021 wordt volgens het halfjaarverslag op de laatste verkopen een verlies van 14.5 miljoen euro geboekt. Zo leverden de Nederlandse verkopen volgens de boeken een verlies van opgeteld 21.5 miljoen euro.

Maar Sherlock herinnert zich goed hoe groot in een vorig hoofdstuk de verliezen werden berekend. Hij hoefde daar niet alleen op de Winst & Verliesrekeningen af te gaan, hij kon het op een andere manier ontcijferen. Daar werd berekend dat in Nederland tot nu toe voor 285 miljoen euro boekwaarde werd verkocht met een verlies van 121 miljoen euro netto. Dat was een hele puzzel.

Tijd voor een klassiek stukje deductie. Wanneer we die 121 miljoen afzetten ten opzichte van het wel getoonde 21.5 miljoen euro verlies, dan blijft er over zo'n 100 miljoen euro aan onverklaard verlies. Zet u dat bedrag nu af tegen die zogenaamd uiterst conservatieve boekhoudkundige afwaardering over 2020 ad 10.5% oftewel 113 miljoen.

Derhalve, die afwaardering is, op 13 miljoen na, gelijk aan de niet getoonde verliezen. Er werd derhalve afgewaardeerd op nagenoeg alleen de verkopen!

Dubbel check

Wanneer we het op een andere manier controleren en de individuele persberichten bij de verkopen opnieuw lezen valt op dat die in 2020, op de eerste na, refereren naar de toekomstige taxatie van einde 2020. Die in 2021 verwijzen dan weer terug naar diezelfde

taxatie. Net zoals wij in eerste instantie deden bij de puzzel, dus met betrekking tot waarderingen: check.

Nu de opbrengsten. Uit de toelichting bij de halfjaarcijfers 2021 weten we dat de getoonde verliezen in die periode op de verkoop van Etten-Leur en Rijswijk zijn. De persberichten stellen inderdaad dat er daar noemenswaardige verliezen zijn. De eerdere verkopen in 2020 zijn volgens de persberichten nagenoeg rond of net onder die taxatiewaarde, middels ook de transactiekosten het andere getoonde verlies van 7 miljoen euro over 2020 verklarend.

De dubbel check bevestigt: de van een vorig hoofdstuk resterende berekende verliezen matchen weer nagenoeg de (soms toekomstige) afwaarderingen over 2020.

Blijkens beide analyses werd er over 2020 derhalve niet heel conservatief 10.5% afgewaardeerd op de hele Nederlandse portefeuille. Er werd nagenoeg alleen maar op de verkochte 24% van de portefeuille afgewaardeerd, zo de juist enorme verliezen op die verkopen verhullend!

Indien u wat tijd over heeft, rekt u dat eens door, hoe groot die niet getoonde verliezen als percentage op de verkopen eigenlijk zijn. Anders ziet u het resultaat hier later verderop. Maar, brrr...

Maar het wordt nog erger

Laat Sherlock Holmes ons nog een stapje verder leiden met zijn deducties: alleen de te verkopen centra werden afgewaardeerd. Hoe verklaar je dat rationeel?

Hebben we in Nederland volledig ongecorreleerde deelmarkten voor hetzelfde soort winkelcentra in hetzelfde soort middelgrote steden, beheerd door dezelfde eigenaar, gedurende minimaal vijf jaar, onder eenzelfde strategie?

Wat zegt dit over de waarde van de overgebleven winkelcentra nu we weten dat die niet afgeboekt zijn en derhalve ver boven de taxatiewaarden van de verkochte zijn blijven staan? Eigenlijk lijkt het alsof u maar twee keuzes heeft om die waarden rationeel te verklaren: of de taxateur heeft op de overgebleven portefeuille een veel te hoge waardering

afgegeven, of hij gebruikt de prijzen van de verkopen niet als referentie daarvoor, gelooft er niet in als marktconform. Geen fijne keuze voor de belanghebbende.

In het hoofdstuk over de resultaten van de verkopen hebben we u voorgerekend dat door de slechte verkopen de nieuwe strategie niet de beoogde zeer lage schuldgraad van 15% zou opleveren. Die zou meer dan afdoende ruimte hebben overgelaten voor de investeringen van stap 2. Het wordt nu meer dan 40%, de maximumwaarde waardoor de investeringen niet meer kunnen doorgaan. Sterker nog, dan moet de buikriem verder worden aangehaald.

Stelt u zich nu eens voor wat de schuldgraad zou zijn geworden indien wel een Franse afwaardering tot de verkoopprijs van 450 miljoen was meegenomen, de prijs waarover nog was onderhandeld tot december 2020 en die weliswaar hoger ligt dan de uiteindelijke verkoopprijs.

Dat wordt hieronder getoond onder 2020*, achter de formele cijfers tot en met 2020 (van nog voor veel van ook de Nederlandse verkopen).

	2018	2019	2020	2020*
Schuldgraad	37.5%	44.8%	46.7%	52.1%

Figure 12.3: Bron: Wereldhave (voor jaren 2018-2020)

U weet nog, 40% is de gangbare maximumgrens en bij 60% is het hommeles, dan nemen de banken de regie over.

En indien Wereldhave niet alleen de verkochte 24% maar de hele Nederlandse portefeuille in 2020 had afgewaardeerd met zo'n 37%, zoals eerder hier bovenaan door u bibberend berekend? Inderdaad, dan zitten we boven die 60%.

Zoals elke episode van een Sherlock Holmes mysterie eindigt met de uitspraak tegen zijn trouwe assistent: it's elementary my dear Watson. . .

13

De accountant

Naar aanleiding van het vorige hoofdstuk, nog even tussendoor een vraag. Waarom ging de accountant akkoord met de waardering van de dan nog onverkochte Franse centra, van maar liefst 53% boven de 450 miljoen euro, waarover Wereldhave op hetzelfde moment onderhandelde? Blijkens zijn rapport in het jaarverslag was hij op de hoogte van die onderhandelingen.

Aan het einde van de aandeelhoudersvergadering, de "AvA", krijgt onze TTW groep nog heel even tijd om nog heel snel een pertinente navraag hieromtrent te doen aan die accountant:

"Zoals u ook hier op de AvA heeft gehoord wordt Frankrijk verkocht. Analisten, bankiers, aandeelhouders, shorters, de pers en het management gaan gemiddeld uit van een verlies tov. de door u goedgekeurde boekwaarde van 200 mln euro, oftewel 33% van de beurswaarde.

In uw alinea's over 'liquidity risk' geeft u aan dat u weet hebt v/d brugfinanciering tot verkoop Frankrijk en van 'Divestments'. Heeft Management u daarbij niet geïnformeerd over de verwachte verkoopprijs?"

Het antwoord van KPMG een tijdje later is duidelijk:

"Met betrekking tot de waarderingen hebben wij de werkzaamheden

uitgevoerd zoals in onze verklaring benoemd en zoals in de AvA ook nader toegelicht. In het kader van de werkzaamheden omtrent de continuïteitsveronderstelling hebben wij, zoals ook in onze verklaring toegelicht, de liquiditeitsforecast en diverse scenario's beoordeeld op plausibiliteit. Hierbij zijn ook zogenaamde worst case scenario's doorgerekend."

Niet duidelijk dus. Wij en de andere in de vraag genoemden deden het daarom maar zelf zoals u uitvoerig kon volgen. Maar er is helaas meer, daar gaan we in het volgende hoofdstukken op in.

14

Wanneer de rook is opgetrokken: een vergelijking met de concurrentie

Binnen de TTW groep constateren we zo dat het nog veel slechter gaat dan we in onze stoutste dromen hadden kunnen verwachten. Binnenkort is er weer een aandeelhoudersvergadering, een mooi forum om dat met de mede-aandeelhouders te delen en samen met de Raad van Commissarissen te bespreken.

Hoe kader je dat in, hoe maak je die neergang inzichtelijk? We besluiten om een vergelijking met de concurrentie te maken op de kerncijfers. We gaan dat hieronder doen.

Vergelijking op de beurs

Op de Nederlandse beurs staan naast Wereldhave uiteraard ook andere winkelverhuurders genoteerd. Het meest vergelijkbaar zijn Eurocommercial en Vastned.

Nu zijn de drie niet helemaal hetzelfde omdat enerzijds Eurocommercial een andere geografische spreiding heeft, en anderzijds Vastned daarbij vooral zit in individuele winkels en niet centra. Maar het is duidelijk dat allen eenzelfde focus hebben en daarom overwegend een vergelijking zinvol is.

Dat de aandeelhouders er zo naar kijken blijkt wel uit de evolutie van de beurskoersen, de lijntjes lopen mooi synchroon. Maar u ziet hieronder ook, Wereldhave loopt wel steeds verder achter sinds de aankondiging van de nieuwe strategie in 2020.



Figure 14.1: Bron: Barchart.com

Vergelijking op instrinsieke waarde

Laten we nu gaan kijken naar de kerncijfers. Hierbij moet gezegd worden dat alleen Wereldhave de merkwaardige beslissing heeft genomen om tijdens de corona crisis, de lockdowns, massaal te verkopen. In de tabel verderop kunt u de belangrijkste kernwaarden vergelijken.

Als startdatum hebben we de taxatiewaarden van net voor de nieuwe strategie genomen opdat het effect daarvan zo goed zichtbaar wordt. Vergis u echter niet, einde 2018 is zelf niet de datum waarop het nieuwe beleid werd ingezet, dat was pas in de tweede helft van 2019. De resultaten die we tonen zijn derhalve te interpreteren als het gevolg van beleid over een kortere periode.

In de tabel ziet u NAV staan, dat staat voor Net Asset Value oftewel: de totale waarde van alle individuele centra opgeteld minus de schulden. Vanwege dat laatste wordt het Net genoemd. En de bekomen waarde wordt dan over de uitstaande aandelen verdeeld. Dus een NAV van 21.3 euro betekent dat volgens de taxateurs een aandeel netto zoveel waard is. Handig voor de aandeelhouder die deze waarde wil vergelijken met de beurswaarde van dat aandeel.

LTV staat voor Loan To Value, oftewel de van vorige hoofdstukken bekende schuldgraad. Die wordt bekomen door de uitstaande schuld te delen door de taxatiewaarde van alle winkelcentra opgeteld. Inderdaad, dezelfde variabelen als hierboven bij de NAV berekening.

De meeste bedrijven betrachten de LTV tussen de 30 en 40% te houden in goede tijden. Bij een crisis, wanneer de taxaties dalen, kan de LTV omhoog schieten. Hij blijft dan normaliter nog ver weg van de 60% grens die door bijvoorbeeld bankiers als maximale waarde wordt gezet in een convenant.

Die ruimte tot die 60% is van levensbelang. Immers, je wil als onderneming niet in de situatie komen dat je gedwongen wordt om tijdens die crisis te moeten verkopen. Weet u nog, 'buy high, sell low'. Hieronder de tabel:

U ziet meteen hoe slecht Wereldhave ook relatief presteerde, ook ten opzichte van de concurrentie. Zie de NAV, al voor de verwerking van onze berekeningen is die

dramatisch gedaald met 37% tot 27.7 terwijl Eurocommercial en Vastned respectievelijk wat verbeteren en maar weinig toegeven.

	Eurocommercial		Wereldhave			Vastned	
	2018	2020	2018	2020	2020*	2018	2020
NAV	46.9	45.5	44	27.7	21.3	46.4	43
LTV	45.0%	43.8%	37.5%	46.7%	42.0%	39.0%	43.0%
Rating			Baa2	B	n.v.t.		

2020*: berekend op basis van verkoop 4 v/d 6 Franse centra. Bron: H1 2021 update WH.

U weet dat die terugval volledig is toe te schrijven aan de afwaarderingen en vooral de slechte verkopen sinds de intrede van het nieuwe management; niet de toename van de schuld in absolute zin. De door ons berekende 21.3 euro geeft zelfs een verlies van meer dan helft. Onvergelijkbaar en eigenlijk bizar.

Maar daar eindigt het helaas niet. Laat ik u ter afsluiting erop attenderen dat de komende verkoop van de laatste twee Franse winkelcentra nog niet is meegenomen in de berekeningen. Daarom hieronder de tabel waarin die in de 2020** zijn opgenomen, naar de berekeningen van de TTW groep:

Wereldhave Groep	2018	2020	2020*	2020**	Vershil
NAV	44	27.7	21.3	19.6	-55%
LTV	37.5%	46.7%	42.6%	40.7%	9%

2020*: na verkoop van de 4 Franse winkelcentra

2020:** na verkoop van alle Franse winkelcentra. Nog geen aftrek dividend over 2020.

Abstraherend van andere toekomstige management acties, zoals u ziet is dan de nettowaarde van Wereldhave met 55% gedaald en is de schuldgraad zelfs wat... gestegen.

Opinie kredietbureau Moody's

Zoals u zag in de eerste tabel was ook kredietbeoordelaar Moody's uitermate negatief. Al na de aankondiging van de nieuwe strategie verlaagde het de kredietwaardering binnen enkele maanden en in een paar stappen van 'investment grade', oftewel betrouwbaar, naar B, zeer speculatief. Komt bijna nooit voor. Daarna zegt Wereldhave het contract met Moody's echter op.

Wanneer u in de tabel alleen naar Wereldhave kijkt dan heeft u ook meteen op een andere manier een validatie van onze berekeningen in de vorige hoofdstukken. Indien u zou vinden dat wij te hard zijn, ondanks de feitelijke analyse, gerespecteerd kredietbureau Moody's is dat dus ook. We schrijven wellicht anders, maar onze poging om het voor de lezer toegankelijker te maken neemt niet weg dat we helaas tot eenzelfde keihard oordeel moeten komen.

And by the way, wij waren Moody's voor. Sterker nog, na onze eerste vergadering met de raad van bestuur vertelden we via de notulen al aan de aandeelhouders dat er na de eerste al enorme afwaardering helaas nog meer in het vat zat. Die voorspelling vond de raad van bestuur absoluut niet leuk, maar de aandeelhouders de gevolgen van hun beleid nog veel minder.

Maar het wordt nog veel erger

Wat ook opvalt in de tabel is de schuldgraad van Wereldhave nog maar twee jaar geleden. De toenmalige CEO noemde het zelfs de sterkste balans van de sector! Boven ziet u in de vergelijking met Eurocommercial en Vastned dat zijn uitspraak klopte. Na stap 1 van de nieuwe, de zoveelste, strategie is Wereldhave nog steeds niet terug in de schuldpositie van twee jaar eerder. En nog heel ver verwijderd van de beoogde 15% van de strategie, nu een losgelaten doel. Maar bij minder dan de helft van de intrinsieke ondernemingswaarde zoals uitgedrukt door de NAV, op basis van de waarderingen van de externe taxateurs.

Het kan pijnlijk snel gaan.

15

Een ondraaglijke lichtheid

In de vorige hoofdstukken zag u de dramatische verkopen, hoe die weggestopt werden, en hoe bizar de resultaten zijn ten opzichte van de concurrentie. Waar die maar weinig toegaven verloor Wereldhave meer dan de helft aan netto-waarde “NAV” terwijl de schuldgraad “LTV” zelfs lichtjes verslechterde. Nu is onze vraag voor de Raad van Commissarissen, kwam dit allemaal onverwacht? En vooral, hebben we alles wel gezien?

We nemen weer even een aanloop. Laat ik u eerst weer een tijdje terugnemen in de tijd, twee maanden na de presentatie van de nieuwe strategie. We zijn nu op de aandeelhoudersvergadering van 2020, nog ver voor alle verkopen (op een na). De TTW groep heeft van tevoren haar huiswerk gedaan en heeft weer een pertinente vraag die u denk ik zal interesseren. Om die uit te leggen moet ik u eerst de achtergrond geven.

Hier moeten we wat technischer worden en nemen we het wetboek en de accounting regels, maar heel even, ter hand. Het is inderdaad even doorbijten aan het begin maar ik beloof u, de titel is een understatement voor het “moois” dat komen gaat. Dit hoofdstuk is het langste van het boek en bevat meer drama dan al de vorige hoofdstukken samen. Beloofd!

Niet getwijfeld over België

We hebben het tot nu toe gehad over de verkopen van Franse en Nederlandse winkelcentra en we hebben het derde land in de Wereldhave groep België ongemoeid gelaten. Daar is een goede reden voor, daar presteerden de meeste centra juist relatief goed. Er zijn daar interessante strategische redenen voor, daar gaan we in het volgende boekdeel op in.

Wat ook opvalt bij de Belgische winkelcentra, is dat ze van oudsher in een aparte beursgenoteerde dochter zitten. Aangezien Wereldhave maar zo'n twee derde van de aandelen bezit, worden de overige aandelen verhandeld op de beurs.

Om misbruik van de machtspositie van de grootste aandeelhouder te voorkomen, genieten die 33% minderheidsaandeelhouders juridische bescherming. De grootste aandeelhouder moet rekening houden met hun belangen en bij Wereldhave houdt dat onder meer in dat deze dochter redelijk onafhankelijk moet worden geleid.

Zo heeft zij formeel haar eigen CEO en CFO, haar eigen bank kredieten en haar eigen formele schuldgraad LTV en NAV rapportage. U ziet die hieronder:

Belgie	2018	2020	2020*	Vershil
LTV	29.7%	30.0%	29.9%	0.7%
NAV	90	78	74	-17.8%

2020*: op basis van H1 '21 rapportage Belgie

Figure 15.1: Bron: Wereldhave Belgium

Daar bovenop speelt er iets anders bij de dochter. Vanwege een onevenwichtige portefeuilleverdeling heeft de Belgische toezichthouder Wereldhave opgelegd om de schuldgraad van de dochter onder de 33% te houden. Daarom wordt rond de helft van het (mooie) dividend niet met cash maar met nieuwe aandelen uitbetaald opdat de LTV rond de 30% wordt gehouden. Daarbij komt dat de moeder zich graag laat uitbetalen in aandelen zodat zij haar bezit in de beter presterende dochter langzaam kan uitbreiden, bijvoorbeeld van 65.9% in 2018 naar 67.7% in 2020.

Was er wel volledig in cash uitbetaald, dan zou door hogere schulden de NAV 2020* rond de 68 euro liggen, en de NAV daling zo op 24% uitkomen. Niet best, maar wel nog steeds een paar keer beter dan de Wereldhave groep.

Sherlock Holmes: the sequel

Maar Holmes ziet dat anders en met reden. Wat is er aan de hand?

Het gevolg van die LTV regel is dat om voor het dividend die extra aandelen te kunnen uitgeven, de dochter het totaal aantal aandelen jaarlijks moet verhogen. De NAV die we boven zagen is per aandeel en verwatert oftewel vermindert derhalve indien we die nog steeds per aandeel berekenen. Indien je echter het aandelenbezit op een stabiel percentage zou houden, net zoals Wereldhave min of meer doet, dan wordt de reële NAV voor jou zichtbaar.

Daarom heeft Holmes die verwaterende Belgische NAV omgezet naar een NAV bijdrage op groepsniveau per aandeel van Wereldhave Nederland. Aangezien diens aantal aandelen wel constant is, krijgen we zo een goed beeld van de evolutie:

Belgie	2018	2020	2020*	Vershil
LTV	29.7%	30.0%	29.9%	0.7%
NAV	90	78	74	-17.8%
NAV bijdrage	11.1	10.9	10.8	-2.7%

2020*: op basis van H1 '21 rapportage Belgie

Wat meteen opvalt is dat zo in werkelijkheid de Belgische NAV bijdrage niet met 18% daalde (of zoals op de vorige pagina gecorrigeerd 24%), maar met een marginale 2.7%. Dat is niet alleen meer onvergelijkbaar met de groepsprestaties, dat is zelfs goed tot beter dan de concurrenten van het vorige hoofdstuk, Eurocommercial en Vastned!

België is zonder twijfel het kroonjuweel van de Wereldhave groep.

De ontknoping van de subplot

In de vorige hoofdstukken hebben we de verliezen op groepsniveau gemeten, dat is inclusief die veel betere resultaten van België. Diens compensatie stuwde zo de resultaten van de groep. Derhalve konden we niet zien wat de echte impact was van de verkopen van de Nederlandse en Franse winkelcentra.

Laten we nu weer wat gaan deduceren. Immers, door in de uitgebreide rapportage van de Belgische dochter te duiken, kan Holmes de cijfers uit de groepsprestaties snijden en die isoleren. Zo kan hij de gevolgen van het beleid in al hun naaktheid aan u tonen.

Hierna ziet u de tabel die u al kent van het vorige hoofdstuk, maar nu voor de Wereldhave groep zonder de Belgische dochter:

Wereldhave ex-Belgie	2018	2020	2020*	2020**	Vershil
NAV	33	17	10.7	8.8	-73%
LTV	41%	56%	54%	52.6%	29%

2020*: na verkoop van de 4 Franse winkelcentra

2020:** na verkoop van alle Franse winkelcentra. Nog geen aftrek dividend over 2020.

Nu is het veel inzichtelijker, hoe de strategie werkelijk is uitgevoerd: een ongelofelijke 73% van de netto-waarde van de winkelcentra werd in Nederland en Frankrijk vernietigd. De schuldgraad is ook verbijsterend, die steeg toch en met maar liefst 29%. De resulterende LTV is uiterst zorgwekkend.

En als dit al verbijsterend is, weet u nog hoe het doel van stap 1 was om naar een groep LTV van 15% te gaan opdat er ruimte zou zijn voor de investeringen? Die 15% op groepsniveau is in absolute cijfers gelijk aan de schulden van België alleen. Kortom, de schuld zonder België had niet 52.6% maar exact 0% moeten zijn.

NUL.

The plot thickens

Wij kennen Sherlock Holmes als een stoïcijnse heer, nooit en te nimmer zult u enige emotie bij hem aantreffen. Maar hier voor de eerste keer moet hij gaan zitten. Indien u hem goed kent dan weet u dat dit niet kan zijn vanwege het mysterie dat hij heeft ontrafeld, vanwege de hoofdpersonen. Hij heeft al genoeg meegemaakt. Nee, hij begint te twijfelen aan zichzelf!

My dear Watson, waar heb ik een fout gemaakt, wat heb ik niet gezien? Hoe kunnen verliezen op verkopen tot 56% leiden tot juist meer waarde vernietiging, tot 73%? Dat kan toch niet, wat heb ik gemist?" De trouwe assistent leeft mee met zijn meester en probeert het te bagatelliseren. Het mysterie is toch genoegzaam opgelost?

Maar Holmes is onverbiddelijk, dit moet helemaal opgelost worden, dit is zijn eer te na. Nu is hij geen accountant en leeft hij nog ver voor de opkomst van de XL-ridders. Daarom beveelt hij Watson om de koets met paarden de volgende ochtend voor dag en dauw klaar te zetten, hij gaat erop uit. Hij wil met eigen ogen de winkelcentra en andere bezittingen van Wereldhave gaan inspecteren. Hopelijk vindt hij daar enkele 'clues'.

Wanneer hij een week later terugkomt, is hij weer zichzelf en het is Watson duidelijk: hij heeft het mysterie definitief opgelost. Wat later is Holmes opgefrist gaan zitten bij de open haard en heeft hij zijn pijp aangestoken. We krijgen te horen wat hij ontdekt heeft.

Allereerst Watson, in 2020 heeft Wereldhave ook haar landerijen te Tilburg en Rouen verkocht. Ik heb een boekhouder geraadpleegd en die heeft me dat bevestigd. Weliswaar meer inkomsten, maar ook weer meer verlies aan bezittingen. Overigens, dankzij die verkopen kon Wereldhave dat jaar die per saldo verrassende kleine winst laten zien.

Maar nog veel interessanter Watson, vanaf 2019 tot halverwege dit jaar heeft Wereldhave geïnvesteerd in haar Nederlandse en Franse winkelcentra. Dat heb ik zelf met mijn eigen ogen mogen aanschouwen. Ik heb wederom de boekhouder gevraagd om me dit te bevestigen. Echter, die vertelde me dat er niets van terug te vinden is in de taxaties, de Balans en de Winst & Verlies Rekeningen van Wereldhave!

Na mijn aandringen is die samen met zijn chef verder gaan speuren in de kleine lettertjes, en daar ontdekte hij dat over die periode Wereldhave maar liefst 126.8 miljoen euro had

gestoken in die winkelcentra! Vooral in 2019 maar ook fors in 2020 en een klein restant tot nu toe in 2021.

De chef-boekhouder stond eerst op het verkeerde been maar realiseerde zich later dat zijn boekhouder dit eerder niet kon ontdekken omdat een winkelbelegger formeel geen "afschrijvingen" op winkelcentra kent. Want de waarde van de winkelcentra wordt bepaald door de taxateur, niet direct boekhoudkundig door de investeringen. Zo gaan die "investeringen" erin en eruit zonder dat iemand het merkt. Behalve indien er gericht wordt gezocht."

Watson bespeurt weer de oude vertrouwde zelfzekere ogen van zijn meester. "Die 126.8 miljoen euro uitgaven geven derhalve veel meer schulden. Zonder was die netto-waarde "NAV" niet 8.8 maar 11.9 euro geweest met als gevolg een waarde vernietiging van "maar" 64%, al veel dichterbij die 56% verliezen op de verkopen. Doe daar dan de verkoop van Tilburg en Rouen, nog wat afwaarderingen, wellicht hogere transactiekosten op de verkopen (dan onze 2%) en dies meer bij."

Deductie 2.0: niet concluderen maar deduceren!

De trouwe assistent gaat nu ook tevreden zitten. Maar de rust duurt helaas niet lang: "Watson, we gaan verder, weer tijd voor wat deductie. Je begrijpt wat de volgende elementaire vraag nu wordt, toch?"

De trouwe assistent kent het antwoord want hij legt het verband met de verkopen van de Nederlandse winkelcentra. "Ja, die verkoop leverde 164 miljoen euro op en daarvan is nu al een kleine 80% uitgegeven!" Holmes glimlacht tevreden over de inspanning van zijn assistent maar gaat zoals gewoonlijk door zonder compliment: "Watson, niet concluderen maar deduceren!"

Plaats de feiten in hun context. Zoals we eerder hebben gezien in de tabellen was aan het einde van 2020 niet alleen het meeste van de genoemde investeringen al gedaan, maar was de schuldgraad net onder de gevaarlijke 60% die de banken als grens hanteren, te weten 56%. Nu stel ik je opnieuw de vraag met een hint, wat zagen we in het hoofdstuk "Tijdsdruk"? Waar we dat rennen van deadline naar deadline duiden?"

Watson antwoordt: “dat er nog net voor de vaststelling van die schuldgraad, ergens tussen Kerstmis en Nieuwjaar, twee winkelcentra werden verkocht! En er al contracten werden getekend voor verkopen net voor en na de volgende rapportage.” “Heel goed Watson, je begint het te begrijpen.

Begrijp je dat door die “investeringen” ze het zichzelf blijkbaar zo moeilijk maakten dat ze nog letterlijk tot de laatste dag voor de afsluiting van dat boekjaar moesten verkopen, zo de schuld rapportage van de volgende dag verbeterend?

Watson, herinner je het eerste optreden van de nieuwe CEO begin 2020. Je weet nog: ‘we hit the ground running’. Daar al stelde hij overtuigd dat hij spoedig 100 miljoen euro aan verkopen zou aankondigen. Hij had de banken zelfs al om een voorschot gevraagd om nog sneller te kunnen gaan. Dat “brug krediet” kreeg Wereldhave echter niet. En waarschijnlijk door de uitbraak van de corona crisis gingen die verkopen ook niet door. Tel daar bovenop bij op dat tijdens de lockdowns er veel minder huur binnenkwam en je begrijpt hoe er een noodsituatie dreigde te ontstaan.

Kortom, met die 60% LTV in zicht moest er hoogstwaarschijnlijk met die tijdsdruk verkocht worden, want anders was het hommeles. De Raden van Bestuur en Commissarissen waren in de knel gekomen...”

“U zegt “hoogstwaarschijnlijk” meneer Holmes, bent u niet zeker?” “Uiteraard niet 100%. Je weet dat ik niet afga op empirie maar deductie Watson, ik streep alle mogelijkheden af totdat de laatste de realiteit moet zijn. Dat is mijn beproefde methode. Er zijn geen zekerheden in het leven.

Maar indien je wat echte speculatie van me wilt, is de plotse doorgang van de verkoop van de Nederlandse winkelcentra einde 2020 ook de reden dat de verkoop van de Franse in eerste instantie kon worden afgeblazen? Dat is een mogelijke en mijns inziens enige rationele verklaring voor die wat aparte gang van zaken in die periode Watson.”

Deductie 3.0

Nu leunt ook hij tevreden achterover. Maar meteen wordt hij weer terechtgewezen door Holmes, “we zijn er nog niet!” Op dit soort momenten voelt hij een mix van bewondering

maar ook haat voor zijn meester, die zelfvoldane pose is hem soms wat te veel. Daarom kijkt de assistent hem zwijgend en strak vragend aan.

“Watson, er is nog meer context, er zijn nog meer variabelen die een rol spelen. We hebben het nog niet gehad over de netto-waarde, de NAV.” Maar helaas, de assistent laat zich verleiden tot een bijdehand antwoord en zegt: “jawel, die is net zoals de schuldgraad “LTV” aangetast door de schulden en vermindert derhalve.” Holmes kijkt hem nu nog indringender aan: “ontwikkel dat eens verder.”

Ondanks de voor zijn doen vriendelijke hint met het gebruik van het woord “ontwikkel” ging Holmes te ver en moet hij het uitleggen: “die investeringen hadden vanzelfsprekend de waarde van de gemoderniseerde winkelcentra omhoog moeten stuwen, daarvoor doe je het. Kortom, de “V” in NAV en LTV had omhoog moeten indien de taxateurs die inspanningen waardeerden. Ondanks dat is de netto-waarde NAV verder gekelderde.”

Hier stopt hij met zijn uitleg, hij moet zijn assistent niet verder bezwaren met zijn intellect. Inderdaad is hij soms wat afstotelijk. Wat hij denkt, kan ik echter met u delen: waarom leverden die investeringen per saldo niets op, hoe moeten we daarover doordenken met betrekking tot het succes van stap 2 van de strategie? Geschat de helft van de investeringen valt al daaronder, vertegenwoordigt zo'n 20% daarvan.

Dat houdt u van mij tegoed, daar kom ik in het volgende boekdeel uitgebreid op terug. Ontwikkelen we samen verder, met geur en vooral veel kleur.

Voorspelling Raad van Commissarissen

Terug naar die aandeelhoudersvergadering “AvA” van het begin van dit hoofdstuk. Daar ver voor de dramatische ontwikkelingen duidde de TTW groep de relevantie van de Belgische dochter “WHB”. Ook legden wij voor hoe de problemen al lang voor de nieuwe strategie ontstaan zijn.

Hieronder vindt u delen van onze probleemstelling uit de vragenlijst voor de Raad van Commissarissen op de AvA:

"Over the years WH as a group hasn't performed while Belgium did so in comparison - as measured by their respective share prices. This has led to the situation that Belgium has become very relevant from a size perspective."

"Still the WH financiers were requested to lend more and more to WH - but against the Value of the Belgian assets. Moreover, the proceeds thereof were used by WH itself - where problems grew. The result is at one side an overleveraged WH and on the other side a lowly leveraged WHB. An unsustainably imbalanced financial structure was thus created."

Op onze vraag aan de Raad van Commissarissen hoe ze dit kon laten gebeuren, krijgen we vooral wat empathie: ja zegt de President-Commissaris, het is inderdaad wel wat zorgwekkend maar het komt allemaal goed dankzij onze nieuwe strategie.

Met dat laatste konden wij het eens zijn, maar alleen indien Wereldhave inderdaad verkoopt aan de beloofde Hoofdprijzen van de Raad van Bestuur. En op dat moment was ons al zonneklaar dat dit niet ging gebeuren, daarom vroegen we haar op die vergadering expliciet om onmiddellijk met de nieuwe strategie te stoppen.

Aan het einde van het boek gaan we samen volledig bewapend verder in op onze confrontaties met de Raad van Commissarissen, maar hier kon u zien dat de problematiek vooraf al 'loud and clear' was gemaakt door de TTW groep van kleine aandeelhouders.

Deductie 4.0

Maar de soep is nog steeds niet op. Een laatste keer doorgaand op deze problematiek, laten we kijken naar de verdere evolutie van de groep als gevolg van de toch doorgezette verkopen. De vraag over de stijgende relevantie van de Belgische dochter, de splitsing in de groep.

Hier de samenvattende tabel:

Wereldhave Groep	2018	2020	2020*	2020**	Vershil
NAV	44	27.7	21.3	19.6	-55%
LTV	37.5%	46.7%	42.6%	40.7%	9%
NAV België	11.1	10.9	10.8	10.8	-2.7%
LTV België	29.7%	29.3%	30.0%	29.9%	0.7%
NAV ex-Belgie	33	17	10.7	8.8	-73%
LTV ex-Belgie	41%	56%	54%	52.6%	29%

2020*: na verkoop van de 4 Franse winkelcentra

2020**: na verkoop van alle Franse winkelcentra. Nog geen aftrek dividend over 2020.

In dit totaaloverzicht vraag ik u om eerst in te zoomen op de NAV bijdrage van België, passend in het zalmroze. Zoals u kunt zien, die voormalig nietige dochter was in 2018 al uitgegroeid tot een kwart van de groep. Maar na stap 1 van de strategie is de dochter onvoorstelbaar bijna een kwart groter dan de moeder!

Laten we nu ook kijken naar de schuldgraden. In 2018 lagen die met en zonder België nog niet mijlenver uit elkaar. Na de intrede van het nieuwe management niet lang erna ziet u hoe die uit elkaar groeien. Het eindresultaat in 2020** exclusief België is dramatisch.

Dankzij Sherlock Holmes heeft u kunnen zien dat de "verbetering" van de groep LTV naar 40.7% niet het gevolg was van een verbetering bij de moeder, maar door diens bizarre 73% krimp. Zo geredeneerd, met zijn knipoog, lijkt het voor de hand liggen om de resterende Nederlandse winkelcentra ook in de verkoop te zetten totdat alleen België overblijft. Zo verbetert de LTV steeds meer tot die van België, een mooie doelstelling. Vergeeft u hem de satire.

Het was voor de Raad van Commissarissen al een beetje zorgwekkend toen wij het probleem indertijd vooraf duiden. Wat zou haar conclusie zijn na de 73% waarde vernietiging in anderhalf jaar tijd?

"Onze oprechte excuses aan onze kleine aandeelhouders, aan de keurige pensionado's ons goed bekend van de AvA's, aan de leden van de TTW groep die ons vooraf waarschuwden"?

By the way, my dear Watson

Overigens, we zagen net dat de juridisch redelijk onafhankelijke en beursgenoteerde Belgische dochter nu al bijna een kwart groter is dan de moeder. Vanuit dat perspectief werken de Raden van Bestuur en van Commissarissen nu meer voor die dochter, derhalve vooral ook voor diens ongetwijfeld uiterst gelukkige minderheidsaandeelhouders. Alhoewel, zouden dezen die juridisch onafhankelijke positie betreuren?

Een merkwaardige situatie, maar voor ons ook weer niet onverwacht. Zoals u kon zien, de TTW groep duidde ook dat risico zelfs al in de eerste open brief aan de Raad van Bestuur, op basis van een ontbijtservetje.

De futiliteit

Aan het begin van dit hoofdstuk gaf ik u al aan dat het even doorbijten zou zijn maar dat u het waarschijnlijk de moeite waard zou vinden. Ik hoop dat dit voor u uitkwam.

Afsluitend tijd voor weer een vraag aan u, geachte lezer. Ik refereerde naar die 56% verliezen op de verkopen. Zou u verkopen aan de resulterende prijzen van 44% van de getaxeerde waarde? Terwijl de schuldgraad rond hetzelfde niveau ligt? U weet immers van tevoren, dat reduceert de schuldgraad niet. Rekenkundig lijkt het al vanaf het begin een vrij nutteloze exercitie.

In anderhalf jaar tijd bijna driekwart van de waarde vernietigd, de schuldgraad niet omlaag naar 0% maar omhoog naar 52.6%.

De ondraaglijke lichtheid van het bestaan.

16

Hoe nu verder?

Inleiding

Het is nog te vroeg om u verslag te doen van die aandeelhoudersvergadering in april 2021, daarvoor moet ik eerst in het volgende boekdelen de stap 2 van de strategie uit de boeken doen, de investeringsplannen. Daar is ook heel wat aan de hand en ook dat leidde tot reuring, veel meer zelfs. Maar om chronologisch het verhaal over stap 1, de verkopen, af te maken gaan we hier nu verder tot juli 2021.

Schuldreductie: hoe?

Nu even een technisch stukje. Nog steeds te hoge schulden, de enorme uitgaven van stap 2 moeten nog komen, wat nu?

Zoals eerder gesteld is het plan ook om elk jaar winsten in te houden. Echter, met een belofde 75-85% dividenduitkering levert dat bij de lage voorspelde rendementen niet veel op, zo'n twaalf miljoen per jaar. Dat is nauwelijks genoeg om het onderhoud te betalen. Wereldhave heeft derhalve behoefte aan belangrijke "exceptionele" inkomsten, inkomsten die je maar een keer krijgt.

Ten eerste, de twee overgebleven Franse winkelcentra moeten nog verkocht worden. Weet u nog, waarover de CEO zei dat hij er zijn tijd voor kon en mocht nemen, er geen tijdsdruk meer is. Is dat nog aannemelijk?

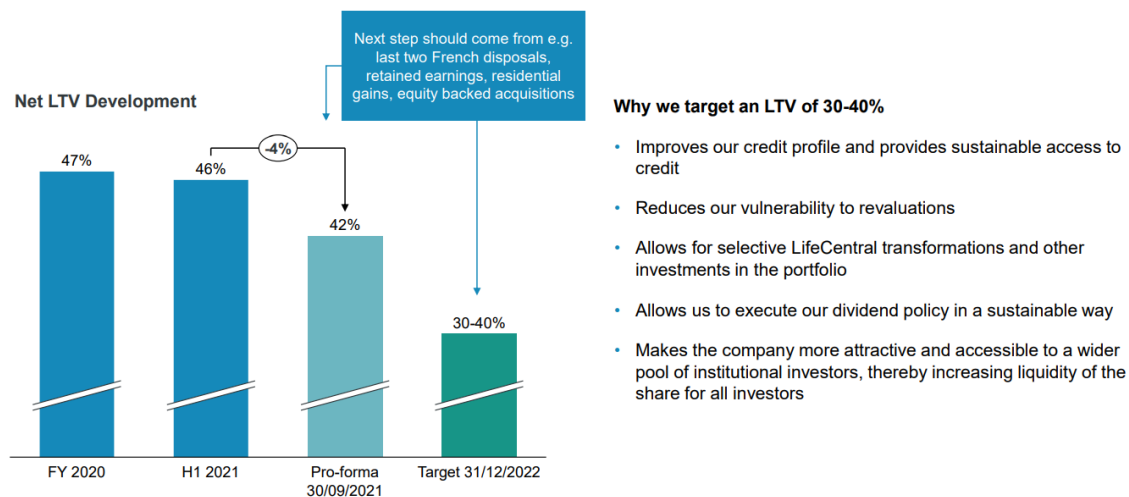
Dat levert per saldo niet veel verlaging van de schuldgraad op. Dan zitten we nog steeds rond de 40% schuldgraad, op de maximumgrens. Wereldhave heeft dan met andere woorden voor elke investering het equivalent aan additioneel kapitaal nodig. En er is ook nog geen enkele buffer voor tegenvallers.

Ten tweede, in een vorig hoofdstuk hebben we gezien dat het plan is om de ontwikkeling tot woningen en kantoren te verkopen. Dat levert volgens Wereldhave in totaal zo'n 70 miljoen euro op. Verdere ontwikkelingen kunnen daar in de toekomst bij worden opgeteld. Al deze opbrengsten zullen over de tijd gespreid binnenkomen. In eerste instantie kost goedkeuring door de overheid namelijk tijd. Daarna pas begint de ontwikkeling, de bouw zelf. Een lang proces.

Wereldhave besluit daarom om het opstalrecht van zijn grootste ontwikkeling te Kronenburg, Arnhem, te verkopen. Veel minder winst, maar wel al inkomsten vooraf, nu al bij de gemeentelijke goedkeuring voor het begin van de bouw. Wederom pijnlijke gevolgen van die tijdsdruk. En we zijn er nog lang niet, Wereldhave heeft veel meer nodig.

Tijd voor een overzicht. In haar presentatie van juli 2021 vat Wereldhave het allemaal zo samen, in welgeteld één slide:

LTV Development



33

Wereldhave

Figure 16.1: Bron: Wereldhave

Mocht u het gemist hebben, flauw van me, het belangrijkste staat geschreven met de kleinste lettertjes in de blauwe rechthoek. U bent niet de enige die het niet zag staan, de meesten lazen er destijds overheen. Laat ik het voor u uitvergrooten:

Next step should come from e.g. last two French disposals, retained earnings, residential gains, equity backed acquisitions

De eerste drie hebben we boven al besproken, maar ziet u de laatste term 'equity backed acquisitions'? In die presentatie van 56 slides staat daar heel klein onder het kopje vertaald "evolutie schuldgraad", dat het overnames overweegt betaald met aandelen. Ook tijdens de fysieke presentatie wordt er letterlijk zo bijna overheen gelopen, het wordt terloops vermeld in een bijzin. Er zijn immers 56 slides die behandeld moeten worden.

Te snel? Onduidelijke terminologie? Even een stap terug. Bij de laatste aandeelhoudersvergadering vroeg Wereldhave toestemming aan de aandeelhouders om hen meer kapitaal te geven middels een aandelen emissie. Dat werd voorgesteld als een verlenging van een bestaand mandaat, zonder verdere toelichting. Er werd niet bij uitgelegd wat de aandeelhouders pas erna hebben kunnen zien, namelijk de oorzaak: de dramatische verkopen. Weet u nog, die ook “gebrekkige” informatievoorziening hieromtrent tijdens onze vergadering met de raad van bestuur?

Nu staat daar onopvallend dat het management “bijvoorbeeld” aandelen moet gaan uitgeven om nieuwe winkelcentra te kopen. Dat is een andere manier om via de uitgifte van nieuwe aandelen de schulden te verminderen.

Hier komt het zo allemaal samen. Achteruit kijkend begrijpen we nu het proces.

Het taboe doorbroken

Het maximum toegestaan voor die uitgifte is 10% van het aandelenkapitaal. Dat kan bij de huidige beurskoers van 15 euro, oftewel een marktwaarde van het hele bedrijf van 600 miljoen, in het beste scenario zonder een sympathieke discount bij deze lage koers maar zo'n 60 miljoen euro opleveren.

Conclusie, het taboe wordt doorbroken: de consequentie van de uitvoering van de dramatische verkopen is dat Wereldhave niet een zeer forse schuldreductie heeft behaald, maar omgekeerd nog juist te veel schuld heeft en aandelen moet gaan uitgeven!

Nog meer verkopen!

Zijn we nu eindelijk klaar? Neen. Zelfs na de aandelen emissie heeft het wellicht zelfs nog meer nodig.

Bij doorvragen blijkt dat het doel is om de schuldgraad te verlagen tot nu 35%. Daar kan Wereldhave middels boven beschreven stappen alleen maar in de buurt van komen mits

goed uitgevoerd. Bij verder doorvragen krijgen we dan ook nog te horen dat Wereldhave ook overweegt om nog eens een of twee gebouwen te verkopen!

Stond zelfs niet in die kleine blauwe rechthoek. Was er geen tijd om dat in te passen na het nachtbraken ervoor?

Een bang hart

Onze hoop moet zijn dat met die laatste bedoeld wordt de verkoop van wat overblijvende kantoren, duidelijk non-core, en andere kleine, ondermaats presterende activa. Allen wel met een behoorlijke leegstand, in tegenstelling tot de gehele portefeuille.

Een ander aandachtspunt is de shorters. Voor die partijen is een emissie een ideaal scenario. Er is normaliter niet veel handel op de beurs in Wereldhave aandelen, het is met andere woorden illiquide. Wereldhave is daarentegen verreweg het meest geshorte aandeel in Nederland met een totale positie van iets meer dan 10% op het moment van schrijven. Het is met andere woorden voor shorters moeilijk om op een normale handelsdag de winsten te realiseren.

Wanneer er een emissie plaatsvindt is er even wel veel meer actie. Even voordelig is voor shorters dat bij een emissie die aandelen bijna altijd met een fikse korting verkocht worden. Kortom, ze kunnen op dat moment hun winsten niet alleen verzilveren maar ook verhogen. Het komt mooi uit dat de maximale emissie even groot is als de shortposities.

Gezien de track-record van ook dit management, we houden ons hart vast voor de verkoopprijzen van die kantoren. En voor de aankooprijzen van die nieuwe winkelcentra. En voor de uitgifteprijs van de nieuwe aandelen.

Marktreactie

Niet alleen de bankanalisten, ook op het beleggingsforum IEX tuimelt men weer over elkaar. Analist Junkyard stelt na de Franse verkopen en weer verlaagde waarderingen zelfs:

“In vergelijking met andere vastgoedfondsen vind ik WHV nu behoorlijk hoog geprijsd in korting t.o.v. boekwaarde”, “deze WHV premie t.o.v. sectorgenoten is voor mij niet verklaarbaar, het track record van organisatie en vastgoed is belabberd.”

En inderdaad, terwijl de beurskoersen van collega's Vastned en Eurocommercial constant blijven en de AEX index lichtjes stijgt, gaat de week na deze presentatie de koers van Wereldhave met bijna 9% onderuit.

17

Ter afsluiting: het smeltend ijsblokje

Dit deel II samenvattend afsluitend, herinnert u zich nog het eerste hoofdstuk, meteen al leek het een opmerkelijk plan? Ik geloofde niet als enige dat er niet verkocht kon worden aan de voorgestelde, wat ik noemde, hoofdprijzen. Maar niemand had kunnen bevroeden dat het zo dramatisch zou worden. Verkopen van redelijk draaiende winkelcentra met verliezen van 53% in Frankrijk en 56% in Nederland. Waarde vernietiging van een verbijsterende 73% terwijl de schuldgraad niet verbeterde, zich zelfs nog dieper in de gevarezone nestelde. Het is de zelf ook beursgenoteerde Belgische dochter die de neergang verbloemt. Die dochter is zowel een blok aan het been als de reddingsboei van het Wereldhave management.

Die tijdsdruk druk druk. In iets meer dan een jaar, tijdens de lockdowns, op de trots zelfbenoemde bodem van de markt, zo'n enorm deel van je bezittingen zo snel van de hand (moeten?) doen. Rennende van deadline naar deadline. Bezittingen die zoals bekend van voorgangers juist illiquide zijn, waarvoor je zelfs in een goede markt de tijd moet nemen.

Een gerespecteerd kredietbureau als Moody's dat je eerder binnen enkele maanden ongekend hard afwaardeert van betrouwbaar naar zeer speculatief, zelfs voordat je iets daarvan uitgevoerd hebt!

Dat terwijl er dus niets is veranderd behalve jouw eigen strategie. Dat is niet alleen opvallend, dat is een signaal dat er echt iets verkeerd zit. Met jou. Temeer daar zoals we

zagen de concurrentie wel consistentie toont, van dezelfde taxateurs wel waarderingen kreeg die meer in de lijn van de verwachtingen lagen. Zoals ook de eigen Belgische dochter.

Daar bovenop, de presentatie naar de aandeelhouders van die uitverkoop in 2020 als licht boven de extern getaxeerde waarde, dus alsof het succesvol is, dat tart eufemistisch onze logica. Dat verdient het bekende Nederlandse vingertje.

Worst-case scenario: de bankiers

Indien wij ook een 'worst case scenario' voor de geest proberen te halen, dan moeten we tevens de mogelijkheid bekijken dat dit hele proces werd afgedwongen door de bankiers. Een indicatie daarvoor is ten eerste dat deze oorspronkelijk hun kredieten gaven op het vertrouwen dat ze van oudsher in Wereldhave hadden. In 2020 na afkondiging van de nieuwe strategie hebben ze echter panden gesteld en daarna verhoogd. Ook zien we dat de leningen duurder beginnen te worden. Ten tweede mag het dan wel zo zijn dat de schuldgraad niet wordt teruggedrongen, maar in absolute zin is de schuld aan de bankiers wel zeer fors gedaald.

De Raad van Bestuur heeft ons echter vooraf en begin 2021 bezworen in weer virtuele vergaderingen dat de relaties over het algemeen naar omstandigheden, de corona crisis, redelijk goed oftewel "normaal" zijn. Dit wordt vooral aangetoond door het feit dat zij vrijelijk het dividend mag bepalen en na de corona crisis zelfs weer stelselmatig verhoogt.

Omdat wij dat laatste opmerkelijk vinden gezien de geschetste schuldenproblematiek, hebben wij Wereldhave overigens aangeraden om desnoods de dividenden uit te keren als stockdividend. Daar werd meewarig op gereageerd, er zouden immers geen problemen zijn, maar ze zouden het overwegen.

Echter, naast de harde stelling van de Raad van Bestuur is de feitelijke reden dat we niet in dat scenario geloofden dat een emissie dan ethisch wat moeilijk zou worden. Je vraagt immers indirect aan de aandeelhouders om de banken bij hun vlucht te helpen.

Een afsluitende vraag voor u, geachte lezer

Beeldt u zich aub in: u lezer heeft als nieuw Raad van Bestuurslid de aandeelhouders uitgelegd dat met een 'sense of urgency' 350 miljoen moet worden geïnvesteerd. Midden 2021 staat daar nog zo'n 285 miljoen van open. Hoe gaat u dat doen?

Eerst na 2025. Zoals u hebt gezien, Wereldhave voorspelt dat in de toekomst jaarlijks een 12 miljoen overblijft voor groot onderhoud en investeringen. Over een twintigtal centra, dat is een schamele 0.6 miljoen per winkelcentrum. Wellicht genoeg voor onderhoud maar zeker niet voor modernisering. Vergeet die derhalve na 2025.

Nu naar de periode ertussen, de investeringsronde van stap 2 van 2021 tot 2025. Laten we blijmoedig accepteren dat u als de Raad van Bestuur op de maximale schuldgraad blijft balanceren en u zo alles wat u binnenhaalt mag gebruiken om weer uit te geven:

Vijf jaar à 12 mln winst per jaar:	60 mln
Aandelen-emissie:	50 mln
Verkoop residentieel:	70 mln
Maximaal te investeren:	<u>180 mln</u>

Derhalve kunt u niet die 285 miljoen investeren. De vraag wordt dan: eerst maar 63% van de strategie investeren tot 2025, daarna is het geld op en zit u nog steeds op de maximale schuldgraad: hoe levensvatbaar is het nieuwe Wereldhave?

Abstraherend van de beursgenoteerde Belgische dochter: na het wegsmelten van de eerste 73% het afgelopen anderhalf jaar, wat gaat er volgens u Raad van Bestuurslid met de resterende 27% van het ijsblokje gebeuren?

Afsluiting van deel II

Mijn insteek was om u hier vanuit een andere wetenschappelijke hoek te duiden waar de klassieke fouten gemaakt werden. Daarna door naar de confrontatie met de Raad van Bestuur. Maar we kunnen dat beter later in het boek doen nadat we samen ook door stap

2, de investeringsplannen en de alternatieven zijn gelopen. Krijgt u eerst een antwoord op de vraag hierboven met betrekking tot het restant van het smeltende ijsblokje.

Daarom gaan we in het volgende deel hetzelfde proces voor stap 2 doorlopen. Eerst een grote stap terug in de tijd; daarna zult u gaandeweg gaan zien, daar hebben we een mogelijk nog merkwaardiger tocht mogen maken.

Deel III

Stap 2 van de Nieuwe Wereldhave Strategie:

De Investeringsplannen

A: Introductie tot de Nieuwe Concepten

1

De nieuwe strategie waar het om draait

Introductie

Dit boek begon met hoe ik wat balorig een plannetje schreef met betrekking tot de eerste stap van de nieuwe strategie, de verkopen tegen wat ik noemde hoofdprijzen. In de vorige delen nam ik u mee over een periode van een dik jaar opdat ik de volledige analyse van stap 1 eenduidig kon vertellen.

Maar zoals beloofd, laten we nu teruggaan naar de beginperiode, een jaar eerder. In dit deel gaan we het hebben over stap 2 van de strategie, de investeringen. We beginnen met een aanloop, een belangrijke.

Gaandeweg meer teleurstelling en ook reuring. Helaas.

Stap 2: de nieuwe focus

Een maand na de publicatie van mijn eerste plannetje besloot ik, aangemoedigd door de groeiende groep ontevreden aandeelhouders, om toch ook naar die stap 2 te gaan kijken.

Het doel van al die verkopen onder stap 1 was om geld vrij te spelen opdat vooral de

Nederlandse winkelcentra omgebouwd konden worden. Weet u nog, ik citeer het eerste hoofdstuk:

“Stap 2 voorziet om met de opbrengsten van stap 1 een nieuwe ‘future-proof’ groep neer te zetten met als belofte een ‘sustainable’ winst van maar de helft (sic) van voorheen. Op basis van ideeën die als ‘market leading’ gepresenteerd worden maar ‘boring’ conventioneel klinken.”

Hoe ziet dat er nu uit? Hieronder de samenvattende slide van de strategie presentatie. De nieuwe strategie draait om het dagelijks leven naar het winkelcentrum brengen: LifeCentral. Omdat het in de nieuwe strategie om meer dan strikt alleen winkelen gaat, wordt dat winkelcentrum omgedoopt tot een FSC, een Full Service Center:

LifeCentral: FSC concept explained

1 2 3

FSC characteristics

Well-balanced offer to fulfill everyday life needs	Mixture of retail, F&B, entertainment, fitness, wellness, healthcare, offices and residential to serve local consumer daily life needs
Densely populated locations	Easy accessible by e.g. public transport or car and >75K households within 10 minutes driving distance
Value-add digital services	For tenants and customers, e.g. insight generation, data sharing, personalization
Concepts & partnerships	Scalable concepts for e.g. entertainment, F&B and fashion Partnerships with tenants, developers and municipalities

Figure 1.2: Bron: Wereldhave

We kunnen bovenstaande slide kort samenvatten als een focus op:

- Aanbod in winkelcentra zo divers mogelijk maken (ook wel genoemd 'mixed-use') om de vraag (klantenbezoek) te stimuleren;
- Goede bereikbaarheid in een dichtbevolkt gebied;
- Digitalisering;
- Toepassing van kleine commerciële concepten.

Hier gaat het dus om, hiervoor is stap 1 gezet. Voordat ik hierop inging heb ik, uiteraard, eerst gedegen onderzoek verricht. Dit kon niet weer in een paar uurtjes liggend op de bank. Daarom neem ik u eerst mee op mijn ontdekkingsreis.

Wat zijn nu de uitdagingen waar winkels in het algemeen, en de winkelcentra van Wereldhave in het bijzonder, mee geconfronteerd worden? En in de eerste plaats, wat voor soort centra heeft Wereldhave eigenlijk in bezit?

2

Wereldhave is de baas in B-steden

Oktober 2015 verschijnt een artikel onder deze titel in het NRC. De toon is duidelijk, hieronder gaan we over de meest relevante passages vertellen, die geven goed de strategie vanaf dat moment weer. Wereldhave is dan nog goed voor een beurswaarde van zo'n 2.2 miljard euro, een beurskoers van 55 euro (begin 2021: 15 euro).

Niet lang ervoor zat het nog in Zuid-Europa, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Na verkoop daarvan nam het einde 2014 van concurrent Unibail-Rodamco de huidige Franse winkelcentra over voor 850 miljoen euro, die zoals u in Deel II hebt kunnen lezen nu met een werkelijk gigantisch verlies zijn verkocht.

Acht maanden later nam het van een andere concurrent, het Franse Kléppiere, negen Nederlandse winkelcentra over voor 730 miljoen euro en bracht daarmee het totaal in Nederland op een twintigtal locaties. Het werd zo marktleider in de middelgrote steden.

Onder weer een nieuwe strategie concentreert Wereldhave zich nu in Nederland op winkelcentra in de centra van steden die, zoals het NRC het noemt: *"niet direct als bruisend te boek staan."* Denk aan Purmerend, Rijswijk, Capelle aan de IJssel, Etten-Leur. Een mijns inziens mooie samenvattende quote van de alom bekende Corné van Zeijl van Actiam is: *"Ze gaan voor A-locaties in B-steden."* Hij geeft blijk van zijn waardering voor de laatste renovatieronde.

Aan de financiële gemeenschap vertelt Wereldhave na de overname dat het opnieuw fors

gaat investeren, dat het zo in 2016 alle Nederlandse centra gemoderniseerd wilt hebben.

Ook de gespecialiseerde ABN Amro-analist Ruud van Maanen heeft er vriendelijke woorden voor over. Hij legt de nadruk op de leegstand in Nederland die dan ligt op een "verwaarloosbare 2 procent": *"Ze zijn een aantal jaar geleden een vernieuwingsprogramma gestart en daarmee waren ze de eerste in Nederland."*

Als de belangrijkste aanjagers voor de resultaten noemt hij de lage rente en het goede economische klimaat. De ABN Amro analist heeft voor bijna alle vastgoedbedrijven die hij volgt een koopadvies.

"Een aantal jaren had je het risico van afwaarderingen, maar dat is nu wel geslonken. We zitten aan de andere kant van de cyclus: het gaat weer omhoog." Hij gaat zelfs een stap verder, noemt vastgoedfondsen een beetje de 'sweet spot'.

In het artikel zegt Wereldhave zelf dat het de verhuur nog niet evident vindt, dat ondanks de verbeterende economie.

3

ABN Amro Bank advies: Organisational Unrest

Maar een dik jaar na het positieve artikel in de NRC waarin Ruud van Maanen zo enthousiast is over Wereldhave, stuurt hij een zwaar negatief stuk naar zijn publiek, hieronder de belangrijkste alinea's. Het is januari 2017 en toepasselijk vrijdag de dertiende.

"Conclusion:"

"Wereldhave's organisation appears to be a bit of a mess. Again. The company announced today a planned reorganisation and an unchanged guidance. Timing of this publication just a few weeks before the FY16 results is odd.

We understand there are also multiple departures. In the light of the company's position, we understand some moves, but also recognise a continued instability of the organisation. This is undesirable given the challenges the company faces in its markets.

We call for action towards the supervisory board to get a good grip on the situation. Organisational instability now adds to the fundamental challenges the company has, which in our view will negatively influence the share price today.

Wereldhave has a doubtful track-record over the past years regarding the change of key positions. A couple of years ago, it was within a year that the CFO departed on a bad standing. Last October Director Netherlands

Erik Schmit also left within a year. We have some concern as we remember Wereldhave's distressed situation back in 2012.

This included the CEO's departure, failed disposal strategies, too much leverage followed by severe restructuring and reorganisation. One of the reasons back then was also a lack of control of the supervisory board and we wonder if there is sufficient control right now."

Ruud van Maanen | Senior analyst
ABN AMRO | Markets
Gustav Mahlerlaan 10 | 1082 PP, Amsterdam

Aan de slag met de uitdagingen

Slechte verkopen van winkelcentra, te hoge schuld, herstructureringen, herhaaldelijke oproepen tot actie van de Raad van Commissarissen en de ook al in het NRC genoemde investeringsprogramma's, van Maanen windt er geen doekjes om. Het komt ons ook bekend voor na de analyse van stap 1 in de vorige hoofdstukken. Plus ça change, plus ça teste la même chose. De markt verandert, Wereldhave probeert weer hetzelfde uit.

Maar toch, drie maanden later gaat hij aan de slag bij Wereldhave als verantwoordelijke voor de Investor Relations. Naar verluidt zou hij een bijzonder goed gevoel hebben overgehouden aan zijn treffen met de toenmalige CEO Dirk Anbeek. Hij is niet de enige die met een niet onverdeeld positieve blik op Wereldhave daar aan de slag gaat. Zo ook twee jaar later de huidige CEO Matthijs Storm die in zijn eerdere baan als Kempen analist nou niet bepaald opbeurende woorden over zou hebben gehad voor Wereldhave. Je kunt dit ook als moedige stappen zien van deze ex-bankiers. Niet alleen maar kritiek leveren maar zelf ermee aan de slag gaan.

Wat is de uitdaging die Wereldhave al zo lang parten speelt, waarom al die interne problemen? Wat gebeurt er in de markt?

4

Het verloren monopolie van de winkelstraat

Vroeger was het allemaal zo simpel. Wanneer de consument wilde gaan shoppen dan moest hij voor een beetje aanbod naar het centrum van de stad, daar waren de winkels. En omgekeerd, de potentiële winkelier moest daar gaan huren om maximale aanloop te hebben.

In de ogen van de consument was het aanbod daar rijk te noemen, keuze volop. Maar eigenlijk was dat gezien door onze moderne bril niet zo. De winkelstraten waren zo ingericht dat voor elk product er maar weinig concurrentie was. Er was bijvoorbeeld maar een HEMA, een platenwinkel en een adres voor je wasmachine.

Vooraf in de grootste steden leek er wel meer aanbod van textiel en schoenen. Maar nader bekeken ging het in een winkelstraat vooral om het bedienen van verschillende doelgroepen, minder om prijsconcurrentie. Het gevolg was dat de marges vrij hoog lagen. Een stuk textiel dat voor een habbekrats werd geproduceerd kon zo voor tientallen keren de kostprijs met graagte gekocht worden.

In het midden van elke zichzelf respecterende stad van enig formaat stond een winkelcentrum, het symbool van die goede tijden. Zelfs voor de winkels in de straten eromheen was het vaak moeilijk om daarmee te concurreren. Je kunt dat winkelcentrum als het summum van dat monopolie bestempelen.

Deze tijden leken vooral goed voor de winkelier. Echter, zoals altijd profiteerden eigenlijk

de vastgoedbezitters, de winkelverhuurders, het meest. Die bijzondere locatie was de winkelier veel waard, derhalve konden de verhuurders, en vooral de verhuurders van de winkelcentra, een steeds groter gedeelte van de winkelmarge opeisen. Uiteindelijk vond de huurprijs daar in die marge zijn balans.

Het was een beetje leven en laten leven.

Druk op de marge

Dat monopolie van de winkelstraat kwam versneld onder druk door e-commerce. Je kunt in het kort stellen dat de consument nu meer keuzemogelijkheden kreeg, er meer prijsconcurrentie kwam en hij zo in toenemende mate de dure tussenschakel van de winkelstraat kon overslaan. Winkels reageerden met sluiting of vaak ook door daarnaast online te gaan verkopen, maar dat extra verkoopkanaal levert ook extra kosten op. Derhalve, something's gotta give. En dat is uiteraard eerst de marge.

Het gevolg daarna is ook onherroepelijk dat de druk op de huur steeds verder toenam en dat de dure vierkante meters in de winkelstraat aan krimp onderhevig waren. Als een zichzelf versterkende spiraal, steeds minder huurders en nog minder marge van waaruit die betaald kan of zelfs moet worden.

Dat is ook wat er aan wat er aan de hand is met dat summum van dat vervlogen monopolie, het winkelcentrum. Eigenlijk kun je dit proces vergelijken met de opkomst en de val van de V&D winkelketen. Eens was het bijzonder dat al die producten van ver weg voor die prijzen samen in een groots opgezette winkel te vinden waren. Maar toen kwamen er meer aanbieders en tenslotte door verdere globalisering was het bijzondere eraf en betekende dat het einde van diens levenscyclus.

Zover lijkt het nog lang niet te zijn voor die winkelcentra, als het ooit zover komt. Maar ook daar geldt dat de constant vernieuwende winkels en de verhuurders een nieuwe balans moeten zien te vinden. Telkens opnieuw. Daarbij geldt dat de verhuurder niet meer zoals vroeger achterover kan leunen en zijn huurpenningen tellen. Hij moet actiever waarde toevoegen en/of de consequenties aanvaarden.

Die druk kan ook op een andere manier nog groter zijn voor de winkelcentra. De

winkelier betaalt niet alleen voor zijn winkelmeters maar ook voor de grote ruimtes ervoor en erboven. Daarom is er een trek geweest naar de periferie van de stad van vooral die winkelverhuurders die de meer gewone, lees: prijsbewuste, producten verkopen, de zogenaamde convenience malls. Zo drukten die hun kosten aanzienlijk. Want zoals de CEO Hans Geels van winkelketen Dille & Kamille het stelt: “Retail, dat is prikkel, prikkel, prijsprikkel”.

De bijkomende grote uitdaging voor Wereldhave is dat het in Nederland convenience malls uitbaat nog steeds vooral in het epicentrum van de stad. Het genoemde NRC stuk ging over A-locaties in B-steden.

De vorige strategieën beoogden om nog steeds het winkelcentrum van het stadscentrum te zijn. Dus juist precies het tegenovergestelde van wat je in de markt noodgedwongen ziet gebeuren. Per definitie de duurste lokale meters in een vastgoedmarkt die maar blijft stijgen, blijft duurder worden, een steeds onhoudbaardere combinatie.

5

Wereldhave België – Nederland: 1-0

Binnen Wereldhave zie je die uitdaging ook op een andere manier uitgedrukt. Waar de Nederlandse centra veelal in dat dure centrum van de stad zitten, daar zijn de Belgische juist veelal goedkoop buiten het centrum geplaatst. Hiermee gaan die soms bijna naast de distributiecentra staan van waaruit zij vroeger bevoorrad werden. Zo schuiven ze qua kosten een beetje 'upstream' in de bedrijfskolom, worden ze daarmee vergelijkbaar.

Die laatsten doen het dan ook heel veel beter dan de twee kleine Belgische en vooral al die Nederlandse, die wel in de stadscentra staan. Er is daar in tegenstelling zelfs sprake van wat groei. Over de jaren zie je dan ook dat België uitgegroeid is tot het sterkste fundament onder de Wereldhave groep.

Sterker nog, de voormalig nietige Belgische dochter is Nederland al gepasseerd qua winstgevendheid in absolute zin en na de recente verkopen ook qua schaalgrootte. De zeer oplettende lezer zal het wellicht in deel II, hoofdstuk "If you can't convince them, confuse them", zijn opgevallen dat in de getoonde tabellen de Belgische winkelcentra juist verreweg het minst werden afgewaardeerd.

Leerzaam is in die zin wat Wereldhave België daar zelf over zegt in haar haljaarverslag 2021:

"De cijfers lopen echter sterk uiteen naar gelang de activiteiten die de retailers uitoefenen..." Supermarkten, sport- en hobbywinkels,

horecaspelers en winkels van huis- en decoratie-artikelen blijven dan weer het sterkst uitbreiden. Dit geldt met name voor de winkelcentra en de vestigingen aan de rand van de steden, die beter uitgerust zijn om aan de eisen van deze retailers inzake beschikbare ruimte te voldoen."

"De totale leegstand van winkelruimtes in België"... "neemt de laatste jaren met name in de centra van kleine steden toe."

Kortom, Wereldhave België ziet en doet wel hetzelfde en gaat met de markt mee. Met meer succes. Dat er iets significant moet gebeuren in Nederland is dan ook al lang duidelijk, vandaar die herhaalde strategiewijzigingen en investeringsrondes.

Hoe ziet die markt er nu uit, en belangrijker, hoe gaat die verder evolueren?

6

Waarheen leidt de winkelweg?

Waar vooral onder invloed van de vergrijzing de digitale mogelijkheden nog verre van benut werden, tijdens de lockdowns hebben veel Nederlandse babyboomers en ouder noodgedwongen geleerd om online te kopen. Meer dan dat, ze hebben er vertrouwen in gekregen en ook zij zien het nu als een welkome manier om veilig, gemakkelijk en goedkoop hun boodschappen te doen. Inmiddels zijn er in Nederland evenveel fysieke als webwinkels.

Uit de Thuiswinkel Marktmonitor blijkt dat in Q1 2021 het aandeel van de aankoop van producten in de e-commercebranche in de totale detailhandelsector op ruim 22% ligt. Ook al is dit een meting tijdens de lockdown, de toekomstige trend blijft duidelijk met maar liefst 67% van de millennials en 56% van de Gen X'ers die verklaren zelfs liever online te winkelen dan in een fysieke winkel.

Denken in functioneel versus sociaal

In de steden wordt er een andere fysieke kentering zichtbaar. Waar historisch gezien de grootste steden het grootste aanbod hadden en zich daarmee onderscheidden, nu lijkt dat niet meer de doorslaggevende factor te zijn voor de consument. Die vindt genoeg keuze op het internet. De klant gaat nu juist meer de straat op voor wat beleving, wat gezelligheid. Daarnaast zoekt hij persoonlijk advies in de winkel, dus meer een service.

Je bent geneigd te gaan denken langs het spectrum van (persoonlijk) functioneel naar sociaal.

In de kleinere steden zijn dan ook de winkeliers samen met de gemeente naarstig op zoek naar een nieuw samenlevingsmodel. Kleinere winkelgebieden, meer wonen en werken in en nabij het centrum. Het lijkt wel een beetje een zoektocht naar het oude dorpsplein.

In de Verenigde Staten is daar ook al veel over nagedacht. Onderzoeker BDO heeft daarover een rapport geschreven waarin het min of meer hetzelfde stelt: "A lot of these mixed-use centers now are trying to recapture that town hall feel." "That's where people want to go again, instead of just these rectangular indoor boxes, where everything is the same."

Het zou een illusie zijn om te denken dat dit een eindstation is. De digitalisering krijgt terecht veel aandacht, die zet ongetwijfeld voort, in steeds snellere mate.

D2C

Zo heeft een lang bestaand merk als Nike zichzelf opnieuw uitgevonden via Direct-To-Customer verkopen. D2C staat de producent, of beter gezegd marketeer want het produceert al lang niet meer zelf, toe om de winkelstraat over te slaan en zo zelf de zo belangrijke data met betrekking tot klanten te verkrijgen. Dus levert het overslaan van de dure logistieke schakel niet alleen een kostenvoordeel op maar juist ook een commercieel voordeel, twee vliegen in een klap. D2C vertegenwoordigt nu al 50% van Nike's omzet.

Internationalisering

Maar we mogen, met een knipoog, niet te "wit" denken. De internationale concurrentie neemt heel snel toe, ook al zien we dat nog niet zo bewust in ons museum Europa. Waarom zouden China en India niet verder blijven evolueren en de wereld daarmee significant beïnvloeden? Maar liefst een derde van de wereldbevolking woont in alleen die twee landen. De invloed daarvan mogen we niet onderschatten.

In de buurt hebben Japan en Korea al in moeilijke omstandigheden aangetoond hoe een land van een spotgoedkope copycat producent binnen een generatie kan uitgroeien tot een hoogwaardige en rijke speler. Waar een Chinees enkele decennia geleden nog maar 5% van een Amerikaan verdiende, is dat nu 25% en uiteraard nog steeds snel stijgende.

Sinds het begin van deze eeuw wordt steeds vaker gesteld dat het Westen (nu inclusief Japan en Korea) op zijn retour is. Of beter gesteld, vanuit het omgekeerde perspectief, dat de welvaart in de wereld evenrediger verdeeld wordt. Zie hieronder China en India.

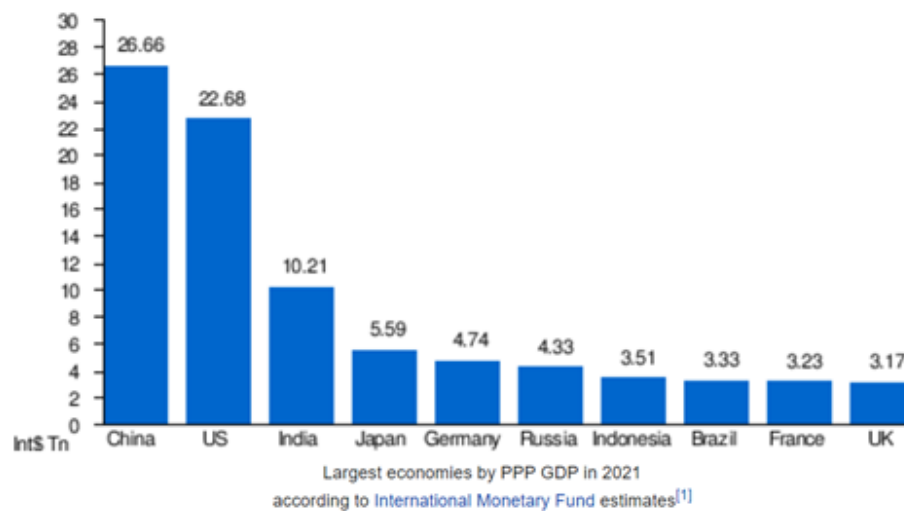


Figure 6.1: Bron: IMF

Zo was bijvoorbeeld in 1990 een 60% van de rijkdom in de wereld westers, nu is 60% juist in handen van 'developing countries'. Het gat groeit steeds sneller. Wanneer we de demografische ontwikkelingen bekijken, zien we eenzelfde ontwikkeling.

Denk aan de Indiërs die internationaal vooral in de Tech sector opvallend succesvol zijn en aan de top van bedrijven als Google de toon zetten. De onderstaande slide van AEX beursbedrijf Prosus, die de data leende van McKinsey, toont hoe ongelooflijk snel het gaat in India zelf. In maar vier jaar ongekende groeicijfers.

India has taken a digital leap

prosus

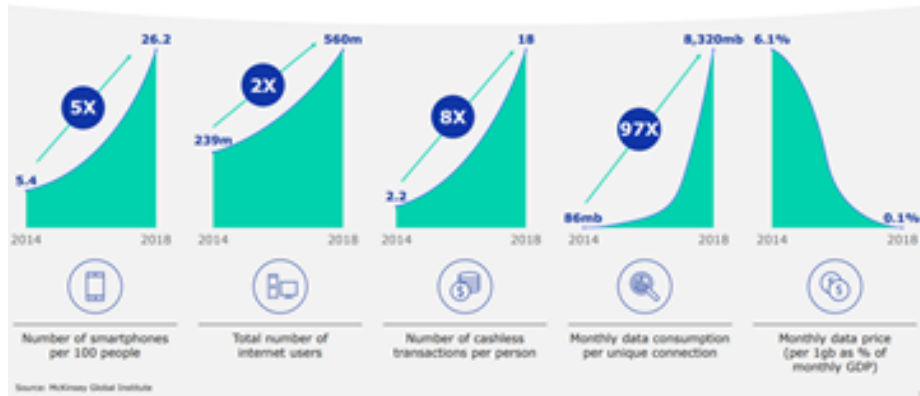


Figure 6.2: Bron: Prosus

Op de wereldmarkt zien we dat ook terug in de retail, fysieke Chinese producten worden steeds beter. Onderstaand plaatje, gebaseerd op gegevens van het IMF, zegt meer dan woorden:

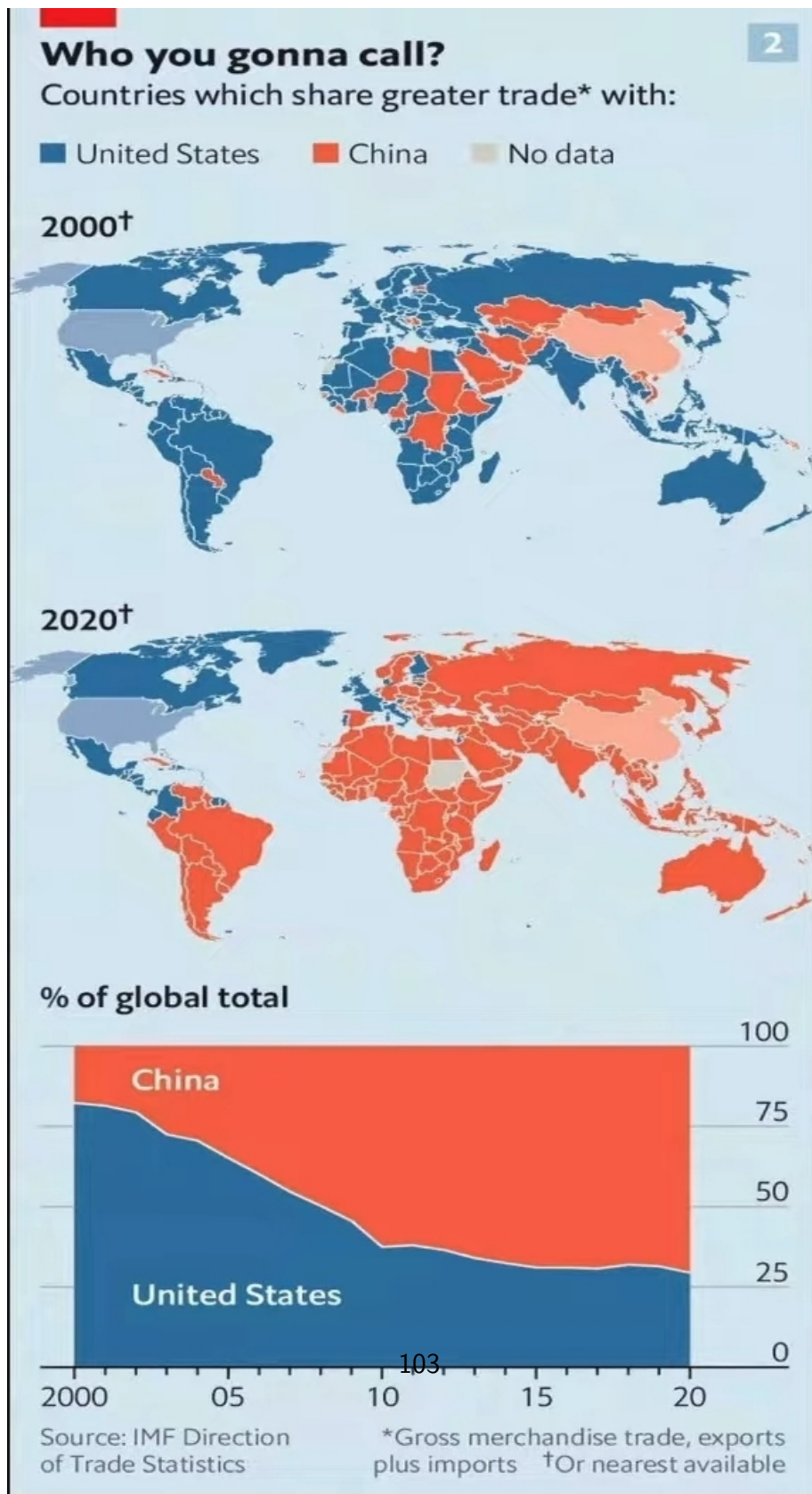


Figure 6.3: Bron: Pascal Coppens

Maar wat hierboven nog niet goed zichtbaar wordt, is de fenomenale groei de laatste tijd via de Tech sector.

Let in het bovenstaande plaatje ook op de steeds hogere R&D uitgaven en de Kunstmatige Intelligentie, al bijna op Amerikaans niveau, de marktleider. Het meest opvallende is de grootte van de e-commerce markt, onze interesse. China is nu al zo'n driekwart groter dan de VS!

China is leading on many dimensions

prosus

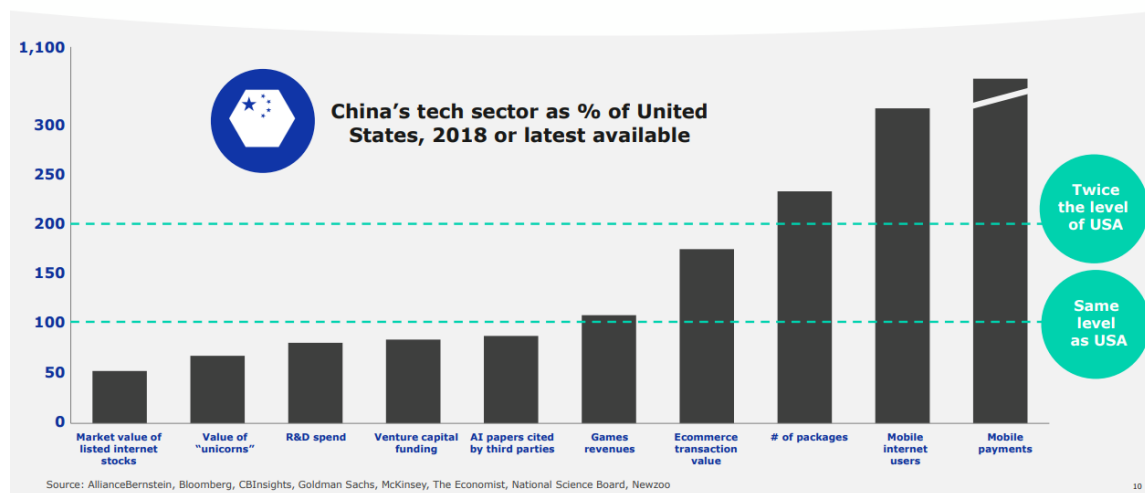


Figure 6.4: Bron: Prosus

Daar vinden niet alleen steeds meer van de innovaties plaats, die worden daar ook succesvol toegepast en worden ook wereldwijd steeds meer leidend. Zo zijn er experts die stellen dat China vijf jaar voorloopt op onze Amazons, Instagrams en Facebooks, die steeds vaker ideeën proberen over te nemen.

Hi, high Tech China!

Het laatste succesnummer is SHEIN dat de laatste mode binnen letterlijk binnen een paar dagen ontwerpt, produceert en verkoopt.

Op basis van algoritmes, uw clicks, wordt de marktvraag gedefinieerd en gaan eerst de designers en onmiddellijk daarna de fabrieken aan de slag. Geen zomer of wintercollecties meer, geen behoefte aan voorraden, lange leveringstermijnen etc.. De producent die voorheen pas na 90 of 180 dagen werd betaald, krijgt nu zijn centjes bijna direct van de klant. En denk aan de designer.

Vergis u niet. Ja, nu is de kwaliteit nog niet altijd zoals gewenst omdat het allemaal nog vrij nieuw is. Maar de fabrieken van waaruit u koopt, zijn dezelfde die Gucci en andere topmerken produceren. Het is daarom onzin om te denken dat dit weer goedkope Chinese rotzooi is, dat op basis van besparing op productiekosten geconcurrereerd wordt.

Dit is namelijk eindelijk een manier om uw product te kopen tegen een prijs die meer overeenkomt met alleen de productiekosten, waarbij niet het overgrote deel van de marge bij die dure luxemerken blijft hangen. En ook in de winkelstraat. Die “voegen geen waarde meer toe.” Integendeel, ze staan waarde creatie in de weg.

Is hierbij trouwens nog behoefte aan een merk zoals wij dat kennen, aan traditionele marketing, aan riskante seizoenvorraden? Er is direct contact tussen de designer en fabriek enerzijds en GEN Z anderzijds via TikTok en Instagram. Maar belangrijker, via kunstmatige intelligentie wordt de marktvraag gedefinieerd. Weg met de ouderwetse marktonderzoeken, dit gebeurt real time! Die fabriek en de designer kunnen zelf direct zonder tussenpersonen de merken worden van de toekomst.

Nu binnen twee weken, binnenkort een paar dagen bij de Europese klant thuisbezorgd. Real time fashion, nu nog voornamelijk uit China. De term hiervoor is Customer-To-Manufacturing, C2M.

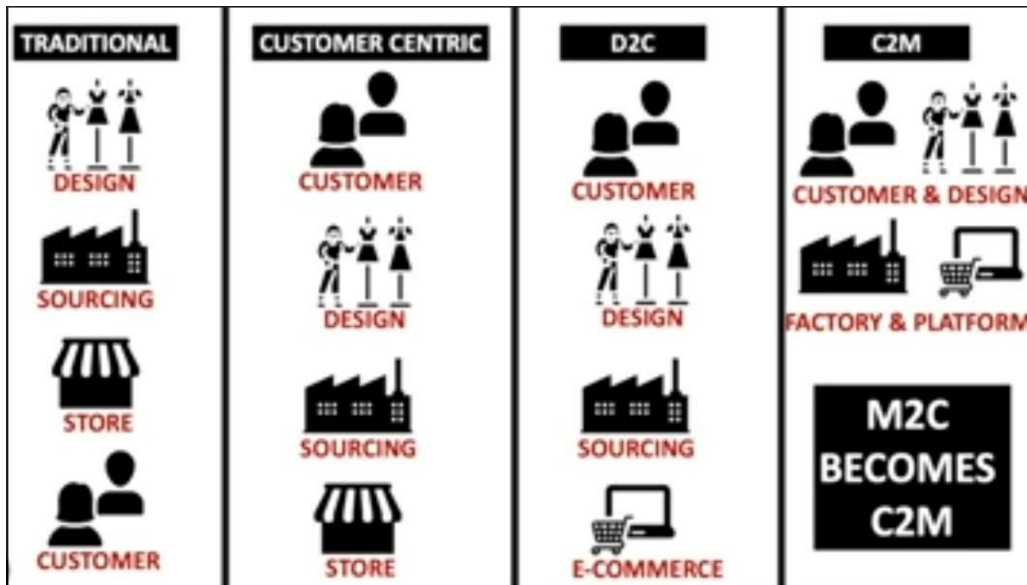


Figure 6.5: Bron: Pascal Coppens

SHEIN is nu al een mondiale topverkoper met al 10 miljard dollar aan voornamelijk verkopen aan het buitenland. Het is ook al de best bezochte modesite ter wereld, volgens sommige kenners snel op weg om marktleiders als H&M en Inditex van de troon te stoten.

Wordt China zelfs leidend in de meest hoogwaardige technologieën?

Be social, go online!

In China is het al ingeburgerd om met je favoriete influencer te gaan winkelen, heel populair rond prime time. Livestream shopping. Deze persoon die je vertrouwt, neemt jou en je vrienden interactief mee naar jouw favoriete producten of komt met ideeën waar je zelf geen toegang toe hebt, of zelf nooit zou vinden. Via hem krijg je er ook nog entertainment erbij, een leuk virtueel uitje. Tenslotte, de kortingen die je via hem krijgt zijn zeer interessant.

Is het een product dat je eigenlijk ook zelf wilt zien en voelen, dan wordt het naar je

opgestuurd of word je uitgenodigd samen met je vrienden. Het blijft immers 'social' op deze media. Het wordt zo steeds meer sociaal en tegelijkertijd hyper functioneel. Weet u nog, langs dat spectrum zouden we gaan denken met betrekking tot winkelen?



Figure 6.6: Bron: Pascal Coppens

Gaan we dat trouwens in de toekomst nog shoppen noemen, want het gaat om samen met je vrienden leuke dingen beleven, 'experiences', en een 'lifestyle' ontwikkelen. Wij denken nog in termen van 'influencers', zij hebben het al over Key Opinion Leaders en Key Opinion Consumers.

Geschat zo'n vijftien miljoen KOLs en KOCs verdienen er hun inkomen mee. Zowel CEOs als medewerkers van bedrijven verschijnen in beeld om de consument persoonlijk te bedienen. Kernwoorden als authenticiteit en gezond en verantwoord leven voeren de boventoon in de interactie.



Figure 6.7: Bron: Pascal Coppens

Is het allerverste fruit sociaal?

Niets voor u collega boomer? Beeldt u zich anders in wat de mogelijkheden zijn voor uw lokale boer of tuinder. In China is reeds immens succesvol de beursgenoteerde onderneming PinDuoDuo, waar u direct van die boer bijvoorbeeld uw fruit kunt selecteren tot nog aan de boom. Laat hij u zelf zien via livestreaming. Wordt vanaf die boom meteen bij u thuis afgeleverd. Veel betere producten en prijzen voor u, geen behoefte aan conserveringsmiddelen. Om maar te zwijgen over de voordelen voor die in Nederland vermaledijde boer.

Maar dat is niet alleen sociaal verantwoord voor die boer, u bent ook 'social'. Samen met uw vrienden schrijft uw recensies, geeft u aanbevelingen, organiseert u gezamenlijke inkopen van alledaagse boodschappen om die zo spotgoedkoop en supervers thuisbezorgd te krijgen. Het platform is zo opgezet dat winkelen een spel wordt, vandaar ook de enorme populariteit.

Een andere trend is dus dat er pluriformiteit begint te ontstaan binnen de online verkoop. Concurrentie voor Amazon, Bol.com en Alibaba. Het lijkt dan ook gewettigd om te

denken dat we hier pas aan het begin van de groei weer een nieuwe soort online winkelen ruiken.

En dan staan de toepassingsmogelijkheden van kunstmatige intelligentie nog maar in de kinderschoenen.

Beleving: onzichtbare concurrentie

Tenslotte mogen we ook niet uit het oog verliezen dat andere trends steeds belangrijker worden, hoewel die niet in de statistieken van de winkelsector zichtbaar zijn. Namelijk dat consumenten ook steeds meer andere soorten van beleving kopen die concurreren met het sociale aspect van fysiek winkelen. Denk daarbij niet alleen aan de thuisbioscoop en gamen nu, maar verder aan ontwikkelingen op het gebied van bijvoorbeeld Virtual Reality.

Het is ook opvallend hoe populair het wordt om af te spreken voor een wandeling of fietstocht in de natuur. Of denk aan de vervanging van een bezoek aan de horeca in het centrum door een afspraak in een sportcentrum, een sportschool op een makkelijk bereikbare locatie. Hier concurreert de winkel ook mee, daar gaat ook een deel van het besteedbaar inkomen van de consument naartoe.

De CEO van werelds grootste fitnessketen Planet Fitness stelde niet voor niets dat zijn voornaamste concurrenten de bioscoop, het restaurant en het winkelcentrum zijn.

Leven langs de winkelweg: meeveren en innoveren

Kortom, de winkelstraat ondervindt “op het hele spectrum van functioneel naar sociaal” zichzelf steeds vernieuwende concurrentie.

Dit alles leidt ertoe dat zowel academici als de praktijk het in Nederland over een ding eens zijn. Fysiek winkelen blijft, maar we weten niet waarheen de winkelweg leidt. De toekomst ziet er alleen spannend uit voor degenen die zich instellen op deze snel

veranderende wereld. Met andere woorden, hun verdienmodel moet zowel flexibel, adaptief als onderscheidend zijn.

Het is niet anders voor een leverancier van winkelruimte zoals Wereldhave. Het zal veel meer moeten doen, het zal evenveel mee moeten denken, mee moeten evolueren, mee moeten investeren. De goede oude tijd dat een winkelcentrum in het centrum van de stad een quasi-monopolie had en navenante huren kon eisen komt ten einde. Langzamerhand wordt het juist tegenovergesteld een volger van de ontwikkelingen. Van prijszetter naar prijsnemer.

Zoals de Bijzonder Hoogleraar Retail Marketing aan de Rijksuniversiteit Groningen Corine Noordhoff het leven op de winkelstraat samenvatte, het is een proces van “meeveren en innoveren.”

Een zeer uitdagende balans.

7

De nieuwe toekomstbestendige oplossing

Nu dat we de uitdagingen waar Wereldhave voor staat nader geduid hebben, kunnen we de ideeën van stap 2 van de strategie nader gaan bekijken. Hoe speelt Wereldhave in op die veranderingen op en om de winkelstraat?

Wellicht ten overvloede, u kent ze misschien nog van een eerder hoofdstuk, de focus en de oplossingen:

1. Goede bereikbaarheid in een dichtbevolkt gebied;
2. Toepassing van kleine commerciële concepten;
3. Aanbod in winkelcentra zo divers mogelijk maken (ook wel genoemd 'mixed-use') om de vraag (klantenbezoek) te stimuleren;
4. Digitalisering.

Bereikbaarheid en kleine concepten

Laat ik beginnen met het schrappen van de twee eerste punten van de lijst van te behandelen thema's. Goede bereikbaarheid spreekt voor zich, dat is al in orde.

Hoogstens was dit een argument om het winkelcentrum in Eindhoven te verkopen, waar de gemeente betaald parkeren had ingevoerd, en als een gevolg het klantenbezoek een klap kreeg (weet u nog, Wereldhave zoekt prijsbewuste klanten).

Zoals we gezien hebben, het probleem dat vooral bij Wereldhave Nederland speelt, is de relatief steeds duurder wordende A-locaties versus de smallere marges van de winkeliers in een convenience center. Dit wordt hier niet geadresseerd. En daarom met een knipoog, indien de locatie ook was bekeken vanuit de invalshoek van kosten, dan had Wereldhave ook kunnen besluiten om haar centra te “verhuizen.” Bijvoorbeeld naar de goedkopere periferie zoals bij de succesvollere Belgische poot al het geval is.

Bij punt 2 gaat het om kleine commerciële ideeën zoals een centrale plek voor klanten om spullen op te halen, of zogenaamde pop-up stores, winkels die tijdelijk zijn. Dit is niets nieuws en wordt al wereldwijd toegepast, ook bij Wereldhave sinds minimaal zes jaar.

Wanneer we nu naar de overgebleven twee belangrijkste punten kijken, valt op dat ook hier geen van de thema's ingaat op de eerder geschetste uitdagingen.

Mixed-use

Ja, middels punt 'mixed-use' wordt er een meer divers aanbod in het centrum ondergebracht, of anders gezegd een nieuwe groep huurders aangeboord. Die toevoeging zorgt voor meer evenwicht tussen vraag en aanbod in het voordeel van de verhuurder. Maar die oplossing gaat niet in op de eerder geschetste onderliggende problematiek, is hoogstens tijdelijk.

Daarbij geldt dat het vergrote aanbod, die nieuwe huurders, vaak juist gewend zijn om minder huur te betalen. Met andere woorden, het winkelcentrum wordt weer opgevuld, maar de structurele huurdruk blijft. Sterker nog, de huurdaling versnelt meteen door eigen toedoen.

Wat bij het doorpluizen van de notulen van oude aandeelhoudersvergaderingen “AvA” opvalt, is dat dit thema al veel eerder werd toegepast.

Laat ik u eerst de volgende passage van de AvA van twee jaar geleden, begin 2019, voorleggen. Hieruit blijkt dat 'mixed-use' zoals onder de nieuwe strategie voorgesteld al sinds 2017-8 structureel werd geïmplementeerd.

“Vorig jaar heeft de Directie al toegelicht dat de winkelcentra van Wereldhave geleidelijk een mixed-use karakter zullen krijgen. Met ruimte voor medische beroepen, voor flex-kantoren, maar ook door woningen op of naast de centra te realiseren.”

Sterker nog, nog verder terug in de tijd in een presentatie uit 2017(!) vinden we déze slide:

MOVING TOWARDS MIXED USE
OPTIMISING HIGHEST & BEST USE OF OUR LOCATIONS

Time is rapidly becoming the most valued commodity for city-dwellers. Proximity is key.

- Residential
- Increasing Food & Beverage offer
- Co-working office space
- Healthcare
- Childcare

The slide features a green background with a purple sidebar containing a list of services. A photograph on the right shows a woman with red hair sitting at a desk with a laptop in a modern office setting.

Figure 7.1: Bron: Wereldhave

Ook opvallend, met betrekking tot Frankrijk, dat zoals u weet verkocht wordt onder stap 1 met zeer forse verliezen: *“Ook in Frankrijk werkt Wereldhave aan alternatieven voor retail. De mixed use-aanpak begint hier ook haar eerste vruchten af te werpen.”*

En tussen ons, in het genoemde NRC artikel stond ook al een voorbeeld, dat reeds in 2015(!) 'mixed-use' bij Wereldhave in zwang was.

Digitalisering

U ziet, niets nieuws onder de zon wat betreft 'mixed-use'. Dan "digitalisering". Dat mag er uiteraard niet aan ontbreken. Maar wacht, wat zien we al in de notulen van de AvA van 2016!?

"Wereldhave organiseert activiteiten, is actief op social media en merkt ook dat de lokale ondernemers dat op prijs stellen. Bij grotere ketens is het moeilijk om een lokale actie te voeren. De centrale aansturing van die ketens staat daaraan in de weg."

"CEO Anbeek antwoordt dat Wereldhave voor ieder centrum een app heeft ontwikkeld waarmee de lokale winkelier acties voor het winkelend publiek kan lanceren. Wereldhave probeert een duidelijke digitale infrastructuur aan te bieden, met name omdat de lokale winkelier niet een eigen applicatie kan ontwikkelen en betalen."

Met andere woorden, reeds meer dan vijf jaar geleden had Wereldhave een eerste vorm van "digitalisering" al geïmplementeerd en werd het daarna verder ontwikkeld. Het stuitte daarbij al op het probleem dat alleen maar een gedeelte van het winkelcentrum dit waardeerde, alleen de kleinere lokale partijen stelden dit op prijs.

Weer in de eerder genoemde presentatie uit 2017(!) vinden we ook al deze slide die dit alles bevestigt, inclusief ook al de fundamentele rol van 'big data':

TECHNOLOGY

Technology-enhanced shopping offers many opportunities for retailers to adapt their offering to the needs of shoppers.

- The Internet of Things will rise
- Data as a fundament
- Mobile Everywhere
- Increasing Innovation Agility



Figure 7.2: Bron: Wereldhave

Plus ça change, plus ça teste la même chose

Nu dat we toch aan het vergelijken zijn met vorige strategieën, ook valt op dat de nieuwe slogan “LifeCentral” qua focus nou niet bepaald veel afwijkt van de vorige, namelijk “Bringing people together.”

Het gaat bij beide om het lokken van klanten, om ervoor te zorgen dat het publiek naar het winkelcentrum komt. Met andere woorden, het is een variatie op een bestaand thema.

Laten we tenslotte ook nog eens op strategisch niveau de thema's van de nieuwe strategie afzetten tegen de vorige. Beeldt u in, u bent nu even de nieuwe chef-de-mission van Wereldhave. Benieuwd of u hieronder de significante verschillen gaat zien die u ertoe zou verleiden om uw strategie ‘The First transformation strategy in European Retail Real Estate’ te noemen?

De samenvattende slide uit 2017(!):

PROPOSITION 2030

Wereldhave brings people together in a mixed-use space, taking convenience to the next level and plays a vital role for local communities through direct and indirect investments



Figure 7.3: Bron: Wereldhave

Conclusie

Kortom, wat betreft 'The First Transformation strategy in European Retail Real Estate' moeten we concluderen dat we niet veel gezien hebben dat die titel verdient. Het is een andere naam voor een bestaande strategie. Hoogstens een operationele, of laten we aardig zijn: een tactische invulling van wat al sinds 2017 werd uitgevoerd.

Nou ja, nieuwe namen. Mag ik dit hoofdstuk een beetje onverwacht wat vilein afsluiten, want zo ver zijn we inmiddels wel? Ik heb ook op Youtube al de promotiefilmpjes van Wereldhave mogen bekijken. Daarbij stuitte ik op een filmpje gedateerd 4 april 2019, bijna een jaar voor de strategische presentatie met de eerder genoemde omdoping van

winkelcentra tot 'Full Service Centers.'

Titel: Take a look at our 'Full Service Centers in The Netherlands' - YouTube

8

Pappa loop toch niet zo snel

Zoals eerder aangehaald, de plannen zijn met om de woorden van de bank Petercam DeGroof te spreken: “vaag.” En het voegde daaraan toe dat het “eerst zal leiden tot scherp lagere resultaten, voordat er hopelijk wat groei wordt geleverd.”

Nu vraagt u zich wellicht ook af, heeft Wereldhave dan niet door wat de structurele uitdagingen zijn? Ziet het niet in waarom er structurele prijsdruk is bij haar Nederlandse centra?

Jawel, die druk ziet het zeer goed. De prijsdruk werd al veel eerder besproken met de aandeelhouders, als voorbeeld op de AvA van begin 2018:

“Jaarlijks moeten onderhoudsinvesteringen worden gepleegd, die niet tot uitdrukking komen in de waarde van het vastgoed. Sinds 2015 is het retail-landschap snel veranderd. Grote retailers vragen om inrichtingsbijdragen voor de afbouw van de winkel, niet alleen bij Wereldhave, maar sector-breed. De huren liggen nog steeds op de oude niveaus, maar Wereldhave moet een deel van de kasstroom gebruiken om de huurders binnen te houden.”

Kortom, al sinds 2015 is er veel meer huurdruk dan de bruto huurcijfers doen vermoeden. Deels wordt die verhuld door het overnemen van de investeringen van de huurders, dat

worden nu de investeringen van Wereldhave. Netto vallen er al veel langer rake klappen.

Het bevreemdt dan dat de oplossing wordt gezocht in herhaaldelijke investeringsrondes, dus steeds weer meer uitgaven in die winkelcentra voor de winkeliers, dat onderliggend probleem eigenlijk alleen maar vergrotend.

Duur wordt duurder

Anders gezegd, de hoop is opnieuw volledig gevestigd op het tijdelijk stabiliseren van vraag en aanbod dankzij die gigantische investeringen, maar onderliggend is er niet veel veranderd.

Je zou daarom kunnen concluderen dat de nieuwe strategie de negatieve markt trends juist dramatisch versterkt voor Wereldhave. Met een knipoog naar de titel van de nieuwe strategie, de huurdruk zelfs “transformationeel” vergroot. Gaat er zo een denkfout schuil onder de nieuwe strategie? Kom ik later op terug wanneer we het wetenschappelijk gaan benaderen.

De markt trend versus de investeringsrondes. Wereldhave dat steeds opnieuw achterloopt en onder het mom van een nieuwe strategie haar centra moet verkopen om weer te investeren, zo de markt weer bijhaalt. Tot de volgende ronde. We hebben de situatie medio 2020 gedeut met een metafoor:

Een gezin wandelt door het bos en het stapt stevig door. De grote stappen zijn teveel voor het kind en het raakt telkens achterop. Alleen door zijn energie te verzamelen kan het een sprintje trekken en zelfs weer een voorsprong opbouwen. Maar onherroepelijk wordt het telkens weer ingehaald totdat het moe de strijd opgeeft. De huidige rush om in deze markt de Franse activa te verkopen is... te vermoeiend.

9

Is stap 2 van de nieuwe strategie gebaseerd op nog een denkfout?

De dreigende leegstand wordt in het nieuwe plan van 2017 dus voorkomen door een nieuw soort huurders erbij te voegen en die te clusteren in het winkelcentrum. Denk aan een fitness centrum, een tandarts en een fysiotherapeut. Op zich niets nieuws. Zo werd bijvoorbeeld in het NRC artikel van een vorig hoofdstuk al aangegeven dat Wereldhave zelf een contract met V&D in Purmerend had opgezegd en het een nieuw huurcontract afsloot met vijf vestigingen van het Centrum Voor Geboorte en Zwangerschap. Al in 2015. Zelfs de overheid heeft op meerdere locaties zulke initiatieven lopen.

Het is trouwens maar de vraag in hoeverre die nieuwe huurders een winkelcentrum met diens spontane aanloop behoeven of andersom zelf voor de bestaande zoveel toeloop creëren. Een goed bezochte fitness geeft dan als enige wel actie in de gangen, maar heeft zelf maar weinig aan toeloop, aan impulsaankopen. Een consument loopt niet door een winkelcentrum en denkt spontaan, laat ik nu gaan fitnessen.

Het zal bij deze alternatieve partijen vooral om de huurprijs gaan. Anders vertrekken die weer wanneer het ergens anders goedkoper kan. Daarom nu ook al de voorspelling van Wereldhave van nog steeds lagere huren tot de verbouwingen.

Daarbij, de nieuwe prijsbewuste huurders komen ergens anders vandaan, daar ontstaat ruimte. De fitness en de tandarts zullen nog steeds een ruime keuze houden, de huurprijs laag kunnen houden. In die wijdere omgeving blijft de huurdruk derhalve bestaan, die is

niet afgenomen. Het is uiteindelijk een beetje een zero-sum game.

Samen met de genoemde wat kleinere initiatieven is dat toch een belangrijk fundament onder deze hele strategie.

Maar het wordt nog erger

Zelfs in the worst case, indien u het volledig eens bent met 'The First transformation strategy in European Retail Real Estate', is het verstandig om zoveel te investeren dat er na 2025 geen geld meer over is voor verdere aanpassingen op basis van voortschrijdend inzicht, op basis van veranderingen op de winkelweg?

We hebben in een eerder hoofdstuk de huidige wijsheid van de academici en de praktijk gedeeld. Indien je als winkerverhuurder niet structureel je kosten verlaagt, je verdienmodel aanpast door bijvoorbeeld naar de periferie te verhuizen, dan moet je door de continue stroom aan nieuwe ontwikkelingen een verdienmodel neerzetten dat juist flexibel en adaptief is. Het mantra is meeveren en innoveren.

In het vorige Deel II van dit boek heb ik al met u de doorwrochte analyse van onze registeraccountant besproken. Daaruit bleek dat de centjes die de verkopen onder stap 1 opbrengen rond 2025 op zijn. Wat dan, waarheen leidt de weg van Wereldhave?

Na al die voorgaande interingen en investeringsrondes tot nog maar elf winkelcentra in Nederland, steeds minder schaalgrootte, is het zo niet uiteindelijk een binaire weddenschap aan het worden?

10

Conclusie van Deel IIIA

Nou, dat was een anticlimax, niet geachte lezer? We hoopten een mooie nieuwe, zoals door Wereldhave beloofde “transformationele” strategie te vinden, en dan dit. Hetzelfde als in 2017. Niet meer dan een tactische voortzetting.

Maar denkt u eens aan uw arme verslaggever? Heb ik al die tijd gespendeerd aan het doorgronden van de uitdagingen waar de Retail sector in het algemeen, en de winkelcentra in het bijzonder voor staan. Toegegeven, ik vond het wel leuk, veel geleerd. U vond hopelijk de hoofdstukken van dit Deel IIIA interessant genoeg?

Maar dan is de pijnlijke conclusie bij de analyse van de Wereldhave strategie dat die helemaal niet ingaat op de uitdagingen van de sector, integendeel. Alleen maar constant hele dure pogingen om mensen naar het winkelcentrum te trekken door de vrijkomende ruimte op te vullen met die zogenaamd nieuwe huurders via ‘mixed-use.’ Een strategie voortzettend die al in 2017 uiteengezet was naar de aandeelhouders, u zag zelfs de slides van de presentaties. Die niet werkte. En na deze laatste ronde zijn in 2025 de centjes verbrast.

Ik had me kunnen beperken tot het doorvlooiën van de verslagen van het afgelopen decennium, had ik u dat meteen kunnen bevestigen en waren we samen vrolijk naar het volgende deel gegaan.

Er blijkt niets nieuws onder de zon te zijn. Het doet weer opnieuw hetzelfde, sinds

minimaal 2015. Proberen dat quasi-monopolie te behouden tegen de stroom in.

Die strategie heet 'LifeCentral', een duidelijke verwijzing naar de behoefte om weer dat vroegere centrum, dat aan het begin van dit boekdeel omschreven summum van het inmiddels vervlogen monopolie van de winkelstraat te blijven.

That's it, punt uit.

Deel III

Stap 2 van de Nieuwe Wereldhave Strategie:

De Investeringsplannen

B: Financieel Model

1

Een inleidende parabel

Inleiding

We hebben net gezien in het vorige deel IIIA dat de commerciële strategie nagenoeg een voortzetting van de oude is, enigszins vaag is. Nu de vraag, hoe leidt dat verhaal naar winstgevendheid, los van de kwaliteit van die strategie?

Want waarom zou je zoveel geld steken in fors minder ruimte waarvoor je zelf aangeeft dat je... minder huur gaat vangen? Zware uitgaven in minder ruimte en daarbovenop minder huur per overgebleven vierkante meter? Dat is toch drie keer negatief? Hoe behaal je dan toch een hoger rendement?

Hoe ziet dat rekensommetje eruit? We gaan nu analyseren hoe Wereldhave denkt dat de implementatie van de nieuwe strategie, zoals hiervoor geschetst in deel IIIA, toch goed geld gaat opleveren.

Het verhaal wordt nu wat technischer en daarom publiceerde ik op de voorpagina van beleggingsplatform IEX als inleiding een parabel met daarachter, in het volgende hoofdstuk, de financieel technische analyse.

De parabel

Stel, u bent de eigenaar van een huis dat 1.12 mln euro waard is. U verhuurt dat voor 70k per jaar. Het behoeft wellicht een likje verf en wat aanpassingen. U belt dhr. WH voor advies. Tot uw verbazing raadt deze vriendelijke meneer u aan om maar liefst 180k te investeren. Zo gaat u in de toekomst ook 67k euro huur vragen. Ja, dat leest u goed, een zware investering, een dikke 4% minder. Wijst u hem hoofdschuddend af?

Dat is dom want dat toont aan dat u het niet begrepen hebt. Kijk, nu heeft u het allerallermooiste huis van de buurt. En iedereen wil het van u huren, er staat een rij voor de deur! Nog interessanter, u kunt volgens WH ieder volgend jaar 670 euro meer vragen. Dus al na vijf jaren zit u al weer op... die oude huur.

Oh, en wanneer u die investering van 180k euro terugverdient? Dat is niet relevant, begrijpt u? Het gaat nu toch goed, kijk naar die rijen buiten. Als koppige Nederlander wijst u hem hoofdschuddend af, toch?

Maar hij komt terug en legt u uit: omdat er nu rijen voor de deur staan, hoeft u zich nooit meer zorgen te maken over leegstand. Dat is het briljante, minder risico. Dhr. WH fluistert u in dat een door hemzelf gekozen taxateur een hogere waarde op uw huis zal plakken. Bijna de helft meer. De helft, bij een lagere huur? Echt! Dat heeft hij dan toch even mooi voor u bereikt, ook al bezwoer u hem dat u nooit kan verkopen.

En de uitsmijter? Dhr. WH vertelt u dat vooral dankzij die hogere waarde u nu een "Total Return IRR" van 6.91% heeft gehaald. Ja, dat is eufemistisch een tegendraadse maatstaf, maar nu lijkt u wel zo slim!

Uw denkbeeld dat u 180k euro lichter wordt gemaakt en dat u een lagere huur ontvangt en dus twee keer cold hard cash verliest en een lagere ROE hebt (ja, u heeft u ingelezen) is technisch correct maar fout. Het gaat niet om de cash in uw handje, het gaat om de formule van WH, hoe merkwaardig die ook is. En denk trouwens ook niet dat er ooit een tijd komt dat u weer moet moderniseren aub, dat is namelijk het idee. Want anders gaat u zich nog inbeelden dat u daarvoor na Frankrijk ook uw vakantiehuisje in België zult moeten verkopen.

Derhalve, volg het voorbeeld van de families RvC en vH en doe mee. Luister overigens

vooral niet naar de familie VEB, die begrijpt het niet. Net zoals de aandeelhouders en die opvallend grote groep shorters, de grootste groep van Nederland.

At your service,
The Third Way. . .

Naschrift

Zoals ik u in deel II aangaf, het draait allemaal om (theoretische) waarderingen...

2

De gewaardeerde berekeningen

Na het lezen van de parabel zult u wellicht meer cijfermatig benieuwd zijn naar de manier waarop Wereldhave met zijn nieuwe strategie het allemaal financieel in elkaar kan draaien. Indien niet, sla gerust dit en volgend hoofdstuk over.

Weet u nog: meer investeren in minder ruimte en daar bovenop minder huur per overgebleven vierkante meter. Drie keer negatief en blijkbaar toch een mooi positief resultaat.

Zoals gezegd was de tweede open brief vrij technisch. Hieronder de berekeningen die tot de brief geleid hebben, de korte samenvatting. In Bijlage 2 de lange versie. U kunt de bijlage derhalve overslaan indien u aan dit genoeg heeft, of uiteraard omgekeerd.

De berekening van dat hogere resultaat vindt u in de onderstaande slide uit de strategische presentatie van Wereldhave terug. In het groen wordt de huidige situatie in een voorbeeld winkelcentrum aangegeven, daarnaast in het blauw de toekomstige na de investeringen.

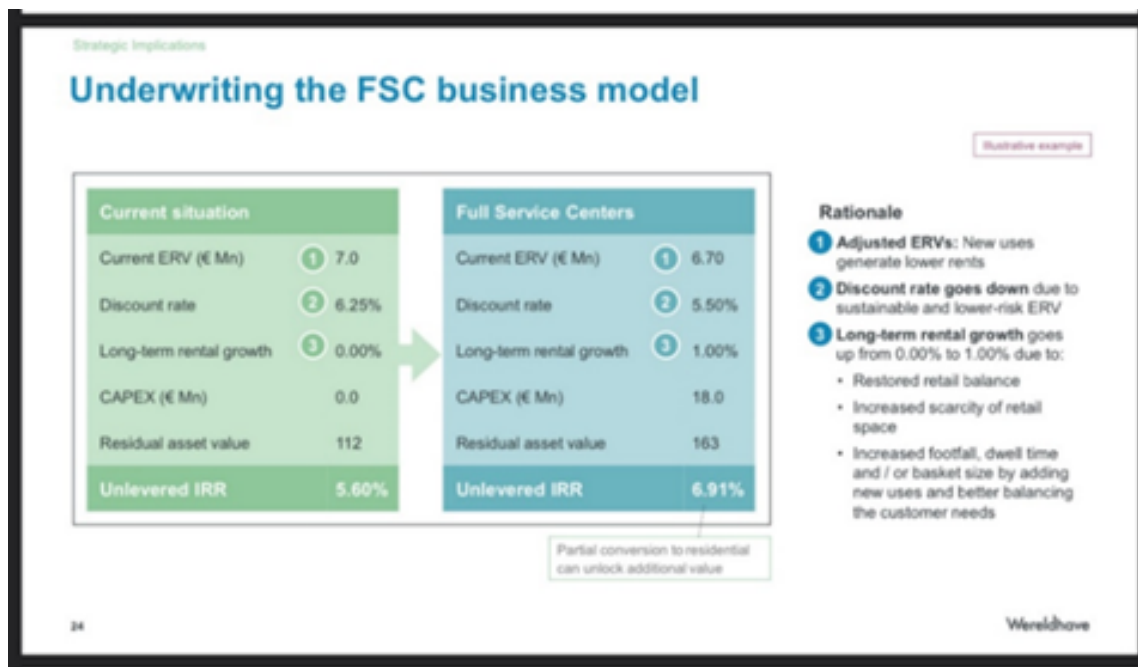


Figure 2.1: Bron: Wereldhave

- a) U kunt achter 1 de ERV of Estimated Rental Value zien, de verwachte huuropbrengst. Nu is die huur 7, in de toekomst 6.7. Zoals verteld in de parabel een dikke 4% lager.
- a) Achter 3 ziet u de huurgroei. Nu nul, in de toekomst gaat de huur structureel met 1% per jaar omhoog. En dus pas na vijf jaar weer evenveel huur als bij aanvang! Maar die stap terug maakt in het modelletje niet zoveel uit, de lange termijn groei des te meer.
- a) Daarvoor moet die 18 miljoen aan CAPEX, CAPital EXpenditure oftewel investeringen, worden gedaan voor de verbouwingen.
- a) En onderin ziet u dat dankzij die 18 miljoen de hele asset value van het winkelcentrum, in de parabel: de waarde van het huis, met maar liefst 51 miljoen of 46% omhoog vliegt!

Zie daaronder hoe dan de IRR, het rendement, omhoog schiet naar 6.91%. Sterk staaltje, niet?

De nieuwe strategie is derhalve volledig gebaseerd op de toekomstige theoretische waarde van het winkelcentrum. De technische uitleg hiervoor is dat volgens het management door de investeringen de teloorgang van het centrum gestuit is. U weet nog: door de toenemende huurdruk en de door management voorspelde acute leegloop. Sterker nog, dankzij de nieuwe strategie zoals uitgelegd in vorig Deel IIIA worden de trends zelfs omgebogen, gaan de huren weer stijgen!

Dit idee is verre van nieuw. Wereldhave stelde ook alweer in 2017 dat het op zoek was naar een nieuw evenwicht. “Hoger renderend vastgoed maakt plaats voor beter vastgoed met een lager rendement.” Kortom, dankzij de oplossingen geschetst in het vorige Deel IIIA zoals ‘mixed-use’ en “digitalisering” gaat het huurrendement weliswaar fors omlaag, maar zijn de winkelcentra weer populair bij de huurders.

De stabiele en verhoogde populariteit wordt beloond met een lagere ‘discount rate’ achter punt 2. in de tabel: er is minder risico. Precies zoals in de parabel, “er staan weer rijen voor de deur.” Sterker nog, de huur gaat weer structureel groeien en in de theoretische modellen levert dat ook zeer veel op qua waardering.

Opvallend daarbij is verder dat uitgegaan wordt van een nagenoeg verdwenen behoefte aan verdere investeringen. Daarom ook dat Wereldhave de zogenaamde ‘consultant speak’ van ‘future proof’ winkelcentrum bezigt. Oftewel, het fundament onder het rekenmodel is dat deze strategie een oplossing is voor alle toekomstige seizoenen.

Geen behoefte meer aan wat de Bijzonder Hoogleraar in een vorig hoofdstuk “meeveren en innoveren” noemde.

Nu begrijpt u ook waarom er in de financiële plannen geen ruimte hoefde te zijn voor investeringen na 2025 wanneer volgens onze analyse van stap 1 het geld hiervoor op zou zijn.

3

Een dichtgetimmerd verhaald

Tijdens onze vergaderingen met de raad van bestuur werd duidelijk dat zij vooraf het rekenmodel van het getoonde plaatje met de taxateurs had doorgesproken. Die hadden aangegeven dat ze inderdaad de taxaties zo zouden verhogen. Dit verklaart dan weer waarom de raad van bestuur zich zo zeker voelde, dit plan was al vooraf dichtgetimmerd, het was waterproof.

Kijk, eindelijk is het niet meer vaag maar worden er spijkers met koppen geslagen. Met keiharde cijfers wordt hier bewezen waarom de nieuwe strategie werkt.

Het draait allemaal weer om waardering

In theorie althans. Herinnert u zich nog de eerste delen, het draait allemaal om rekenmodellen, om waarderingen?

Want enerzijds wordt door de beurskoers aangegeven dat de aandeelhouders oftewel de marktspelers niet vertrouwen op die taxaties. De dramatische verkopen onder stap 1. valideren hun zienswijze. Die zien de lange termijn markt trends terwijl de taxateur meer kijkt naar de eerder in de tabel genoemde ERV, de verwachte huur bij min of meer gelijkblijvende omstandigheden. Dat stoppen die in een rekenmodel en daar komt die theoretische waardering uit.

U zult misschien anders denken nadat u vorig Deel IIIA heeft gelezen. Daar heeft u gezien wat die 'mixed-use' strategie inhoudt, dat die niet nieuw is maar een voortzetting van de oude, die al sinds 2017 loopt. U weet nog, op basis waarvan eerst met 23% werd afgewaardeerd en daarna laatst met nog eens 10.5%! Maar nu derhalve opeens weer omhoog, onder eenzelfde strategie, volgens dezelfde taxateurs?

Je kunt het ook een beetje vergelijken met het verschil tussen de beleggingsfilosofie van een waardebelegger als Warren Buffett en de Discounted Cash Flow modellen van vele analisten. De eerste gaat uit van het verdienmodel, de intrinsieke kracht van het bedrijf. En met een knipoog, hij zet het liefst in op bedrijven met een (sic: winkel-) monopolie. De laatsten trekken te vaak lijntjes door en spenderen veel tijd aan modelbouw met allerlei assumpties die een disproportionele impact hebben op de uiteindelijke waarde.

Vastgoedspeculatie

Anderzijds moet je jezelf afvragen of je het hele bedrijf moet ophangen aan een theoretische waarde appreciatie van je vastgoed. Op basis van de marktinzichten vandaag de dag, zonder ruimte voor voortschrijdend inzicht.

Overigens, je zult maar eens de eerste taxateur zijn die anders gaat rekenen, rekening gaat houden met de onderliggende trends, op basis daarvan wel veel meer gaat afwaarderen. Zul je niet veel klanten overhouden.

Minder cash, nog minder cash, maar heel veel meer waardering

Dus samengevat, stap 2 oftewel het uiteindelijk doel van de hele ongewijzigde strategie is gebaseerd op veel minder cash-inkomsten (huur), en veel meer cash-uitgaven, dus twee keer een negatieve impact op je schulden. Daar tegenover staat als sublimatie die enorme theoretische en ongerealiseerde waarde stijging van het vastgoed.

Preciezer, het is zeker dat die meer dan 1 miljard euro cash berekend in stap 1 verloren gaat, net zoals daarna cash verloren gaat door minder huurinkomsten. Dat doen we omdat we denken dat Wereldhave bij een verkoop van die gemoderniseerde centra ergens

in de toekomst er ontzettend veel meer op terugverdient.

Ontzettend veel? Nee, de strategie is zo goed dat er in het rekenvoorbeeld zelfs een rendement van bijna 200% mogelijk is. Weet u nog: 18 miljoen investeren voor 51 miljoen euro erbij.

De kroniek van een aangekondigd koningsdrama, revisited

Voeg daaraan toe dat we tijdens stap 1 zojuist zo dramatisch het tegenovergestelde in de praktijk ervoeren. Zie de gigantische afwaarderingen en de barslechte verkopen. Herinner ook in de ABN Amro bank nota: 'failed disposal strategies' al ver voor 2015.

Sta me toe dit hoofdstuk onverwacht te eindigen met een cynische vraag. Indien zoals in het rekenvoorbeeld een investering 200% rendement oplevert, waarom gaf tegelijkertijd in de praktijk die recente investering in bijvoorbeeld de Koningshoek juist een heel zwaar verlies? De Koningshoek, het winkelcentrum dat de Managing Director van Wereldhave niet zo lang geleden bij de opening het voorbeeld noemde voor de toekomstige investeringen? Waar de bezoekersaantallen gestaag bleven toenemen? Die recent gerenoveerde locatie die al aardig op een Full Service Center lijkt?

Weet u nog, die mega verbouwing waardoor de Koningshoek zelfs een nominatie als het beste winkelcentrum van Nederland verdiende?

4

Een rondje doen met de experts?

Dit hoofdstuk is een intermezzo voor de cynische cijferaaars onder ons, zij die een rekenkundig grapje waarderen. Met daarna een traan, het is een tragikomedie.

Want mag ik u een oneerbaar voorstel doen, zullen we samen met Wereldhave en de taxateurs meedoen en in de theoretische modellen stappen? Mee gaan rekenen? Ik denk dat wij het samen beter kunnen, en inzichtelijker. Wij gaan namelijk eerst de eerdere afwaardering meenemen in het rekensommetje.

In het rekenvoorbeeld zag u hoe het centrum van 112 miljoen maar liefst 163 miljoen waard werd. Wat er echter niet bij gezegd werd, is dat die winkelcentra eerder zwaar afgewaardeerd werden. Weet u nog van deel II, hoofdstuk "Hoeveel is er verloren gegaan tijdens stap 1?": in Nederland eerst met 23%. Laten we trouwens de tweede afwaardering niet meenemen, die bleek vooral een enorm verlies op de verkochte centra te verbloemen.

Volgens de taxateurs was dat centrum van 112 miljoen voor de toepassing van de 23% afwaardering omgerekend dus 145 miljoen waard. Tellen we daar simpelweg de CAPEX van 18 miljoen bij op, de investering van het rekenvoorbeeld, dan komen we precies weer op die 163 miljoen uit.

Anders gezegd, laten we doen alsof er nooit een afwaardering was. Het centrum was 145 miljoen euro waard. Doe daar de 18 miljoen CAPEX bij en dan is dat samen die 163 miljoen die de nieuwe strategie beloofd. Kortom, we hebben samen met Wereldhave en

haar taxateurs een verwarrend rondje gelopen om weer op het vertrekpunt uit te komen, en doen er dan de CAPEX bij. 'If you can't convince them, confuse them' was de titel van een eerder hoofdstuk.

Dit is het rekenkundig fundament onder stap 2 van de nieuwe strategie. Het leek eerst geleerd, nu lijkt het meer geknutsel met op- en af-waarderingen om optisch aan de rendementseisen te kunnen voldoen.

Maar het wordt nog veel erger

U weet, we hebben hierboven samen met Wereldhave en de taxateurs de kosten van stap 1, de mega verliezen op de verkopen, nog niet meegenomen. Die zagen ze niet aankomen. Doen wij dat alsnog.

De gerealiseerde kostprijs zag u in deel II van dit boek op niet 350 miljoen zoals het management aangaf, maar op meer dan 1 miljard door de dramatische verkopen. Dat is drie keer zoveel. In het rekenvoorbeeld wordt zo de daar genoemde 18 miljoen "CAPEX" ook drie keer zoveel, derhalve 54 miljoen. We zagen samen hierboven, die CAPEX levert maar 18 miljoen op, de waarde van het winkelcentrum ging immers van 145 naar 163 miljoen. 54 miljoen investeren, 18 miljoen overhouden. Dat houdt in de praktijk een verlies in van 67%!

Wij hadden in het vorig boekdeel berekend dat er op de verkopen 52% tot 56% werd verloren, maar hadden die 350 miljoen toekomstige uitgaven nog niet toegevoegd aan de berekening. Hier heeft u het, berekend als op de spreadsheets van Wereldhave en de taxateurs zelf. Ziet u wel dat wij het samen beter kunnen?

Mocht u een aandeelhouder zijn en inmiddels de zakdoek boven hebben gehaald, laat ik proberen ook u wat te troosten. Deze toevoeging kon ik niet laten, noem het als u wil mijn rondje als auteur van dit boek: indien u teruggaat naar het Voorwoord van dit boek, dan leest u daar in de derde alinea wat Pieter Lakeman van het niveau van dit alles vindt. Hopelijk brengt dat weer iets van een glimlach op uw gezicht.

Laten we nu samen gewapend met deze wetenschap een bestaand winkelcentrum bekijken. Hoe pakt dit alles uit bij een ombouw in de praktijk?

5

De analyse van een investering in de praktijk: Hoofddorp

Laten we dit boekdeel afsluiten met een praktijkvoorbeeld waar alles samenkomt. Wereldhave maakt haar plannen formeel bekend met een promofilmje en interviews in de regionale pers: de ombouw van het winkelcentrum te Hoofddorp tot Full Service Center gaat binnenkort beginnen. In 2022 moet het worden opgeleverd. Mooie kans voor ons om zo'n investering te analyseren, middels de vorige hoofdstukken hebben we de instrumenten om daar een oordeel over te vellen.

De herinrichting tot een Full Service Center

In het Haarlems Dagblad verschijnt een artikel dat de huidige situatie in het winkelcentrum beschrijft. Het probleem is de overvloedige ruimte op deze naar plaatselijke normen toplocatie: *"Het voelt nu als een stationshal. Hoog, breed en winderig"*.

De impressie van de Wereldhave website:



Figure 5.1: Bron: Wereldhave

Wereldhave legt in hetzelfde artikel haar defensieve gedachte achter de investeringen uit:

“Het bezoekersaantal is teruggelopen van 7,5 naar 5,6 miljoen per jaar. Dat is de belangrijkste reden om te investeren in het vernieuwen van Vier Meren.”

De geciteerde oplossingen voor het dalende klantenbezoek zijn: *“andere entree”, “smallere passages”, “optische verlaging”* van de *“enorme hoogte van het winkelcentrum”*. Speciale aandacht krijgt de toevoeging van een *“openbaar toilet”*.

De impressie van het centrum na de toekomstige verbouwing:



Figure 5.2: Zo ziet de passage van de Vier Meren eind 2022 er uit. (Bron: Wereldhave)

U bemerkt meteen de flink verbeterde 'look and feel'. Wanneer u de plaatjes voor en na in detail vergelijkt, dan ziet u wellicht enkele van de in het dagblad geciteerde veranderingen. De nadruk zal liggen op de tactische punten besproken in boekdeel IIIA, voornamelijk een andere groepering van huurders en de toevoeging van nieuwe. Een voorbeeld hiervan is een sportschool in de plaats van een Mediamarkt op de (kleine) eerste verdieping, om zo mede via die 'mixed-use' de dalende bezoekersaantallen om te buigen.

Deze investering zal naar onze mening ongetwijfeld voor het gewenste "wauw" effect zorgen en de toeloop een enorme boost geven. Het ziet er immers schitterend uit. Het zou ons niet verbazen indien het genomineerd zal worden voor een NRW prijs als beste winkelcentrum van Nederland, net zoals eerder het net verkochte de Koningshoek.

Evaluatie van de investering: het rekenmodel

Zoals u weet, het is na alle gerapporteerde afwaarderingen onduidelijk voor exact hoeveel ook dit winkelcentrum nog in de boeken staat. Uitgaande van de laatst bekende opgave ad 123 miljoen net voor de intrede van het nieuwe management en (alleen) de daaropvolgende 23% afwaardering, zal de waarde zo'n 94 miljoen euro bedragen. De investering kennen we exact, die is 31 miljoen. Voor de huur gaan we uit van het gemiddelde in Nederland zoals door Wereldhave gerapporteerd.

Het rendement zou van de hogere taxatie van het vastgoed moeten komen, ondanks bewust lagere huren (zie bijvoorbeeld de sportschool). Daar draait het om. De kerncijfers van het rekenmodel gaan er dan zo uit zien, met de opbouw en kleuren die Wereldhave ook hanteerde:


Hoofddorp De Vier Meren	Current Situation		Full Service Center	Explanation
Net Rent Income	5.8	-4%	5.6	From H1 '21: NL NRI @6.2%
CAPEX	-		31	From H1 '21
Residual Value	94	63%	153	As per H1 '21 guidance

Figure 5.3: Illustratieve berekeningen

We weten nog welke afweging ten grondslag ligt aan Wereldhave's doel: *"Hoger renderend vastgoed maakt plaats voor beter vastgoed met een lager rendement."* We zien in de tabel dat de waardering inderdaad indrukwekkend fors stijgt versus de licht dalende huur.

U ziet de overeenkomsten met het rekenvoorbeeld. Weliswaar levert de investering geen rendement meer op van 200%, maar de sinds juli 2021 gepresenteerde 100% doelstelling oogt ook fraai.

We belasten ons niet met de verwarrende IRR berekeningen van de experts. We weten namelijk van het sinds het vorige hoofdstuk bekende "rondje van de experts" dat er eerst was afgewaardeerd. Ook hier is de bereikte 153 miljoen euro gewoon de oude waarde plus de CAPEX. Ook herinneren we ons nog dat door de enorme verliezen onder stap 1

de kostprijs van de investering eigenlijk op drie keer zo hoog moet worden gezet, maar dat terzijde.

Maar goed, er komt een volledig opgefrist en modern centrum met veel aanloop en zoals Wereldhave het stelde, het is nu 'future-proof'. Dat gaan we analyseren.

Evaluatie van de investering: de econoom

De tabel hierboven zag er mooi uit, maar hoe moeten we deze investering op een meer gangbare economische manier evalueren? Hoe zouden een econoom en een gewone vastgoedeigenaar, die elk jaar op de traditionele manier zijn financiële cijfers opmaakt, ernaar kijken?

Laten we beginnen met de Winst & Verlies rekening. Er vallen twee dingen op.

Ten eerste, het is economisch gangbaar om uit te gaan van de economische levensduur bij een investering. Om die te bepalen noteert de econoom de herhaaldelijke investeringsrondes van het verleden en de bijzonder hoge afschrijvingen op de verkopen zoals de recent heringerichte Koningshoek. Ook zag hij, net zoals Holmes in het hoofdstuk "Een ondraaglijke lichtheid", de hoge jaarlijkse niet renderende investeringen en de CAPEX om de winkelcentra aan de veranderende eisen aan te passen. Hij begrijpt dat er waarschijnlijk significante kosten verbonden zijn aan het geldende academische mantra: "meeveren en innoveren" op de winkelweg, zoals besproken in boekdeel IIIA.

De econoom besluit echter om voor vergelijkingsdoeleinden het hier zo inzichtelijk mogelijk te houden en derhalve om zich te baseren op de oorspronkelijke bouwdatum van het winkelcentrum, 2005. Hoewel het hier meer gaat om een bij de nieuwe strategie passende herinrichting van het interieur, gaat hij zo mee met de consultants en hun term 'future-proof' en plakt hij er een economische levensduur van 15 jaar op. Een beetje een 'best-case scenario'.

Een tweede belangrijk aandachtspunt is dat de investering gefinancierd is, jaja, er zijn derhalve rentelasten. Gezien de relatieve grootte van de investering is dat des te relevanter.

De korte Winst & Verlies rekening van Hoofddorp ziet er dan zo uit:

Hoofddorp De Vier Meren	Current Situation		Full Service Center	Explanation
Net Rent Income	5.8	-4%	5.6	From H1 '21: NL NRI @6.2%
Depreciation	-		2.0	CAPEX divided by 15
Interest at 2%	1.0	63%	1.6	% rate '21 x 52.6% LTV debt
Profit	4.8	-60%	1.9	

Figure 5.4: Illustratieve berekeningen

De investering van 30 miljoen heeft zo bezien over de economische levensduur een negatief rendement van afgerond 2.9 miljoen euro, oftewel -10%, jaarlijks. Als gevolg daalt de totale winst van Hoofddorp met 60%.

De financiële stabiliteit

U zag de verhoogde rentelasten, dat brengt ons bij de Balans, de financiële positie. We weten van het hoofdstuk "Een ondraaglijke lichtheid" dat in Nederland de schuldgraad "LTV" op 52.6% staat. Voor Hoofddorp betekent dat pro rata 49 miljoen euro aan schuld. Met de bijzonder hoge CAPEX is de stijging derhalve significant.

Overigens, het was een nog hogere stijging geweest indien we uitgegaan waren van de door Wereldhave gepresenteerde lagere schuldgraad inclusief de 66% Belgische dochter.

Het plaatje ziet er zo uit, in rood het oude model:

Hoofddorp De Vier Meren	Current Situation		Full Service Center	Explanation
Net Rent Income	5.8	-4%	5.6	From H1 '21: NL NRI @6.2%
Interest at 2%	1.0	63%	1.6	% cost Wereldhave'21 x debt
Depreciation	-		2.0	CAPEX divided by 15
Profit	4.8	-60%	1.9	
CAPEX	-		31	From H1 '21 presentation
Residual Value	94	63%	153	As per H1 2021 guidance
NAV	45	63%	73	Residual Value - Debt
Debt	49	63%	80	CAPEX added
LTV in NL	52.6%		52.6%	From 'Ondraaglijke lichtheid'
Interest cover	5.9	-41%	3.5	NRI divided by Interest cost
Leverage	8.5	-70%	14.5	Debt divided by NRI

Figure 5.5: Illustratieve berekeningen

Zie eerst onder in de schuldgraad. Dankzij de herwaardering verandert die niet ondanks de 63% toename van de schuld in absolute zin. Samen met de lagere huur wreekt dat zich echter wel in de capaciteit om de rentelasten op te hoesten. Bij 2% lukt dat nog, maar wat indien Wereldhave hogere rentes moet betalen, net zoals bij haar recente krediet ad 3.25%? Het grootste probleem is evenwel de hefboom van 14.5 keer, die is samen met de schuldgraad veel te hoog.

Conclusie van de econoom en de vastgoedeigenaar: na de enorme en zwaar verlieslatende investering is de winst met 60% verdampt en is de financiële structuur onhoudbaar.

Daarbij zij opgemerkt dat hij uitging van zijn 'best-case scenario', de 'consultant speak'

van 'future-proof' winkelcentra volgend. Contrasteer dat met de uitspraak van Jef Bezos van nota bene Amazon: vraag niet wat er over tien jaar is veranderd, stel jezelf de vraag wat er nog hetzelfde is. Er komt nog wel een behoefte aan investeringen.

Met Hoofddorp als pars pro toto, u begrijpt waarom wij niet veel belang hechten aan de verwachting van het management dat na stap 1 de (gehalveerde) winsten en dividenden van de Wereldhave groep weer gaan stijgen. Wij volgen liever de econoom en nemen de consequenties van die 350 miljoen euro aan uitgaven wel mee.

We zullen hier niet uitgebreid ingaan op de strategische motieven achter de investering en herwaardering zoals de 'mixed-use', dat hebben we afdoende gedaan in boekdeel IIIA. Er zal zoals gezegd ook volgens ons onmiddellijk een enorme boost in de bezoekersaantallen zijn, maar daar gaat het niet om. De uitdaging is om tegen de macro-trends in met een al langer bestaande strategie de structurele neergang van 25% om te buigen in juist structurele groei van de toeloop, de winkelmarges en zo de huur. Niet alleen bij de opening, maar telkens opnieuw elk jaar, de komende vijftien jaren, cumulatief.

En toch kan het nog erger worden

De financiële situatie is dus onhoudbaar geworden, er moet eigen geld van buitenaf bij. Middels een aandelen emissie kan dit dan worden verholpen. Alleen al hier in Hoofddorp moet er zo'n 30 miljoen euro bij om de door het management gewenste schuldgraad van 35% te krijgen.

Maar dit houdt dan weer in dat het nog steeds theoretische vastgoed rendement voor de aandeelhouders opnieuw wordt gehalveerd. Er zit nu namelijk al dezelfde 30 miljoen euro aan beurswaarde oftewel eigen vermogen opgesloten in Hoofddorp, uitgaande van een discount op de beurs van een derde op de NAV. Twee keer zoveel aandelen betekent nog maar 50% van de al veel lagere winst per aandeel. Uiteindelijk blijft er zo nog maar een schamele 25% van de bottom-line over.

Ter afsluiting

Laten we dit boekdeel afsluiten met een fundamentele discussie.

Ten eerste, ondanks die enorme toename van de schuld zou de netto-waarde "NAV" met maar liefst 63% zijn gestegen. Dat is het fundament onder de investering, we moesten eigenlijk vooral in die rode rechthoek in de tabel kijken. Maar hoe geloofwaardig is dat eigenlijk nog als maatstaf? Een vervelend aspect van de bestaande financiële rapportage is dat de belegger afhankelijk wordt gemaakt van voor hem ondoorzichtelijke rekenmodellen en taxatiewaarden.

Ten tweede, Wereldhave hanteert een dividenduitkering van 80% van de winst, maar berekend volgens haar methode, dus zonder afschrijvingen. In Hoofddorp is die uitkering dan 3.1 miljoen euro, dat is 63% meer dan de economische winst. Het smelten van het ijsblokje wordt zo door stap 2 opnieuw versneld!

Wij eindigden de analyse van de eerste stap van de strategie in boekdeel twee met de vraag wat er zou gebeuren met het restant van het ijsblokje nadat de anderhalf jaar ervoor al 73% buiten België was gesmolten. Eigenlijk had het management daar in datzelfde boekdeel al een eerste antwoord op gegeven middels haar recent aangekondigde intentie om nog meer activa te gaan verkopen. In dit boekdeel drie heeft u gezien dat de laatste onverkochte 27%, of dus minder, ook in versneld tempo dreigt te verdwijnen.

Maar het probleem van stap twee is uiteraard niet beperkt tot Nederland. Indien Wereldhave volgens de rationale van haar rekenmodel net zo zwaar gaat investeren in herinrichtingen in België, dan zullen ook daar de onderliggende economische winsten zwaar gaan lijden.

U kunt zich indenken dat de hierop volgende tweede open brief aan de Raad van Bestuur nou niet bepaald vleiend van ondertoon was.

Deel III

Stap 2 van de Nieuwe Wereldhave Strategie:

De Investeringsplannen

C: De Tweede Open Brief en de Conclusie

1

De tweede open brief

Naar aanleiding van onze analyses besluiten we een tweede open brief naar de raad van bestuur te sturen. Waar de vorige brief nog alleen op de eerste stap van de nieuwe strategie was gebaseerd, is de tweede volledig geweid aan stap twee, dus de investeringen.

Na publicatie weer op de voorpagina van het leidend beleggersplatform IEX, verschijnt de dag erop een artikel in het Financieel Dagblad met als titel: *“Activistische groep bij Wereldhave kan eisen agenderen.”*

Het artikel vertelt dat de TTW groep de verwachte lage rendementen duidt en de verkoop van de ‘non-core’ activa zoals kantoren en residentieel eist, zo ook van de Belgische dochter. De beschrijving van de tweede open brief eindigt als volgt:

“Daarin wordt onder meer gehekeld dat geen ‘materiële stijging’ in huurinkomsten wordt voorzien voor de komende tien jaar, en wordt ‘gespeculeerd’ op de waarde van vastgoed. ‘Dat is ongeloofwaardig, en gaat tegen industriestandaarden in’, aldus The Third Way.”

In Bijlage 3 de brief. Behalve dat die dieper ingaat op de te lage rendementen op ondernemingsniveau en die industrie standaarden, en hoe de nieuwe strategie daarmee in conflict is, voor u na de vorige hoofdstukken geen nieuws.

Met andere woorden, indien u niet houdt van weer financiële diepgraverij, voelt u zich gerust vrij om het over te slaan. Het volgende hoofdstuk zal u meer plezieren.

Indien wel, dan zult u de tweede open brief in bijlage drie enorm “waarderen”.

U wel, maar wie niet?

2

Een leger advocaten

Een bericht van de jurist op onze Whatsapp groep: de CEO is door het dolle heen, hij gaat een leger advocaten op je af sturen!

Deze eerder genoemde jurist heeft net lang met de CEO gesproken en die is bijzonder emotioneel, woedend. Het zou maar matig gelukt zijn om hem te kalmeren. Reden is weer een artikel die avond 16 maart 2020 in het Financieel Dagblad. Daarboven staat een harde titel:

“Wereldhave-activisten willen af van CEO: ‘Het is een bankanalist’.”

De journalist begint het artikel enthousiast met de constatering dat de koers met 60% is verdampt sinds de publicatie van de nieuwe strategie. Daarna zoomt hij in op mijn constatering dat op dat moment de Belgische dochter op de beurs nog maar weinig minder waard is dan de hele groep.

Het artikel vermeldt vervolgens ook de oorzaak van een dan opnieuw ontstaan tumult onder een groep van de beleggers. Op de IEX website heeft een aandeelhouder gemeld dat Wereldhave zijn vraag over de 350 miljoen investeringen heeft beantwoord met de precisering dat de helft hiervan besteed zal worden aan onder meer lopende onderhoudskosten. Met andere woorden, opvallend nieuws. En, lopende kosten worden

normaliter voldaan uit de lopende inkomsten en niet uit de verkoop van je belangrijkste bezittingen, je winkelcentra.

De journalist meldt mij later na een gesprek met Wereldhave en nog voor de publicatie, dat die de aandeelhouder een anonieme reaguurder heeft genoemd. De journalist vermeldt dat later ook doodleuk in zijn artikel.

Wanneer ik de vermeende reaguurder contacteer, stuurt die me zijn e-mail correspondentie met Wereldhave door. Later bevestigt Wereldhave de echtheid hiervan. Derhalve: de “anonieme reaguurder” was niet anoniem en ook geen reaguurder. En belangrijk, de inhoud: het tumult over de onderhoudskosten was volkomen terecht. De journalist contacteert Wereldhave met betrekking tot mijn feedback maar meldt dat hij geen reactie kreeg.

Vol ongeloof over de gang van zaken vertrouw ik de journalist toe dat dit een voorbeeld is van waarom de functie van CEO van een beursgenoteerd bedrijf iets heel anders is dan teamleider van een groep bankanalisten. Zo had de CEO zichzelf immers gepositioneerd bij zijn voordracht in hetzelfde Financieel Dagblad. Weet u nog, dat haalde ik aan in het hoofdstuk over het WTC hoofdkantoor. De titel van dat eerdere artikel doet in deze context wel een beetje vreemd aan: *“Rustige analyticus moet winkelbelegger uit het dal trekken.”*

Het artikel gaat verder met onze constatering dat de strategie niet nieuw is maar al langer bestond, sinds 2017 zoals u weet sinds boekdeel 3A, en leidde tot de conclusie dat er volgens ons behoefte was aan een andere strategie en derhalve leiding. Daar zult u het wellicht nu wel mee eens zijn. Wanneer het FD bij de publicatie in de titel expliciet stelt dat we van hem af willen, en zo de focus nog meer op hem persoonlijk legt, maakt het alles wat minder prettig. Dat wilde ik ook niet.

Het telefoontje

Na het artikel wat indachtiger op me in te hebben laten werken, laat ik de jurist dezelfde avond weten dat het een zwaar overtrokken reactie is, zelfs een beetje wereldvreemd. Dat leger advocaten zal niet uitrukken. Daar is hij het ook wel mee eens. Ik vraag hem de CEO te vertellen dat ik de volgende dag zal bellen om het uit te praten, lijkt me wel

zo netjes.

Omdat de emoties blijkbaar zo hoog zijn opgelopen bel ik nog niet en laat het initiatief aan de andere kant. Hij moet er wel klaar voor zijn. Wanneer de jurist me aangeeft dat de CEO hem net weer verteld heeft dat hij klaar zit, handel ik mijn lopende zaken af en bel hem een half uur later. Hij neemt onmiddellijk op en steekt meteen en snel van wal, het zit hem duidelijk nog heel hoog. Vanuit zijn persoonlijk netwerk had ik te horen gekregen dat Matthijs Storm een aardige kerel is. Een beetje rationeel georiënteerd en wellicht wat minder empathisch, maar een prima vent. Zo komt hij ook over aan de telefoon.

Daarom onderbreek ik hem en neem de leiding met een veel langzamer ritme. Ik vertel hem dat ik alleen zit, het gesprek niet opneem en met hem op deze manier wil praten over het artikel en de gang van zaken in het algemeen. Mijn doel is om de relatie te normaliseren en verbeteren. De introductie eindigt met de opmerking dat dit alles voor mij begon als een ludiek tijdverdrijf en het daarom geen plezier geeft bij deze gang van zaken, waarmee ik zo de hand uitnodigend eerst in eigen boezem steek.

Dat helpt, hij zegt nu op wat rustiger toon ook het gesprek niet op te nemen en tussen ons twee te willen houden. Waaraan ik me ook hier hou. Het wordt een naar omstandigheden goed gesprek.

Laat ik het in het belang van het verhaal houden bij mijn aanbod om aan onze TTW groep via een IEX schrijven te laten weten dat ik ontevreden ben met het artikel en dat het met hem uitgesproken is. Uiteindelijk doel van onze groep is immers om het beleid te beïnvloeden ten gunste van de aandeelhouders. Ook daarom heb ik aangeboden om niet meer contact te hebben met het Financieel Dagblad maar in de plaats daarvan direct met elkaar te communiceren. Geen harde koppen meer, maar samenwerking. Alleen schriftelijke correspondentie met het FD indien gevraagd.

Ik hou het hier bewust wat oppervlakkig, maar de onderliggende afspraak moge duidelijk zijn. We spreken af dat mijn handreiking tot reciprociteit zal leiden, ook voor ons een grote stap vooruit. En een social media groep die aangeeft zich afzijdig te houden van een leidend medium, dat is toch heel wat waard?

Einde gesprek

Het gesprek eindigt met mijn opmerking dat ik niet bij de volgende vergadering aanwezig zal zijn. U weet wellicht nog van een van de eerste hoofdstukken, door corona. Later toen de vergadering virtueel zou worden gehouden, kon ik daar toch ook weer de leiding nemen.

Zoals u al weet, alleen om die reden zou de jurist samen met Wereldhave de samenstelling van de agenda leiden. Maar tot mijn verbazing vertelde de FD journalist me later dat de CEO hem onmiddellijk na ons gesprek had gebeld. De journalist vroeg me zelfs of ik inderdaad door de groep afgezet was naar aanleiding van het voorval. Ik geef aan van niet maar besluit niet inhoudelijk te reageren conform de afspraak. Maar uiteraard is deze gang van zaken weer een teleurstelling.

Maar wat later

Een klein jaar later verschijnt van dezelfde journalist een artikel over het IEX beleggersplatform in het algemeen, een medium dat op dezelfde doelgroep mikt. De titel is wederom een behoorlijke aandachtstrekker, hij liegt er niet om: *“Een beleggersforum dat ‘de meest gestoorde gekken’ trekt.”*

Nu zit er in die typering een kern van waarheid. Uiteraard zitten er altijd op social media, verscholen achter de anonimiteit van het internet, personen onbehoorlijke dingen te spuien. Dat hoort erbij helaas. Ook op IEX zelf zijn er velen die hierover klagen.

Maar ik heb ook geleerd dat er vele serieuze en nette beleggers tussen zitten, de zwijgende meerderheid. Ik vertelde u al over de samenstelling van de TTW groep. Veel vroeger was ik al in contact gekomen met volksvertegenwoordigers aan het Binnenhof, succesvolle ondernemers, academici, accountants, een nationale denksportkampioen, studenten en “keurige normale mensen”.

Maar waarom vertel ik u dit alles? In het artikel wordt in een apart frame ook bovenstaand voorval aangehaald. Daar wordt het weer woedende telefoontje van de CEO naar de journalist bevestigd, zelfs nog dezelfde dag. Maar de journalist gaat nog

een stap verder, die geeft in het artikel aan dat de CEO hem informeerde over mijn vermeende afzetting en daarbij het telefoonnummer gaf van de jurist als nieuwe leider. De journalist verhaalt hoe vreemd het was dat die laatste hem daarop vroeg hoe hij aan zijn persoonlijk mobielnummer kwam, en hem niet te woord wilde staan.

Hierbij de achtergrond: na mijn gesprek met de CEO wordt de jurist door hem overrompeld met de mededeling dat hij een telefoontje gaat krijgen van het Financieel Dagblad. Die vraagt zich af hoe hij met deze vreemde situatie moet omgaan. Nadat hij zich ook nog realiseert dat zijn persoonlijk nummer onbekend zou moeten zijn voor de journalist, houdt hij later het gesprek kort met de opmerking dat hij er niet op zat te wachten en vraagt de journalist naar zijn bron. Einde gesprek, moet ook voor de journalist een raar voorval zijn geweest.

De afsluiting

Na het telefoontje van de journalist bel ik naar Ruud van Maanen, de Investor Relations man van Wereldhave, waarbij ik hem bovenstaand uitleg. Daarna geef ik hem aan dat Wereldhave zeer blij moet zijn dat ik het hierbij laat rusten. Zowel het telefoontje naar het Financieel Dagblad als de opmerking over de anonieme reaguurder waren niet bepaald netjes. Was ik inderdaad een activistische aandeelhouder geweest in de meer Angelsaksische zin van het woord dan was dit koren op mijn molen geweest, niet alleen het Financieel Dagblad zou gesmuld hebben van dit verhaal. Maar het is me allemaal niet de heisa waard, deze gang van zaken wil ik nog steeds niet.

We houden daarom zoals beloofd sindsdien afstand van het Financieel Dagblad. Wederom moeten ze bij Wereldhave gelukkig zijn geweest, dit had wederom goed uit de hand kunnen lopen. Ik vertel Ruud dat ik erop vertrouw dat hij "in het belang van eenieder dit intern zal kanaliseren."

Ook stel ik vlakaf dat we hiermee wederom goodwill moeten hebben gecreëerd, of hij dat wil bevestigen. We maken afspraken voor de toekomst, hoe samen de relatie te verbeteren. De daarop volgende tijd gaan we inderdaad vertrouwelijker met elkaar om.

Eindelijk.

3

Waar is het verdienmodel?

Na die tweede brief gaan we tijdens een vergadering met de raad van bestuur in op de eerdere constatering van dit deel 3 van het boek.

Beste Raad van Bestuur, met alle respect, die 'mixed-use' strategie van deel 3A is toch niet wereldschokkend? Bijvoorbeeld, een sportschool als huurder aantrekken is een gangbare strategie, jullie doen het zelf ook al langer. Maar belangrijker, door steeds weer huurders erbij te nemen wiens verdienmodel juist gebaseerd is op de laagste kosten, vooral huur, krijg je weer verdienmodellen die met elkaar in conflict staan. Hoeveel van dit soort ankers kunnen de andere, steeds kleinere groep, huurders als compensatie aan huur ophoesten?

Daarbij, ik heb zelf een zakelijke relatie met een eigenaar van een fitnessketen en die geeft ook aan dat een winkelcentrum voor hem niet het einde is. Het gaat hem om de lage huurprijs en om de makkelijke bereikbaarheid. 'Street smart' heeft hij zelfs binnen zijn muren ook een ruimte ingebouwd om op die goedkope meters aan zijn klanten eten en drinken te verkopen. Hoeven de klanten daarvoor niet door het winkelcentrum zelf.

Bij dat rekenmodel van boekdeel 3B gaat het toch om vastgoedspeculatie zoals feitelijk geduid in onze tweede open brief? Tegen de markt in.

Ja, wel een goede brief. Maar het gaat ons experts lukken, wij hebben de ervaring en de theoretische bagage.

Hoe gaan jullie, wanneer de opbrengsten van de verkopen op zijn, bij veel lagere winsten en 80% dividend nog in staat zijn om naderhand te blijven moderniseren?

Het antwoord is dat in eerste instantie het doel is om de boel te stabiliseren. Daarna zal getracht worden om het weer op te bouwen. We gaan die 350 miljoen niet meteen uitgeven.

Natuurlijk. Maar eens, door ons beiden verwacht 2025, is het op. Verder zien we dat jullie de leegstand willen wegpoetsen door meer in te krimpen, minder aan te bieden dan de huidige vraag. We zien ook dat jullie de huur verlagen. Daarmee is er die gewenste tijdelijke stabilisatie van de situatie. Tenslotte zien we ook de kleinere initiatieven, investeringen, die weliswaar gemeengoed zijn. Ook die zijn meer defensief van aard. Dat volgen we allemaal.

Maar wat daarna, hoe gaan jullie mee evolueren met jullie klanten? Hoe gaan jullie op al die investeringen verdienen? Welke prijs plakken jullie op die nieuwe diensten, op die steeds verder stijgende kosten? Het is allemaal vrij statisch van aard. De dynamiek eraan ontbreekt.

Niet overtuigd

Het is te “vaag” om te hopen dat je dankzij een investeringsronde een ‘sustainable’ huurgroei kunt bewerkstelligen. En die meerwaarde zal zoals besproken voor de lokale kleine winkelier heel anders zijn dan voor grote spelers als bijvoorbeeld H&M, Albert Heijn of de sportscholen van Basic-Fit.

Overtuigd worden we allerminst. Want heren, waar is het verdienmodel?

Meer risico? Meer rendement!

Het antwoord is Wereldhave ons nog steeds schuldig. We hebben gezien dat tijdens presentaties het woord verdienmodel sindsdien vaker valt, maar een nadere invulling is er niet overtuigend geweest.

Indien je op die A-locaties in B-steden geld wilt verdienen op die steeds duurdere manier en op die steeds duurdere locatie, dan heb je jezelf in feite een hoger risicoprofiel aangemeten. Dat houdt in een hogere rendementseis. Het is toegegeven een moeilijk vraagstuk, maar wel existentieel.

Daar valt het grote woord en daar is een goede reden voor. We gaan in het volgende hoofdstuk terug naar de universiteit. Een professor staat op ons te wachten.

Lees mee en huiver.

4

Negeer je leeftijd op eigen risico

Al aan het einde van Deel II had ik u beloofd dat we het hier aan het einde van deel III ook vanuit een andere wetenschappelijke invalshoek gaan analyseren. Dat gaan we nu doen.

We zagen hoe Wereldhave onder enorme tijdsdruk op de bodem van de markt haar winkelcentra verkocht. Met megaverliezen als gevolg.

In Deel IIIA hebben we gezien dat Wereldhave niet ingaat op de fundamentele vraagstukken die voor haar liggen. We hebben ook geconstateerd dat het voormalig quasi-monopolie, het winkelcentrum van het stadscentrum, er steeds minder is door de marktontwikkelingen. Het is juist een 'price-taker' geworden.

Toch probeert Wereldhave dat monopolie terug te winnen, 'LifeCentral'. De rechtvaardiging via het merkwaardig rekenen geanalyseerd in deel 3B was dat het bedrijf weer toekomstbestendig zou worden, die markt trends gestopt zouden worden.

Een gangbare reactie van de meer succesvolle concurrentie, en de Belgische dochter, is bijvoorbeeld om de kosten drastisch te verlagen door naar de periferie te verhuizen, ik noemde het 'upstream' gaan in de bedrijfskolom.

Wereldhave heeft zich in een onhoudbare situatie gemanoeuvreerd. Sterker nog, zoals we zagen wordt door de nieuwe strategie de teloorgang versneld.

The Dean of Valuation

Laten we nu ons boerenverstand even parkeren en te rade gaan bij Professor of Finance Damodaran, ook wel genoemd 'the dean of valuation'. Elke economie student wereldwijd moet hem kennen, verplicht, al decennia lang. Over die tijd hebben studenten zich door zijn dikke pillen moeten vechten. Een specialisme van de professor is om de waarde van een onderneming te berekenen. Regelmatig verschijnt hij op bijvoorbeeld CNBC om opvallende gebeurtenissen te duiden.

Belangrijker voor onze analyse, hij heeft ook uitvoerig nagedacht vanuit het bedrijf. Wat zijn de uitdagingen waar het management en zijn aandeelhouders voor staan? Hij heeft dat gedaan over het gehele spectrum, van het begin tot het einde van de levenscyclus van de onderneming. In zijn bijbel, "Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business", p.246, bevindt zich een overzichtelijke samenvattende tafel die u kunt bekijken op de volgende pagina. Zoals u zult zien, bij elke levensfase hoort een ander soort leiderschap. Kortom, de beslissingen van het management ten behoeve van aandeelhouders worden bepaald door de situatie waarin het bedrijf zich bevindt. Situationeel leiderschap.

Voordat we daarna beginnen met de analyse, aan u het verzoek om aan de hand van die tafel te overpeinen in welke levensfase Wereldhave thuishoort.

Neem er uw tijd voor.

Growth stage	Stage 1 Start-up	Stage 2 Young growth	Stage 3 High growth	Stage 4 & 5 Mature stable	Stage 6 Decline
Key questions	Is there a market for the product or service? How big is that market? Will you survive?	Do people use your product or service? How much do they like it?	Will people pay for the product or service? Can you scale up, that is, grow as you get bigger?	Can you make money on the product or service and sustain profitability in the face of competition?	What will you get if you sell your assets? How do you plan to return cash flows to your investors?
Pricing metrics and measures	Market size, cash on hand, access to capital	Number of users, user intensity (EV/user)	User engagement with model, revenues (EV/sales)	Earnings levels and growth (PE, EV/EBIT)	Cash flows, payout, and debt servicing (PBV, EV/EBITDA)
Narrative versus numbers	Mostly or all narrative	More narrative than numbers	Mix of narrative and numbers	More numbers than narrative	Mostly or all numbers
Value drivers	Total market size, market share, and target margin	Revenue growth (and its drivers)	Revenue growth and reinvestment	Operating margins and return on capital	Dividends/cash returns and debt ratios
Dangers	<i>Macro delusions</i> , where companies are collectively overpriced, given market size	<i>Value distractions</i> , with focus on wrong revenue drivers	<i>Growth illusions</i> , with failure to factor in the cost of growth	<i>Disruption denial</i> , with failure to see threats to sustainable profits	<i>Liquidation leakage</i> , with unrealistic assumptions about what others will pay for liquidated assets
Transitions	<i>Potential to product</i>	<i>Product to revenues</i>	<i>Revenues to profits</i>	<i>Profits to cash flows</i>	

Figure 14.9

Afhankelijk van hoe u denkt na de vorige hoofdstukken, u zult Wereldhave zien als een bedrijf dat zich in de fase “rijp & stabiel” bevindt, of in de laatste fase 6 “verval”.

Maakt u zich geen zorgen, in beide fasen valt er goed geld te verdienen, mits uiteraard de juiste beslissingen worden genomen. Er zijn bijvoorbeeld Private Equity bedrijven die zich specialiseren in elke levensfase, ook de laatste.

Rijp & Stabiel?

Laten we eerst kijken naar de onderste rij, de “gevaren”. Indien we Wereldhave in de levensfase “rijp & stabiel” zouden willen klasseren, dan moet volgens Damodaran het management vooral letten op de disruptie van stabiele inkomsten. Zijn die niet meer stabiel, dan zit het in de volgende fase.

U zag dat beschreven in Deel IIIA, bijvoorbeeld het verloren quasi-monopolie van de winkelstraat, de disruptie door e-commerce, de stijgende kosten van het vastgoed in het stadcentrum, de huurdruk, het overnemen van investeringskosten van klanten. De fase van ‘rentseeking’ is over in het stadscentrum. Daar is het management van Wereldhave het ook mee eens, daar hebben we een consensus.

In de tweede rij bij ‘pricing metrics & measures’ ziet u ook de vraag of er winstgroei is. Het antwoord is ook daar feitelijk onmiskenbaar duidelijk in het geval van Wereldhave Nederland. Ook volgens Wereldhave zelf. Dat voorziet, en veroorzaakt zelf, daarna zelfs een behoorlijke winstdaling.

Decline

Daarom gaan we nu samen de “sleutelvragen” bekijken in laatste fase van de levenscyclus. Vergis u niet, die fase beslaat veelal een zeer lange periode, decennia. Daar bevinden zich vele u bekende bedrijven en die presteren tot volle tevredenheid van de aandeelhouders.

In de bovenste rij herkennen we de eerste vraag maar al te goed: hoe keer je cash uit aan de aandeelhouders? Dat moet volgens de professor de hoofdaandacht krijgen van

het management, harde cash uitkeren.

Wereldhave doet echter exact het omgekeerde, het houdt juist cash in, en verlaagde ook nog de huur- oftewel cash-inkomsten. Erger nog, het verkoopt een enorm gedeelte van de winkelcentra en houdt ook die cash zelf in.

Maar mogelijk nog erger de absolute doodzonde: het wilt zelfs via emissies nog meer harde cash vragen van de aandeelhouders. Voor balansversterking, voor vermeende groei in de verre toekomst, zelfs om nieuwe winkelcentra te kopen, onder dezelfde oude 2017 strategie. Derhalve gaat het meerdere keren frontaal in tegen professor Damodaran. Cash verbranden als bijna een start-up in de plaats van uitkeren.

Wanneer we naar de genoemde “gevaren” gaan kijken wordt het allemaal zo mogelijk nog pijnlijker. De professor had voorzien dat er in deze fase het typische probleem kan zijn van onrealistische verwachtingen met betrekking tot de verkoop van winkelcentra.

Textbook failure

Wereldhave deed derhalve ook hier uiteindelijk het omgekeerde. Niet alleen was het plan om onder tijdsdruk aan taxatiewaarden te verkopen, erger nog, gaandeweg bij elke teleurstelling leken de verkopen steeds meer een bijzaak te worden.

Zo rechtvaardigde het ten dele de verkoopprijzen van de Franse winkelcentra. Al die illiquide activa moesten zo snel mogelijk weg, ‘a sense of urgency’. Terwijl de vorige CEO verkopen in het algemeen nog niet goed mogelijk achtte in een destijds betere markt. En dan toch verkopen op die zelfbenoemde bodem, tijdens de corona crisis.

Nu staat dit management niet alleen. In de achteruitkijkspiegel zien we nu ook waar het eerder fout ging. Al in 2015 realiseerden de concurrenten zich wat de problematiek was. Ze vonden wel nog goede prijzen voor hun winkelcentra in Frankrijk en Nederland bij Wereldhave. Dat nam ze over met ook weer nieuw geld, via de verkoop van andere activa en aandelen emissies.

Die fout werd door het huidige management nog eens dunnetjes overgedaan door vijf

à zes jaar later diezelfde centra voor maar een fractie van de aankooprijzen, en van de naderhand geldende taxaties, te verkopen. En nu weer emissies en aankopen. Het ijsblokje smelt omdat de heren het zelf in de zon legden. Daarmee lijkt het dat Wereldhave al die tijd maar een echt probleem had: het management.

Moeten we meer letten op de partij die verantwoordelijk is voor hun aanstellingen, de raad van commissarissen? Die koos telkens het management uit en bekrachtigde daarmee bewust de continuatie van het smeltende beleid. Zoals we bijvoorbeeld al zagen, ABN Amro analist van Maanen riep al in 2015 in een brandbrief om hun actie vanwege 'failed disposal strategies'.

Zoals 'the Dean of Valuation' Damodaran het stelt:

'the danger is that they think they can reverse decline with new management and a new plan.'

'Companies that don't act their age destroy value.'

Voorspelbaar

Dat alles doet heel veel pijn. Zoals aangetoond was het zo voorspelbaar, daar had een student economie ze op kunnen wijzen. Onrealistische verwachtingen met betrekking tot de verkopen van activa noemde Damodaran het. Verkopen tegen "de Hoofdprijs van de Raad van Bestuur" betitelde ik het, destijds nog ludiek.

Het werd een tragedie.

Deel IV

The Sky Is Blue:

Waarom U Niet Altijd de Experts Moet Volgen

1

Plus ça change, plus ça teste la même chose

Introductie

We gaan weer zoals elke keer aan het begin van een nieuw boekdeel een stuk terug in de tijd. Aangemoedigd door de groeiende groep kleine aandeelhouders heb ik mijn eerste twee open brieven geschreven en met de TTW groep vergaderd met de Raad van Bestuur. Na alle reuring was er ook de aandeelhoudersvergadering van april 2020 waar de TTW groep daar bovenop signaleert dat de tijden veranderd zijn door de beginnende corona crisis.

We stellen vast dat het verkopen van winkelcentra niet meer behoorlijk doorgang kan vinden en stellen daarom aan de Raad van Commissarissen de ons inziens enige logische vraag: nu dat de feiten de doorgang belemmeren, zien jullie aub af van de nieuwe strategie!? Dat kan nu zonder gezichtsverlies. Ondanks dat ook de VEB Wereldhave via een artikel in het Financieel Dagblad beschuldigt van waarde vernietiging, wil de Raad van Commissarissen toch verder.

Hoe moeten de kleine aandeelhouders reageren? De TTW groep is inmiddels uitgegroeid tot de eerste 'grassroots social media' beweging van aandeelhouders in Nederland. Meer dan 100 aandeelhouders die zich spontaan op social media organiseren uit onvrede met een beursgenoteerd bedrijf, dat trekt veel aandacht.

We weten dan nog niet hoe dramatisch de verkopen zullen uitpakken, dat wordt pas een jaar later zichtbaar. Inmiddels is wel al duidelijk geworden dat Wereldhave gewoon haar plan wilt doorzetten om de winkelcentra te verkopen, ook al verloopt dat in eerste instantie gelukkig langzamer nu dat ieders aandacht is verschoven naar de gevolgen van de corona crisis. Er is nog maar een centrum verkocht, en dat nog net voor het uitbreken van de crisis. Toch vrezen we met grote vreeze.

Ook weten we na de analyses zoals uitgelegd in het vorige deel III dat Wereldhave geen antwoord heeft op de structurele uitdagingen waar het voor staat, waar het om gaat. Het is ook duidelijk dat er geen echte nieuwe strategie is.

Het is binnen de groep de vraag hoe hiermee om te gaan. Stoppen we ermee nu dat vooral mijn satire op basis van de eerste stap van de strategie niet meer actueel is? Immers, dat verkopen aan hoofdprijzen is niet meer als ludiek te zien nu dat het besef is doorgedrongen dat dit inderdaad onmogelijk is.

We horen via steeds meer vrienden van de groep dat het management toch al bezig is om haar plan uit te voeren. Zo is het selectieproces van bieders voor de Franse winkelcentra gestart. Wellicht moet het management wel nu dat het zich in een moeilijke financiële positie heeft gemanoeuvreed. De banken reageerden namelijk ook. Weliswaar ondersteunend, maar de kredieten worden omgezet in tijdelijke, zogenaamde brugfinancieringen. De eerste winkelcentra worden verpand. Kortom, verkopen mannen en daarmee ons ook terugbetalen. Daarna praten we verder.

Ook al beweert de Raad van Bestuur tijdens onze onderlinge vergaderingen dat er geen problemen zijn met de banken, dat zij zelfs zonder interventie zelf de hoogte van het dividend mag vaststellen, onze handen jeuken. Kunnen we dit zomaar laten gebeuren zonder er zelf eens goed over een verdienmodel nagedacht te hebben? We zien ons gesteld voor een tweeledige uitdaging. Indien we doorgaan moeten we niet alleen een rationale vinden om de verkopen uit te kunnen stellen, stap 1, maar ook om een alternatieve stap twee te formuleren. Met andere woorden, kunnen wij zowel zomaar even zowel tijd kopen als een nieuw verdienmodel neerzetten? Want dat is wat Wereldhave nodig heeft. Zie ook professor Damodaran.

Een brainstorm

Binnen de TTW projectgroep gaan we brainstormen en we gooien onze hersenspinnels via een discussiestuk in de brede groep, die inmiddels uit zo'n 110 leden bestaat. Daarin worden vele ideeën een beetje onsamenvattend, want het is brainstormen, aan de groep voorgesteld met vele richtingen.

Moet er meer toegevoegde waarde worden geleverd door Wereldhave in haar Nederlandse centra, daarbij het idee van convenience center een beetje loslatend?

Daarnaast leggen we uit dat de locaties ideaal zijn voor kantoren en woningen. Waarom niet omhoog bouwen, met torens de lucht in? En die ontwikkeling kan wel degelijk naast of ten koste van de 'core-business' van winkelcentra gefinancierd worden. We geven er zelfs financiële en juridische constructies bij. Met de verkopen van die torens kunnen de verkopen van stap 1 vermeden of in ieder geval uitgesteld worden.

Er komen redelijk wat reacties en ideeën binnen. Maar meer en meer bekruipt mij het gevoel dat dit allemaal net zo baanbrekend lijkt als Wereldhave's strategieën van het afgelopen decennium. We moeten ons dieper bezinnen op het bestaansrecht van Wereldhave, want zo kan het niet verder. Er zijn te veel tegenstrijdigheden.

Tegenstrijdigheden onder de experts

Zie bijvoorbeeld de taxatiewaarden, afgegeven door de vastgoed experts. Die stellen zonder uitzondering dat de winkelcentra veel meer waard zijn dan wat Wereldhave's aandeelhouders ervan denken, dan wat Wereldhave krijgt bij verkoop, dan wat Wereldhave er effectief uit haalt, dan wat Wereldhave er eigenlijk zelf commercieel van vindt.

Zie de accountants die ieder jaar de jaarrekening prima vinden, om het jaar erna enorme afboekingen gewoon weer opnieuw goed te keuren. Het geeft minimaal aan dat er continue ook "heel wat voortschrijdend inzicht" is aan hun kant.

Zie ook de eerder besproken prestaties van andere winkelbezitters die het beter doen.

Sterker nog, zie de brede vastgoedmarkt. Velen maken zich juist zorgen over de almaar stijgende vastgoedprijzen. Waarom onttrekt winkelvastgoed zich daaraan? Is dat ook niet tegenstrijdig?

Trouwens, wat indien de brede vastgoedmarkt niet zo goed was, wat was er dan met het winkelvastgoed gebeurd? We mogen niet vergeten dat het afgelopen decennium de ultralage rentevoeten een volgens sommigen te harde wind in de rug zijn geweest voor vastgoed in het algemeen en winkelverhuurders in het bijzonder.

Een positieve aanzet leveren

Dat is dus de uitdaging die voor ons ligt, daar minimaal het begin van een antwoord op formuleren. Ga er maar aan staan.

Wij besluiten tegen beter weten in om toch een poging te gaan wagen. Ja, een beetje gek moet je wel zijn. Want indien al die experts zelf al zo tegenstrijdig denken en acteren, wie zijn wij dan om hier een zinnig verhaal op te formuleren? En moeten wij nu op de ondernemersstoel gaan zitten?

Maar aan de andere kant, veel slechter dan wat wij dan vrezen dat er gaat gebeuren, als de verkopen doorgang vinden, kan ons plan niet worden. In het slechtste geval is het een positieve aanzet tot een constructieve discussie over de toekomst van Wereldhave.

2

The sky is blue

In mijn eigen privé en professionele leven heb ik veel ervaring met ondernemers en hun zakelijke omgeving. Wat me fascineert is hoe anders de eersten denken dan de laatsten. Ondernemers komen met ideeën die bezien door de bril van de laatsten vaak onzinnig lijken. Zoals een het eens samenvatte, over elke succesvolle innovatie kon 99% van de mensen, vooral de experts, me vooraf onweerlegbaar beargumenteren waarom die zou falen. Geen speld tussen te krijgen.

Pas wanneer een ondernemer meerdere keren succes heeft gehad wordt hij niet voor gek verklaard. Dan wordt trouwens niet gewezen op zijn rationele argumentatie maar op zijn "visie." Het wordt een geloof, hij een goeroe. Maar uiteindelijk kun je het ook anders begrijpen. Hij kijkt naar dezelfde situatie door een andere bril.

Om het belang van het opzetten van een andere bril kleur te geven, gebruik ik graag een gebeurtenis uit de werkelijkheid, uit mijn omgeving. Zo hoop ik de geesten klaar te stomen voor een andere aanpak, ze te enthousiasmeren. Mijn verhaal in het volgende hoofdstuk is "daarop gebaseerd" zoals dat wordt gezegd. Ik publiceerde het ook op de IEX website.

Het is ook weer een beetje ludiek een andere manier om naar de werkelijkheid te kijken. Mijn oorspronkelijk plannetje had ik 'Vision 20-20' genoemd. Vrij vertaald in het Nederlands betekent dat iets klaar en zuiver bekijken. Nu met 'the sky is blue' zetten we een andere bril op en kijken we niet naar beneden naar de situatie maar ook omhoog en om ons heen. Dan zien we wellicht dat de wereld andere mogelijkheden biedt.

3

Hoe verstandig moet uw CEO zijn?

Deel 1

Een vriend van me was lander CEO van een dochter van een multinationale verzekeringsgroep, in een minder ontwikkeld land. De nieuwe progressieve overheid had besloten om pensioensparen via de markt verplicht te maken. Omdat mislukking politieke zelfmoord zou zijn werd het proces zorgvuldig opgezet. Alle potentiële kandidaten moesten vooraf een gedetailleerd plan indienen waarop na goedkeuring later toezicht zou worden gehouden.

De bevolking zou dan tijdens een gegeven lang weekeinde een keuze moeten maken, welke polis, welke verzekeraar. Iedereen een pensioen, een nobel proces maar vol politiek risico.

Zijn pensioen portefeuille bestond uit 150.000 polissen, waarmee ze in de top 5 zaten. Binnen het bedrijf hadden zich twee groepen gevormd. De commercie wilde voor een verdubbeling richting 300.000 gaan. De administratie naar 200.000. Die wees erop dat bij 300.000 een nieuw duur IT systeem moest worden aangeschaft waardoor bij lagere omzet de bottom-line te snel terugliep. De discussie was steeds stroever geworden en uiteindelijk zou onze vriend de knoop moeten doorhakken. Komende maandag moest hij zijn besluit aangeven en de organisatie overtuigen.

Zaterdag zat hij gestimuleerd door een continue stroom espresso's en sigaartjes in de

tuin achter een tafel vol documenten. Langzamerhand drong het tot hem door dat de beslissing over 200.000 of 300.000 een momentopname was. Het ging om de goedkeuring. Daarna ging de wereld gewoon door.

Aan de lezer het verzoek om zich in de schoenen van de CEO te verplaatsen. Wat zou u beslissen? U begrijpt dat er geen echt foute keuze is, u wordt alleen een verstandig overwogen besluit gevraagd...

Doe dit voordat u aan Deel II begint, neem a.u.b. de tijd.

Deel 2

Zoonlief ergerde zich binnen het huis. Normaliter was zaterdagmiddag zijn tijd om te spelen met zijn vader. Nu moest hij binnenblijven van zijn moeder. Maar zondagmorgen had hij het gehad en ontsnapte. De zevenjarige stapte kordaat op zijn vader af en zei: volgens mamma heb jij een groot probleem dat belangrijk is voor heel veel mensen. Ik ga jou helpen en dan kunnen we daarna gaan spelen.

Met een serieus gezicht legde onze vriend aan zijn zoon uit wat het probleem was. Naderhand keek hij hem aan en vroeg: wat raad je aan, 200.000 of 300.000? Deze liep op en neer zoals zijn vader dat deed, diep ademend, weliswaar zonder rook uit te blazen, en antwoordde: 1 miljoen pappa. Waarom zoon? 1 miljoen is cool! Kom, nu gaan we spelen. Lachend omarmden ze elkaar en speelden samen die ochtend. Daarna ging onze vriend weer denken aan zijn keuzes.

Maandagochtend 9u was de bestuurskamer bomvol. Omdat dit een impactvolle beslissing was, had onze vriend besloten om ook de secondanten en de opinion leaders uit te nodigen. De meesten zaten met hun handen onder de tafel, bericht al ingetypt. De slimsten inclusief de 5 nullen, alleen nog 2 of 3 en dan send. Hun achterban zat door het land te wachten.

Onze vriend keek de zaal in en zei alleen maar: 1 miljoen. En na een impactvolle korte stilte, dit is haalbaar. Neem de tijd tot vanavond 18u en dan kunnen jullie de 1 miljoen plannen voorstellen. De hele dag zal mijn deur wagenwijd openstaan voor assistentie. Let's do this.

Hij had gegokt en ging ervan uit dat zijn credibiliteit groot genoeg was om in ieder geval een antwoord te krijgen. Uiteraard was hij onder die kalme façade doodzenuwachtig. Het gebouw was doodstil geworden. Na twee uren kwam iemand van de commercie vragen of ze een veel groter budget konden krijgen. Uiteraard, dat is aan jullie, zolang de bottom-line top is. Niet veel later kwam ook de administratie langs. Voor hen zou dit uiteraard werken, dat nieuwe IT-systeem kan dat makkelijk aan. Maar met alle respect chieft, commercie: dat was nog meer het probleem, toen en nu.

De rest van de dag bleef het stil rond zijn kantoor, maar door het gebouw hoorde hij steeds vaker de PING van de liften, er kwam reuring.

De zaal zat die avond weer bomvol, onze vriend was doodzenuwachtig maar uiterlijk cool. Hij keek het hoofd commercie aan en zei: the floor is yours. Deze bleef zitten, keek terug en zei: we zijn het er allemaal over eens, u bent gek. We hebben hier maanden naar toe gewerkt, experts ingehuurd, en dan denkt u dat we even binnen een paar uren even zo maar 1 miljoen doen. Knettergek.

Na een uur te hebben gespeculeerd over uw anders redelijk normale gemoedstoestand en wat er dit weekeinde met u gebeurd kan zijn, zijn we gaan afkoelen in de kantine en gekscherend gaan brainstormen. En onze jongelui graptten dat, omdat in het ideale scenario onze klanten een volledig geïnformeerde beslissing zouden willen nemen, 1 miljoen alleen zou kunnen indien we hen een compleet rekenmodel en volledige dataset zouden aanbieden. Onmogelijk.

Eigenlijk om van hen af te zijn hebben we ze naar de IT-afdeling gestuurd om dat te bespreken. Tot onze verbazing kwamen ze uiteindelijk samen terug: het was technisch mogelijk en veel minder duur dan gevreesd. Toen werd de frontline zenuwachtig: inderdaad de perfecte oplossing maar hoe de klanten dit alles uitleggen, dit vergde ongelofelijk veel handje vasthouden. Al die freelance verkopers zouden na een opleiding ook nog eens laptops van ons moeten krijgen. Dit zou alleen kunnen middels daarbovenop een enorm, groots opgezette marketingcampagne.

Maar bij 1 miljoen is dit doenbaar. Sterker nog, tot onze verbazing al vanaf 500.000 halen we dezelfde bottom-line als bij de vroegere 300.000. Maar daar zijn we nu zeker van. Een kleine knipoog richting administratie volgt. 1 miljoen lijkt te ver weg. Maar we zullen ver boven de concurrentie uitsteken qua aanbod. Die wordt gek, knettergek.

Administratie? Al vanaf minder dan de helft is onze productiviteit fantastisch, bij 1 miljoen zijn wij de sensatie van niet alleen het land maar ook de groep.

Opgelucht en opgewonden keek onze vriend de zaal rond, deze slag had hij gewonnen. Maar pas nu dat hij zich ontspande, viel het hem op hoe alle ogen glinsterden en vooral dat commercie en administratie niet meer tegenover elkaar zaten maar gemengd zij aan zij. . .

Maar, konden ze dit nu ook waarmaken?

Deel 3: slot

Weer een maandagochtend 9 uur. Met vijftien andere verzekeraars zat onze vriend rond de tafel bij de toezichthouder om elk op hun beurt uit te leggen hoe het openingsweekeinde was gegaan. Wat waren de “uitdagingen” en de verwachte portefeuilles?

De eerste ging van start, regelmatig onderbroken door de vragen van de toezichthouder. Samengevat leken er hem geen onoverkomelijke problemen te zijn en zou na controle de omvang van de porto over twee weken duidelijk zijn. Die 15-20 minuten werden 1x onderbroken door een harde PING van de telefoon van onze vriend. Tijdens het identiek, gaap, gesprek met de derde verzekeraar klonk weer een PING.

Onze vriend stond op en bood zijn excuses aan: hij kon zijn telefoon niet uitzetten want die PING was telkens een tussenstand. Daarin werden eventuele problemen en de tussentijdse optelsom van geconfirmeerde klanten gerapporteerd. Toezichthouder: hoeveel problemen en klanten per PING? Nog geen problemen, telkens plus 50.000 klanten. Opmerkelijk werden de volgende presentaties steeds korter, met een huivering bij elke volgende PING. . .

Uiteindelijk werden er dat jaar 700.000 klanten binnengehaald, een enorm succes. En twee jaar later zelfs die 1 miljoen. Waarom?

Volgens een lang ingewikkeld verhaal van onze vriend omdat ieders discussie vanuit de probleemstelling was en gedomineerd werd door de logische deducties van de experts.

Door vanuit de oplossing te gaan denken, ook vanuit de rechterkant van het brein, werden totaal andere krachten losgemaakt, werd er anders en hechter samengewerkt en nagedacht: hoe gaan we dit samen halen?

Zijn korte versie voor vrienden: kinderlijk eenvoudig, het lukte omdat iedereen 1 miljoen cool vond. . .

4

Van een krimp naar een groeimarkt

In een voorgaand hoofdstuk duidde ik de tegenstrijdigheden onder de experts. Daar werd ook gesteld dat het eigenlijk vreemd is dat winkelvastgoed het zo moeilijk heeft, terwijl de vastgoedmarkt in het algemeen niet te houden is. Laten we daarom anders gaan denken. Samen met Aloys, een slimme en nieuwsgierige ingenieur in wording met een passie voor beleggen, ga ik aan de slag.

Wat indien Wereldhave niet een winkelvastgoed expert was maar kortweg een bezitter van vastgoed zonder specifieke focus? Of een stap verder, de eigenaar van Nederlandse toplocaties. Vergeet wat erop gebouwd is. Is dat niet waar het bedrijf zich onderscheidt? Locatie, locatie, locatie?

Zie het als denken vanuit de gedachte dat niet de gebruikelijke variabelen van experts als leegstand, theoretische taxaties, klanten toestroom of huren het meest relevant zijn. Het gaat niet om de keuze tussen de 200.000 of 300.000 uit een vorig hoofdstuk. Wat indien je gaat denken vanuit die 1 miljoen?

We weten dat de portefeuille in Nederland bestaat uit A-locaties in B-steden. Die B-steden zijn vooral middelgrote steden dichtbij de nationale metropolen Amsterdam, Rotterdam en Utrecht.

Verder doordenkend, wat zou de stad en omgeving daar wensen, wat indien daar iedere bestemming mogelijk zou zijn? Wat indien we de laatste ontwikkelingen op het gebied

van milieuvriendelijkheid en betaalbaarheid meenemen?

Bezien door die bril wordt het dan eigenlijk veel simpeler. Aangezien de A-locaties vooral bestaan uit plekken in het epicentrum van de stad, met het openbaar vervoer ernaast, inclusief directe verbindingen met de nationale metropolen, wil de leefgemeenschap daar het liefst allerlei soorten woningen, bijvoorbeeld ook zorgcentra, en wellicht ook kantoren en hotels.

Ook heerlijk voor forensen: in die kleinere stad gezellig en goedkoper wonen, in de metropool werken, met korte reistijd. Geen gedoe met je auto parkeren, milieuvriendelijk zoveel mogelijk het openbaar vervoer in.

Gezien de toplocaties, het liefst zo hoog mogelijk bouwen: woon- en kantoortorens. De locatie is immers duur, je wilt derhalve zoveel mogelijk ruimte creëren, maximaliseren. Kijk omhoog, the sky is blue.

Zie de opportuniteitskosten

Contrasteer dat trouwens met de bestaande gedachte vanuit winkelvastgoed in het algemeen en bij Wereldhave in het bijzonder: weet u nog, vanuit die gedachte moet de ruimte juist... ingekrompen worden. Op die toplocatie. Er is te veel. Dat is zonder twijfel waarde vernietiging, nu duidelijk zichtbaar.

Een illustratie hiervan is dit stuk uit een al eerder aangehaald artikel over het grootste komende object van Wereldhave in Hoofddorp, in het Haarlems dagblad van 27 augustus. Let op hoe er gesproken wordt over de ruimtebenutting op deze dure toplocatie:

“Ander belangrijk punt: zorgen dat het niet meer tocht in het winkelcentrum. Daarvoor wordt het plafond aangepast en komt er speciale verlichting om de enorme hoogte van het winkelcentrum in elk geval optisch te verlagen. “Het voelt nu als een stationshal. Hoog, breed en winderig”.”

Nog veel meer waarde vernietiging zit onzichtbaar verscholen achter de gepresenteerde cijfers. Want het verlies aan groei, aan mogelijkheden komt niet tot uitdrukking in de

cijfers van de winkelbezitter. Kortom, de onzichtbare opportuniteitskosten. Krimpen of groeien, dat wordt de echte keuze. Of zoals professor Damodaran het zou zeggen, op naar een andere levensfase, een verjonging.

Onderzoek leert dat vele soortgelijke steden steeds meer bieden voor dit soort oplossingen, zich door maatschappelijke ontwikkelingen noodgedwongen steeds opener en flexibeler opstellen. Vele ambtenaren binnen die steden en de nabije metropolen zouden dit soort initiatieven zelfs willen faciliteren. Bouwmogelijkheden tot 75 meter de lucht in worden aangeboden in kleinere steden.

Het dorpsplein gevoel

Denk daarna aan de stimulans richting de nabije winkelstraatjes en de horeca vanuit die woontorens. Kortom, het bestuur van de stad, de bewoners, de horeca en de winkeliers zouden bewoning aldaar toejuichen. Er zou een enorme economische impuls vanuit gaan, in de plaats van een winkeldoos die de buurt juist leegzuigt.

Zo zou het de leefbaarheid van de stad verbeteren. Kortom, je creëert er weer een ouderwets dorpsplein waar altijd leven is.

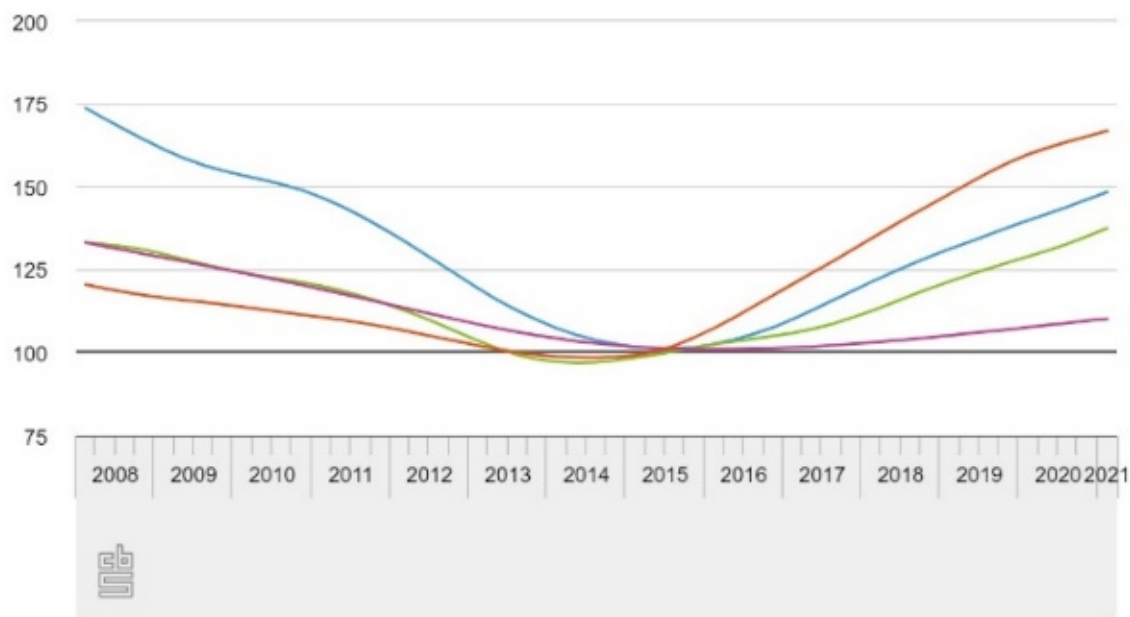
The point of no return

Onderstaand plaatje geeft aan hoe de prijzen van winkels (laagste lijn) achterlopen ten opzichte van de rest van de markt. Waar sinds 2008 tot Q1 2021 de winkels met 10% zijn gedaald, daar zijn de woningen (bovenste lijn) met 40% gestegen. De verschillen nemen verder toe.

Prijswontwikkeling commercieel vastgoed

Samenvatting: trendlijnen

2015=100



Klik op een item om te tonen/verbergen:

- Trendlijn kantoren
- Trendlijn winkels
- Trendlijn industriepanden
- Trendlijn huurwoningen

Figure 4.1: Bron: CBS, Kadaster

Verder onderzoek leert ons dat de winkels van Wereldhave inmiddels vaak al minder waard zijn dan woningen op dezelfde locatie. Wanneer we de implicaties daarvan op ons in hebben laten werken, beseffen we dat het eigenlijk zonneklaar is, eigenlijk the point of no return al is gepasseerd.

Kortom, indien er op die A-locaties geen winkelcentrum had gestaan, dan had niemand dat daar op die schaal gebouwd, zelfs daar gewild. Sterker nog, dat idee zou als absurd worden afgedaan. De bestaande platte doos met atrium van het winkelcentrum versus

de moderne ruimte-efficiënte woontorens.

We besluiten ermee aan de slag te gaan en publiceren het volgende stuk, daarbij de financiële toestand van Wereldhave meenemend. Want het moet wel meer opbrengen. De naam die we eraan geven is: Van Wereldhave naar dorpsplein. Ook een heel klein beetje weer een ludieke verwijzing naar de heersende cultuur binnen het bedrijf, denk aan het hoofdstuk over het hoofdkantoor.

We publiceren het niet toevallig net voordat Wereldhave haar halfjaarlijkse cijfers publiceert, we durven onze nek uit te steken.

Een eerste consensus: wij willen allemaal woontorens!

Die presentatie valideert ons verhaal. Wereldhave legt namelijk de nadruk op woontorens. Daarnaast ook op het feit dat nu meer dan ooit het moment rijp is voor ombouw naar residentieel. Dat stelt het niet alleen zelf, het haalt een onderzoek van investeringsbank UBS aan om dat kracht bij te zetten.

Waar het ons ook helpt, het is cijfermatig onderbouwd. Die berekeningen kunnen wij gebruiken om onze publicatie weergegeven in het volgende hoofdstuk verder uit te werken.

Indien u er geen zin in hebt, sla het volgende hoofdstuk dan gerust over, u hebt nu al door waar het om gaat. De samenvattende cover op de volgende pagina is afdoende voor u. Maar wellicht interesseren u het simpel boerenverstand in combinatie met de financiële en juridische uitwerkingen toch? Want we hadden ook nog de uitdaging om een manier te vinden om de dramatische verkopen op de bodem van de markt te vermijden. Hoe stap 1 van de strategie uit te stellen, hoe de groep te stroomlijnen, en hoe een verdienmodel uit te werken en te implementeren dat wel op de toekomst inspeelt, daar zelfs op anticipeert.

Misschien vindt zoals gewoonlijk 99% dit gek, vooral de experts. Maar indien u de logica van dit hoofdstuk onderschrijft, dan weet u ook dat dit een toekomstgerichte oplossing is, een oplossing juist gericht op groei. Punt.

In een later hoofdstuk gaan we het samen over de opkopers van Wereldhave hebben, die

denken ook zo. Probeert u het ook?

Want heren en dames experts, 1 miljoen is cool.

WERELDHAVE DORPSPLEIN

“WOON, WINKEL EN WERK
KOMEN ER SAMEN”



STAP 1: NEDERLAND

Nieuw verdienmodel

- Creatie van substantieel meer oppervlakte en herontwikkeling van bestaande winkelruimte op tiental locaties in het centrum van middelgrote steden. Ambitie is bouwen in de hoogte en boven parkeerplaatsen. Kernwoord: **ruimte optimalisatie**.
- (Her)ontwikkelde ruimte vooral gebruikt voor residentieel, kantoor en andere bestemmingen, op basis van lokale markt en in samenwerking met de lokale overheid. Zo worden deze locaties daadwerkelijk de drukbezochte centra van de stad. Woon, winkel en werk komen er harmonieus samen: **het dorpsplein**.
- Publiek verkeer voor bijv. forensen, door de nabijheid van steden, wordt zo gefaciliteerd: **groen**.
- Ontwikkeling is onder het FBI regime **juridisch wel toegestaan**, mits de werkzaamheden ondergebracht worden bij een dochteronderneming die normaal belasting betaalt.
- **Schulden** van de dochteronderneming zijn off-balance-sheet entries op de Wereldhave NV "winkel" balans. Door te kiezen voor één of meerdere ontwikkelingspartners worden risico's, kosten en resources gedeeld of volledig overgedragen.
- Uitgaande van de huidige Wereldhave NV aandelenkoers wordt de Nederlandse portfolio nu gewaardeerd op €0.50. Door te kiezen voor de dorpsplein strategie zal de markt het eerder waarden op **€28 per aandeel i.p.v. de huidige €8**.

“RUIMTE OPTIMALISATIE:
MAXIMALISATIE VAN
AANDEELHOUDERSWAARDE”



STAP 2: BELGIË

Volledig afstoten 66% belang en uitkeren aan aandeelhouders

- Afstoot van Wereldhave NV's 66% belang in Wereldhave Belgium aangezien de voorgehouden synergieën niet aanwezig zijn:
 - Belgium heeft een andere portefeuille, gelegen buiten het stadscentrum en beter vergelijkbaar met de Eurocommercial strategie.
 - Wereldhave Belgium is reeds beursgenoteerd.
 - Belgium heeft een hogere marktkapitalisatie dan Wereldhave NV ex Belgium: het 66% belang in Belgium representeert bijna alle beurswaarde.
 - De aanwezigheid van een extra managementlaag zorgt voor onnodige kosten.
 - De 100% consolidatie cq. financiering van het 66% belang in Belgium heeft gezorgd voor een levensbedreigende financiële structuur van de groep.
 - De hierdoor conservatieve financiering van Belgium beperkt diens strategie.
 - Belgium is in wezen zowel de reddingboei als het blok aan het been van Wereldhave NV.
- Er is een aantal door ons onderzochte methoden om afstoot voordeligerwijs te bewerkstelligen, waarvan op het moment opties 2 en 3 niet opportuun zijn:
 - Aandeelafplitsing en distributie van het Belgische belang aan de Wereldhave NV aandeelhouder.
 - Directe verkoop van het belang aan private partijen.
 - Overeenkomst met Eurocommercial Properties waarin de 66% positie wordt vervuld/gefinancierd met een gelijkwaardige hoeveelheid extra uitgegeven aandelen Eurocommercial. Voorwaarde is wel dat Belgium en Eurocommercial tegen eenzelfde discount t.o.v. NAV geprijsd worden.

STAP 3: FRANKRIJK

Volledige terugtrekking op langere termijn

- Vanwege gebrek aan schaalgrooite wordt bij terugkeer van de rust in de markt voor commercieel vastgoed al het Franse vastgoed verkocht.
- Eurocommercial Properties kan ook hier een deel van de aktiva overnemen.
- Ontwikkeling kan in een volgend stadium ook worden onderzocht.

5

Van Wereldhave naar dorpsplein

Probleemstelling

Een gezin wandelt door het bos en het stapt stevig door. De grote stappen zijn teveel voor het kind en het raakt telkens achterop. Alleen door zijn energie te verzamelen kan het een sprintje trekken en zelfs weer een voorsprong opbouwen. Maar onherroepelijk wordt het telkens weer ingehaald totdat het moe de strijd opgeeft. Deze ongelofelijk dure tussensprint was ook gedoemd te mislukken.

Zo ook de opgepoetste strategie 2.0 waarbij discounters en zelfs een vlooiemarkt tegen lage huren de ruimte opvullen. En de huidige push om in deze markt de Franse activa te verkopen is... te vermoeiend. Na de daling van de beurskoers vanaf 100 euro zal nu 8 zo niet het retourstation zijn. Zie ook Moody's drie kredietafwaarderingen tot junk eerder dit jaar en mogelijk de volgende binnenkort.

Vastgoed: de belegger

Traditioneel wordt vastgoed opgenomen in een goed gespreide portefeuille omdat het een stabiel rendement biedt ergens tussen obligaties en aandelen. Als 'rentseeker' vangt de belegger een redelijk vast rendement, verbeterd door een kleine hefboom. Boring is good.

Maar wanneer die huren niet meer voorspelbaar zijn door disruptie bij de huurders, en derhalve het risico verhoogt, dan moet de waarde zakken. Laat staan wanneer een stap verder de huren dalen. Dan wreekt zich ook nog dat bij vastgoedondernemingen de ROE zo laag is. In combinatie met leverage is reuring dan bad, very bad.

Kortom, dit soort vastgoed verliest zijn plaats in een traditionele portefeuille. Dit is helemaal het geval wanneer de strategie counter intuïtief volledig gebaseerd is op een voorspelde veel hogere waarde van het vastgoed, dan verwordt het zelfs feitelijk tot speculatie. Zie onze tweede brief waar middels een gevoeligheidsanalyse dit geduid werd.

Naar een nieuw verdienmodel

In plaats van traditioneel te denken vanuit de bezettingsgraad wat leidt tot de gedachte van overvloed van m² en derhalve onrendabele opvulling, zou zoals eerder betoogd juist gedacht moeten worden vanuit de dure locaties in een tiental van WH's in totaal veertien middelgrote steden. Daar bezit WH het meest centrale, gewilde, best bereikbare stukje van de stad. De waarde zit met andere woorden in de locatie. En zo kan er tegenovergesteld vanuit schaarste gedacht worden. Hoe kan die gemaximaliseerd worden?

Denkende vanuit dat schaarste concept kan in samenwerking met de meest belanghebbenden, de lokale overheid en de buurt er omheen, een plan worden opgezet om deze soms ouderwetse dozen en de grote parkeerplaatsen om te bouwen tot waar wel vraag naar is. Historisch was zo'n doos een publiekstrekker, een monopolie, net zoals eerder bv. de V&D. Daarna werd het noodgedwongen omgevormd tot omgekeerd een convenience center, een prijsbewuste aanbieder van routinematige producten. Echter nog steeds op de duurste locatie, dus steeds meer onhoudbaar.

In het centrum van de samenleving wil de markt nu juist, in het bestemmingsjargon, "dat de dominantie van Retail verschuift naar functies die de locatie beter benutten": maximaal leef- en werkruimte, actie en uitstraling: residentieel, kantoorruimte, hotels, service-flats, etc. En ja, "daarbij" ook winkelruimte. Het dorpsplein gevoel.

Strategie

Dankzij onze communicatie met management weten we dat deze ontwikkeling op de meeste plaatsen relatief goedkoop en makkelijk kan. Denk bv. aan de verdieping of het enorme atrium waar veel ruimte te goedkoop wordt verhuurd of verloren gaat. Maar veel aantrekkelijker, het vergt niet veel verbeelding om ook veel verder omhoog te bouwen, bv. een woon- of kantoorstoren. Denk ook aan de mogelijkheden van de parkeerplaats, een allesbehalve optimaal monofunctioneel gebruik van de dure grond. In het jargon: “de ruimte moet intensiever gebruikt worden”.

Dit zou zelfs de trots van de stad worden. Van daaruit zou dan een economische impuls naar de rest van de omgeving gaan ipv. omgekeerd de stad leegzuigen! En dankzij de aldaar geboden publieke mobiliteit richting de vaak nabije grote steden zou zo'n woon- en kantoorstoren ook ideaal zijn voor forensen, in beide richtingen. We worden bijna groen. Ons is bezworen dat de deuren van de bestemmingsambtenaren in zowel die grote als de middelgrote steden daarvoor wijd open staan.

Kortom, ontwikkel en itt. huidig beleid intensifieer en maximaliseer (!) deze dure locaties op basis van de lokale markt. Beperk de winkelruimte zo tot een veel kleiner en gewild “echt” convenience concept: “van mono- naar intensief multi-functioneel gebruik”.

Waardecreatie

Omdat er voor deze bestemmingen wel een markt is, die daarenboven wel liquide is, zal er door deze relatief simpele maar impactvolle verandering van het verdienmodel meteen een enorme impuls uitgaan mbt. de waarde van WH. Op basis van de huidige beurskoersen van WH en WHB wordt het Nederlandse gedeelte op bijna niets, ongeveer een halve euro per aandeel, gewaardeerd tov. een NAV van rond de 9-10. In de plaats van een waardering op basis van de onzekere winkelstrategie zou die nu gebaseerd worden op de veel meetbaarder en liquide prijs van appartementen etc..

En we weten van management dat ondanks de verbouwing de NAV niet zou dalen. Derhalve ver daarboven zal stijgen bij ruimtemaximalisatie. Wat we hier niet kunnen voorrekenen zijn de wel zo belangrijke bouwkosten daarbij, dat is voor later. Maar gezien

de beurskoers van bijna nul enerzijds en de enorme opportuniteit van ruimtemaximalisatie anderzijds is het overduidelijk dat hier een significante winst te behalen valt. Per locatie zou dit moeten worden uitgewerkt om het te kunnen kwantificeren.

Vinden wij het buskruit uit? Neen, dit is al een trend aan het worden in de VS.

Stap 1: Uitwerking Nederland

M.b.t. het juridische gedeelte, de RvB heeft destijds ons voorstel om mixed-use te verkopen afgeschoten, zie:

<https://www.wereldhave.com/siteassets/documents/presentations/meeting-wereldhave-and-the-third-way.pdf>. Het zou niet mogen. Op de AvA draaiden ze al langzaam bij. Nu daarom in bijlage een juridisch advies van Loyens & Loeff, het kan wel.

Dankzij de opzet met een Project Ontwikkelingsdochter "PO BV" wordt ook tijd gekocht. Financieel en juridisch kunnen dan de ontwikkeling en het winkelvastgoed op eigen tempo naast elkaar opereren.

Door het opzetten van een Ontwikkelingsdochter waarvan andere strategische partijen aandelen kunnen kopen, wordt dankzij die aandelenverkopen en schuldoverzetting de schuldgraad van het winkelvastgoed onmiddellijk afdoende verlaagd.

Stap 2: afsplitsing België

Mede-afhankelijk van de beslissing wanneer de ruimte te verkopen kunnen de opbrengsten of uitgekeerd worden aan aandeelhouders; of kan via inhouding strategischer juist het Belgische probleem opgelost worden door de WHB aandelen af te splitsen en uit te keren aan de WH aandeelhouders.

In de 1-pager "Waarom België niet bij Nederland hoort" hadden we al uitgelegd wat het strategische probleem daar is. Veel eerder, toen WH nog kredietwaardig was, hadden we dat trouwens ook al aangetoond en daarom de RvC bevroegd op de AvA. Middels het

maar 66% WHB bezit was de financiële structuur onevenwichtig geworden, mogelijk een existentieel probleem. QED helaas.

In die 1-pager gaven we aan dat de Belgische centra conceptueel veel beter bij Eurocommercial passen. En daar zou het dan naast het Woluwe Shopping Center in België kritische massa cq. waarde creëren. Wij “menen te weten” dat ECP het daar mee eens is. Uit onze berekeningen blijkt echter dat vandaag door de veel grotere discount tov. NAV bij ECP dit economisch moeilijker haalbaar is geworden. Anders was het voor beide partijen een transactie op basis van nieuwe ECP aandelen, waardoor ook de ECP LTV zou dalen, een mooie opportuniteit geweest.

Daarom nu de keuze voor afsplitsing. WH management had ook hier aangegeven dat dit niet zou kunnen maar wij menen ook hier weer dat waar een wil is, een weg is. In bijlage hebben we drie scenario's uitgewerkt met als basisvraag: hoeveel van de ontwikkeling moet worden verkocht om de LTV dusdanig te doen dalen dat afsplitsing van WHBelgië naar de aandeelhouders mogelijk wordt. Deze berekeningen moeten naderhand worden aangepast nav. de berekende ontwikkelings-kosten en -opbrengsten. Wat duidelijk wordt: zeer doenbaar.

En opnieuw: de enorme impact op de waarde van WH indien vanuit de schaarse variabele locatie derhalve ruimtemaximalisatie wordt gedacht. In het scenario van zelfs maar “een extra verdieping”, en ondanks een levensbedreigende maar mede door “Covid-19” hoge 15% afwaardering door taxateurs (LTV \downarrow 60%), hoeft maar 370 mln euro van de Nederlandse ruimte te worden verkocht om de WH groep LTV op 39% te krijgen. Ondanks uitkering van WHB aandelen aan WH aandeelhouders.

Dorpsplein strategie vs. LifeCentral

U merkt dat onze strategie lijnrecht tegenover de huidige staat. Zo hoeft WH niet haar Franse activa te verkopen op de bodem van de markt om op korte termijn te overleven. Er wordt daarvoor tijd gemaakt, dat wordt stap 3 ipv. 1. Hoeft het niet over te gaan tot opvulling van de ruimte via te goedkope huurders, de neergaande spiraal versterkend.

Van onze contacten hebben we geleerd dat in de projectontwikkeling een eerste horde de gemeente is. Die zijn huiverig voor de “snelle vastgoedjongens”. Ervaring is echter dat

daarna zij juist het meest enthousiast wordt en soms zelfs afgeremd moet worden. Doe uzelf een plezier en rij rond middernacht naar de parkeerplaats van zo'n winkelcentrum. Na daar een korte tijd te hebben gestaan realiseert u zich dat deze betonnen vlakke en doos dan desolaat aanvoelen. Lang zult u niet blijven. En dat is het centrum van de gemeenschap, het dorpsplein. U zult dan pas echt voelen dat dit niet toekomstbestendig meer is, waarom het stadsbestuur vragende partij wordt.

Met onze strategie krijg je daar wel een dorpsplein gevoel. Wanneer 's avonds de winkels en kantoren, en dus de parkeerplaats, leegstromen, komen de mensen die daar wonen thuis en vullen het weer op. Er is continue leven, er is een gemeenschapsgevoel in het centrum. De parkeerruimte kan worden weggewerkt onder een gebouw: "intensief gebruik". Dat is wat de omgeving en dus de markt wil. Dit alles is ons bevestigd, in dat jargon, door een ervaren ambtenaar van de desbetreffende afdeling van een grote stad.

Maar we hebben ook van de mensen in praktijk, die gewerkt hebben met WH, geleerd dat winkelbeleggers zoals WH niet zo denken. Zij zitten in de tunnelvisie van winkelruimte. Ook de ideeën daar vandaag geboren voor de bestaande winkels worden aan de vastgoedjongens uitbesteed voor uitvoering. De afstand met de praktijk is groot. "Out of the winkeldoos" denken doen maar weinige vastgoedjongens.

Wij hopen dat management nu niet weer stap voor stap uiteindelijk toch delen overneemt, zoals ook bij onze strategie Vision 20-20. Zoals al eerder betoogd in onze open brieven en 1-pagers, WH heeft een houdbaar verdienmodel: van oppervlakkige mono- naar intensieve multi-functionele ruimte maximalisatie (jaja. . .) oftewel een dorpsplein. Geen dure vermoeiende sprintjes meer voor ons kind aub. . .

Wij hebben alles samengevat op de overzichtelijke cover op p.1. WH's consultants zullen trots op ons zijn.

The Third Way..
19 juli, 2020

Hieronder de bijlages:

1. Juridisch advies Loyens & Loeff mbt. Ontwikkeling vs. FBI status
2. De 1-pagers: de probleemduidingen

3. Berekeningen mbt. afsplitsing WHBelgie
4. Berekeningen van Ontwikkelingsopbrengsten
5. Presentatie Vision 20-20 op beleggingsplatform IEX: 333% meer rendement bij... minder risico
6. Vision 20-20 in de traditionele media: reactie Financieel Dagblad
7. Tweede open brief over de LifeCentral strategie: gebaseerd op vastgoedspeculatie
8. De AvA 2020

Naschrift: indien u geïnteresseerd bent in de bijlages en meer, hieronder de link naar de oorspronkelijke publicatie waar u die kunt vinden:

TTW: Wereldhave Dorpsplein | IEX.nl

6

Een vergelijking in de praktijk: wederom Hoofddorp

Na de nog wat generieke behandeling in het vorige hoofdstuk, laten we nu een vergelijking maken in de praktijk tussen aan de ene kant de ombouw van een winkelcentrum en aan de andere kant een herontwikkeling tot woningen, in Hoofddorp naast elkaar uitgevoerd. U herinnert zich nog het hoofdstuk in boekdeel IIIB over de ombouw. Al eerder citeerde ik daar de uitspraak van Wereldhave in de pers met betrekking tot de overvloedige ruimte op deze naar plaatselijke normen toplocatie: *"Het voelt nu als een stationshal. Hoog, breed en winderig"*. Nogmaals de impressie van het centrum:



Figure 6.1: Bron: Wereldhave

Investeren in de ontwikkeling naar residentieel

Contrasteert u dat met letterlijk op loopafstand de recent gestarte herontwikkeling van kantoren naar een residentiele wijk. Van de website:

“Een hypermodern stedelijk gebied onder de rook van Amsterdam. In deze architectonisch, duurzaam en autoluwe stadswijk in Hoofddorp komen meer dan 3.800 luxe appartementen en studio's.

Hyde Park is gelegen naast een uniek stadspark. De brede boulevards met restaurants, riante binnentuinen en zonovergoten dakterrassen zorgen voor rust en genot. Een totaal nieuw concept, waar jong en oud, singles, stellen en gezinnen zich op hun gemak voelen. Een nieuw thuis.”



Figure 6.2: Bron: Snippe Projecten

Prijzen beginnen bij 5.500 euro per vierkante meter, geschat bijna het dubbele van de winkels in het winkelcentrum. Dat is op zich al merkwaardig. Niet alleen liggen de winkels wel in het stadscentrum, winkelruimte is normaliter sowieso al veel duurder.

Maar dat zegt nog niets met betrekking tot de vergelijking. Zie het winkelcentrum met de zeer hoge hal. De ombouw wordt uitgevoerd zonder de intentionele ruimtebeperkingen op te heffen, eerder omgekeerd. Verder is er momenteel nauwelijks een volwaardige verdieping. Bij de ontwikkeling tot appartementen daarentegen wordt compact en tot 45 meter hoog gebouwd, tot twaalf verdiepingen. Zie daar bovenop ook de brede passages tussen de winkels.

Met de dubbele huurprijzen, verdiepingen en passages zitten er afdoende te vermenigvuldigen multipliers op om samen met de man erachter te gaan dromen. Want werd er bij de presentatie van zijn visie nog sceptisch gereageerd door de experts, zoals bedenker Andre Snippe het zelf noemt was er na de realisatie van zijn “droom naar daad” een run op de appartementen.

Het dorpsplein gevoel noemden wij het: *“Woon, Werk en Winkel komen er samen”*. De overeenkomsten en mogelijkheden zijn in de praktijk duidelijk. Risicovol dromen en investeren in een groeimarkt en een krimpmarkt, in Hoofddorp naast elkaar uitgevoerd.

7

Daar gaat ook de upside

Zoals eerder gezegd verschijnt dan medio 2020 de presentatie van de halfjaarcijfers van Wereldhave. Daar wordt voor het eerst uitvoerig ingegaan op het ombouwen tot woningen, weliswaar met meer detail en minder context. Laat ik dat toelichten en uitwerken.

In het voorgaande hoofdstuk gaven we aan dat we uiteraard niet het effect van de dorpsplein strategie tot in detail konden uitwerken. Wij hebben niet met ontwikkelaars om de tafel kunnen zitten op basis van de exacte details. Nu dat Wereldhave in de presentatie cijfers geeft, konden wij echter ook gaan rekenen.

Meteen wordt duidelijk dat de bouw van residentieel, tot woningen, inderdaad zeer lucratief is. Wereldhave bevestigt hiermee dat dit veel meer oplevert dan haar bestaande winkelmeters. Zowel volgens de taxateur als uiteraard nu ook de markt, de praktijk.

De toren zit in de tunnel

De context wordt echter niet verder bekeken. Beter gezegd, Wereldhave kijkt nog steeds als alleen een winkelverhuurder naar het residentieel: hoe kan de opbrengst van de bouw van woningen de investeringen in de overgebleven winkelmeters rechtvaardigen?

Met referentie naar het plaatje verderop, door de verkoop van het ontwikkelingspotentieel op residentieel wordt bijvoorbeeld in Leiderdorp het tekort aan rendement op het winkelgedeelte aangevuld.

Die verkoop levert trouwens een eenmalige opbrengst op, het lage rendement op het winkelgedeelte wordt maar weinig beïnvloed. Wilt u met mij wedden over hoe er bij een volgende ronde naar dat nog steeds lage rendement op het winkelgedeelte wordt gekeken? Indien het weer eenzelfde soort strategie wordt, zet ik in op te laag: verkopen. U?

Want dit alles wordt nog steeds gedaan zonder de fundamentele vraag te beantwoorden waardoor dat lage rendement op die winkels veroorzaakt wordt, zonder er een oplossing voor te zoeken. De bouw van residentieel is een middel, een bijzaak met beperkingen. De winkelmeters zijn het doel, een vaststaand gegeven. De bril van de expert met de tunnelvisie.

Bezie bijvoorbeeld de volgende slide uit de H1 2020 presentatie, het toont aan dat er in dit geval in Leiderdorp niet veel meer wordt gedaan dan onbenutte ruimte verkopen.

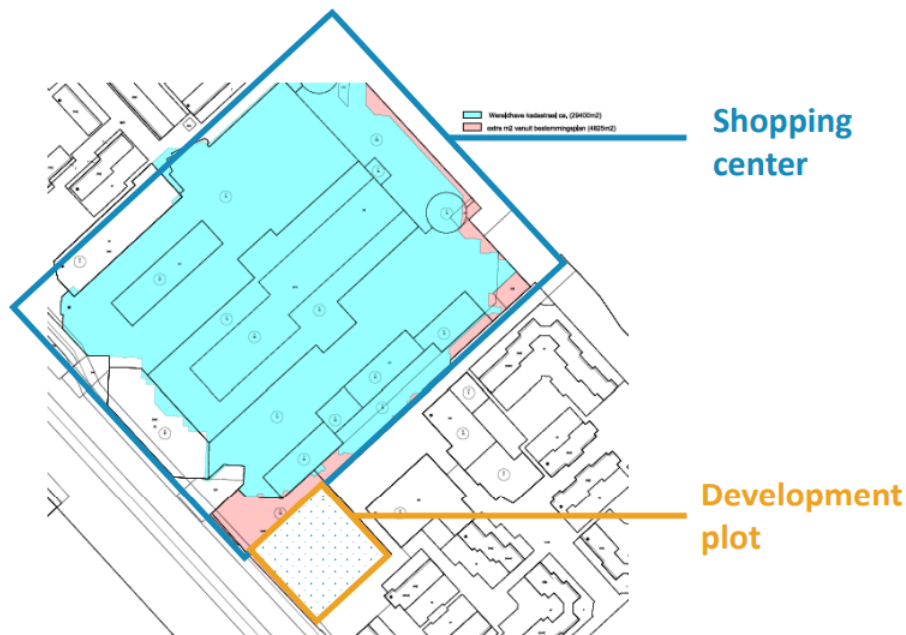


Figure 7.7: Bron: Wereldhave

Er wordt met andere woorden niet gekeken naar wat de meest gewenste bestemming van haar locaties in het geheel zou zijn, de bril van de ondernemer die om zich heen en omhoog kijkt.

Er zou liever tijd moeten worden gemaakt om dit optimaal uit te werken zonder tijdsdruk, zonder die 'sense of urgency' geduid in een eerder hoofdstuk.

De eerste reacties op onze publicatie en naderhand op onze berekeningen zijn dus positief. Sommige experts plaatsen zoals verwacht nog steeds kanttekeningen bij onze blue sky gedachte, maar wel al heel wat minder dan de conventionele 99% (grapje). Er klinkt ook steeds meer respect en zelfs instemming onder hen.

Nog iets anders. Onze berekeningen lieten ook zien dat door de uitbesteding van de ontwikkeling een zeer groot gedeelte van de winst naar derden gaat.

Dit wordt later in de praktijk gevalideerd.

8

Validatie in praktijk

Maanden na onze publicatie en berekeningen van de ontwikkelingsmogelijkheden doet Wereldhave het merendeel van haar te koop staande Nederlandse centra dan helaas toch van de hand, zoals uitvoerig beschreven in Deel II.

Wat ik u nog niet vertelde, die verkopen zijn ook aan tussenhandelaren met een reukje, die zo snel mogelijk willen doorverkopen, maar opvallend vooral aan ontwikkelaars en partijen die bij de aankoop melden dat ze met de ontwikkeling tot residentieel aan de slag gaan.

Ideaal voor ontwikkeling

Als illustratief voorbeeld de verkoop van winkelcentrum Etten-Leur, uitvoerig besproken in het hoofdstuk "Een koningsdrama te Maassluis". De opkoper is een kleinere partij: Unifore. Het is een privé onderneming zonder veel financiële flexibiliteit, in ieder geval veel minder dan Wereldhave zelf. Het presenteert zich als een investeerder die gaat voor waarde creatie in combinatie met bescherming tegen verliezen, kortom lange termijn investeringen met weinig risico. Desondanks is het overduidelijk met zijn bedoelingen bij de aankoop, het gaat ontwikkelen:

"It is the ambition of the new owner to give WC Etten-Leur a new impulse'...

'In view of the great need for new (care) homes in Etten-Leur and the fact that the current buildings are ideal for a partial redevelopment. In short, major plans that the new owner wants to realize...'

U las het goed: 'ideal.' Nu hoort u het voor de eerste keer ook van een ander: het is zelfs ideaal voor ontwikkeling tot residentieel.

Reputatie van de ontwikkelaars

Om niet alleen in de nadruk op de ontwikkelingsmogelijkheden zelf te leggen, laat ik u ook wijzen op de reputatie van sommige van die opkopers, die ontwikkelaars. Zo zitten er onder die kopers in Nederland en Frankrijk respectievelijk beursgenoteerde ondernemingen HAL Trust en Vinci.

Zeer goede namen, boven elke twijfel verheven.

Mag het een onsje minder zijn?

Maar laten we ook samen kijken naar hoe Wereldhave zelf omgaat met die gedeeltelijke ontwikkeling bij de niet verkochte centra. We bekeken al eerder in het vorige hoofdstuk de beperkte ontwikkeling in Leiderdorp. Nu is het de beurt aan de andere veel grotere ontwikkeling die aangekondigd werd in juli 2020.

In Arnhem gaat Wereldhave haar winkelcentrum gedeeltelijk laten ontwikkelen tot residentieel door het Nederlandse Amvest. Onder de bekende zelfopgelegde tijdsdruk verkoopt het zelfs het opstalrecht, zo komt het geld eerder bij haar binnen. Een te groot gedeelte van de winst gaat zo hier ook naar die ontwikkelaar, dat geeft Wereldhave zelf ook toe. Het beweert niet anders te kunnen door de financiële druk ontstaan sinds de aankondiging van de nieuwe strategie.

Maar er is meer aan de hand. Bij haar presentatie van de halfjaarlijkse cijfers 2020 kondigt Wereldhave aan dat er 500-700 woningen zullen worden neergezet. Dat aantal woningen

is echter weinig gezien de mogelijkheden die dit centrum biedt.

Zie hieronder een foto van dat centrum en oordeelt u zelf. Er zijn afdoende mogelijkheden om heel veel meer te doen met deze enorme platte doos, zeker wanneer u het vergelijkt met de gebouwen met twaalf verdiepingen eromheen.



Figure 8.4: Bron: Wereldhave

Niet alleen wordt zo de ontwikkelingswinst voor een groot gedeelte weggegeven aan het bekende Nederlandse ontwikkelingsbedrijf, maar zo ligt weer de nadruk op behoud van de winkelruimte in de plaats van de veel lucratievere woningen. Dat laatste is deze keer niet alleen maar mijn becijfering, Wereldhave stelt hier zelf dat die ontwikkeling veel meer opbrengt, zo'n twee keer wat de huidige winkelruimte waard is volgens de markt.

En de uitsmijter? Volgens de experts is ontwikkeling een stroperig proces, de gemeentelijke molen draait langzaam. Gezien de lokale woningnood had de gemeente echter al veel langer in haar plannen staan dat er in Kronenburg meer dan 1.000 woningen gebouwd mogen, beter gezegd: moeten, worden. Dus tot 100% meer dan de

plannen die Wereldhave bij de gemeente had ingeleverd.

Na het indienen van de plannen in juli 2021, op de website van de gemeente:

“In de visie staat ook het voornemen om meer soorten woningen te realiseren in Kronenburg. De woningen komen voornamelijk op plekken die nu ook al bebouwd zijn: op en tegen het winkelcentrum en waar nu (leegstaande) kantoorpanden staan. In totaal gaat het om circa 1.100 nieuwe woningen.”

Conclusie: validatie van onze visie

Conclusie is derhalve niet alleen dat die verkopen onder stap 1 de genoemde megaverliezen hebben opgeleverd, maar ook onzichtbaar in die cijfers is daar bovenop de upside weggegeven, de ontwikkelingswinsten. Niet alleen aan opkopers, maar dus ook door bij de eigen projecten maar mondjesmaat en met die derden te ontwikkelen.

Ons mantra “Niet interen maar ontwikkelen” is na de verkopen niet meer af te doen als een interessante theorie, maar is nu meerdere malen keihard gevalideerd.

In dit hoofdstuk ten eerste door het “ideale” voorbeeld van een opkoper in de praktijk, ten tweede door de reputatie van de beursgenoteerde internationale opkopers die boven elke twijfel verheven is, en ten derde door wat Wereldhave zelf doet bij een praktijkvoorbeeld. Daarbij via de verkoop van opstalrecht een groot deel van de ontwikkelingswinst weggevend.

De ideale optelsom

Nu we het toch weer over weggeven hebben net zoals aan het einde van deel II, de winsten voor de opkopers worden zo wel heel erg hoog. We zagen daar eerder dat de opkopers voor minder dan de helft van de waarde de winkelcentra van Wereldhave kochten, centra die Wereldhave tussen de 5% en 6% rendement gaven.

Beeldt u zich nu in dat u bijvoorbeeld de opkoper van Etten-Leur bent, het winkelcentrum dat we samen uitgebreid analyseerden. Onmiddellijk heeft u een superrendement van geschat 11%. En dan kunt u daar bovenop meetellen de opbrengsten van die “ideale” ontwikkeling.

Door deze bril gezien heeft de opkoper van het recent herontwikkelde De Koningshoek pech, die krijgt geschat ook 11% per jaar maar zonder die upside. Toegegeven, het was weliswaar genomineerd als het beste winkelcentrum van Nederland. Maar gezien de omstandigheden.

9

Wil de expert er een miljard bij?

Zoals u hebt kunnen lezen, we hebben dan toch onze nek uitgestoken en een visie gegeven die zonder twijfel toekomstbestendig is, daar is weinig twijfel over. Maar hoe is het ook operationeel haalbaar?

Naar de woontorens zal een enorme vraag zijn dankzij het huidige woongebrek en torenhoge prijzen. De experts zullen aan de slag moeten gaan met de operationele details, zowel de administratie als de commercie van het 1 miljoen is cool verhaal.

Maar ook voor hen is duidelijk dat op woningen wel een duidelijke opbrengst te plakken is, zo goed als vanaf de eerste dag. Prijzen van woningen zijn makkelijker te zetten, de markt is ook veel meer liquide. Dat weten alle partijen inclusief degenen die het moeten gaan financieren. Vanuit 1 miljoen redeneren maakt het een stuk overzichtelijker.

Bij woningbouw is het zo dat de consument vanaf de eerste dag niet alleen meefinanciert, maar mee in het bad zit. De ontwikkelaar moet derhalve de verkoop vanaf de eerste dag zo zeker mogelijk stellen, dat mag in deze markt geen onoverkomelijke uitdaging zijn. Gezien de meerwaarde zijn de risico's trouwens goed te overzien, goed te mitigeren.

Tijd staat goedkoop te koop

Zoals uitgelegd, door de keuze voor ontwikkeling moet er ook tijd worden gekocht. Er zijn genoeg belanghebbenden die hun mening willen laten horen en daar zal aandacht voor moeten worden gemaakt. Het staat echter buiten kijf dat tijd een operationele kwestie is, die bij de huidige lage rentevoeten veel minder duur is. Middels onze “Van Wereldhave naar dorpsplein” uitleg zag u hoe, zowel financieel als juridisch.

Het einddoel is maatschappelijk uiterst wenselijk. We zien het al steeds meer gebeuren in vele steden in Nederland. De gemeentelijke besturen zijn vragende partij. We zagen ook al dat in de praktijk gereputeerde partijen, de opkopers van de verkochte centra, er in geloven. Het daadwerkelijk doen.

En doen we het niet, dan praten we er bij de volgende investeringsronde toch samen weer over met Wereldhave, dat bedrijf in levensfase 5 of 6 naargelang uw keuze? Professor Damodaran staat ons dan weer bij. Maar mag het dan noodgedwongen ook best wel weer iets kosten in de plaats van opbrengen? Hopelijk dan wel iets minder dan een miljard euro.

Want vergeet niet, zoals aan het begin van dit ‘blue sky’ deel al gesteld, omdat op de meeste Nederlandse locaties van Wereldhave residentieel vastgoed al meer waard is dan winkelvastgoed, de point of no return is eigenlijk al lang gepasseerd. Zeg ik niet alleen, zegt ook investeringsbank UBS, zegt in navolging ook Wereldhave zelf. En de woningnood blijft groeien, en de winkelmarkt van Wereldhave blijft krimpen, dat is ook een consensus. . .

“Negeer je leeftijd op eigen risico” benoemden we een hoofdstuk.

10

Brief aan Aat

Nu dat we aan het eind van dit deel zijn, onze positieve bijdrage aan de discussie hebben uitgelegd, nog even een afsluitend en samenvattend uitstapje.

Een nevenvraag die namelijk blijft hangen is, waarom zien we nog geen reacties van grootaandeelhouder van Herk? Waarom horen de overige aandeelhouders niets van deze self-made wat schuwe vastgoedmiljardair, de nummer 11 op de Quote-500 lijst van rijksten van Nederland, wiens eigen residentie aan het meer van Lugano in Zwitserland is?

In een eerder hoofdstuk las u al over zijn formeel 15% aandelenbezit van Wereldhave dat even later 20% bleek te worden. Verder meldde dat hoofdstuk ook dat de CEO en van Herk maandelijks een persoonlijk gesprek hebben. Op zich niets mis mee, andere aandeelhouders mogen wel hopen dat die gesprekken genotuleerd worden.

Er zijn wat onbewezen insinuaties geweest aan zijn adres, waarschijnlijk voornamelijk doordat het vastgoedwereldje zo klein en wat ondoorzichtig is, met veel verbindingen tussen de spelers.

Ten eerste, zie bijvoorbeeld het kleine Kempen, na de deconfiture van SNS Bouwfonds de enige vastgoedspeler van belang in de Nederlandse bankensector. Daarvan afkomstig is van Herk's voormalige Investment Manager en tegenwoordig adviseur, via zijn BV Exponential, Dharminder Chahal. Quote noemde hem van Herk's rechterhand. Zo ook Herman van Everdingen, voormalig commissaris en later ook de interim-CEO van

Wereldhave. Daarop volgend weer de aanstelling van de voormalige Kempen analist als de huidige CEO Matthijs Storm. Kempen is nu een onderdeel van de private Nederlandse bank van Lanschot Kempen.

Ten tweede, van Herk is de belangrijkste aandeelhouder in alle drie genoemde beursgenoteerde winkelvastgoed fondsen: Wereldhave, Eurocommercial en Vastned. Op al de drie investeringen staat hij hoogstwaarschijnlijk fors in het rood, ondanks zijn kunde en dominante posities.

Ten derde zijn er de verkopen van Wereldhave en voorheen van Vastned, bij diens herstructurering, ook aan de op een na grootste vastgoedmiljardair, Harry Hilders. Deze heeft een reukje door zijn betrokkenheid bij de vastgoedfraude bij het pensioenfonds van Philips. Dat kocht hij af bij het OM met een schikking van 40 miljoen euro.

Ten vierde, de draaideuren. We hebben het al gehad over de spelers afkomstig van Kempen. Opvallend is zo ook recentelijk de aanstelling bij een vehikel van Harry Hilders, van de net daarvoor vertrokken CEO van Vastned. Die overzag voorheen de verkopen van Vastned aan zijn toekomstige werkgever.

Deze CEO vertrok bij Vastned na zware kritiek van van Herk. De VEB plaatste bij zijn kritiek in een vergelijkend artikel met Wereldhave gedateerd 30 juli 2020 kanttekeningen en ging een stap verder:

“Maar je zou kunnen stellen dat Wereldhave de laatste tien jaar een beetje de weg heeft bewandeld die Vastned wellicht stond te wachten als het niet had gekozen in hoogwaardiger vastgoed te beleggen.”

Tenslotte, van Herk schoot niet in actie tegen de enorme bonussen voor het Wereldhave management, zoals u later gaat lezen.

Het volgende stuk is de integrale brief. De afsluiting van onze analyse, van dit Deel IV.

6 augustus, 2020

Geachte Heer van Herk, beste Aat,

De eerste aanspreekvorm is uit beleefdheid, de tweede uit respect. Vol bewondering kijken wij op naar jou, hoe jij via keihard werken en intelligent ondernemen een fortuin hebt opgebouwd. Een prachtige historiek. Voor ons de kleine beleggers ben jij een voorbeeld.

Heel misschien heb je over ons gehoord, de TTW groep. Een spontaan via social media ontstane groep beleggers in Wereldhave. Het afgelopen half jaar hebben we de gang van zaken zorgvuldig bestudeerd. Onze strategie zal veel meer dan de huidige opleveren voor de aandeelhouders. Onder deze brief een link naar de publicatie.

Ouderwetse doos

Maar sta ons toe ons boerenverstand direct tot je te laten spreken. Die ouderwetse dozen van WH passen toch niet meer op de beste locaties van Nederlandse steden, hoogstens zoals ECP erbuiten?

Een blik op de foto hieronder van winkelcentrum Kronenbrug zegt al genoeg, zelfs al zit die niet in onze top tien van beste locaties. Hoeveel ruimte het inneemt, hoe het detoneert met de ook niet zo nieuwe buurt er omheen:



Erger nog, de locaties er omheen zijn per m² meer waard ondanks hun woonbestemming, de wereld op zijn kop! Van vlakbij jouw residentie stelt nu ook investeringsbank UBS dat ombouw meer oplevert. Volgens WH management zelf 1.5x meer dan de boekwaarde. En omdat wij wel inzetten op ruimtemaximalisatie, derhalve rekenen met twaalf verdiepingen net zoals die flats er omheen, volgens ons zelfs tot... 20x meer.

WH lonkt graag met haar groene agenda, maar laten we open naar elkaar zijn. Dat dak volgooien met zonnepanelen is publiekelijk slim, lovenswaardig en brengt op, maar is nou ook weer niet wereldschokkend. Met die gouden ring om wordt de aap niet...

Niet weer interen...

Interen zoals nu is geen optie. Het huidige plan voorziet om maar liefst 56% van het vastgoed aan veel te lage prijzen te verkopen, waarbij winsten voor een groot gedeelte naar derden gaan, en de opbrengsten toch weer in die dan verkleinde dozen worden

gestopt. Die dozen die dus boekhoudkundig minder waard zijn dan het residentieel er omheen.

Het plan voorziet desondanks dat de huurinkomsten per m2... dalen. We hoeven het eindresultaat niet voor te rekenen, dat verandert niet, want dat kan niet. De markt cq. de beurs waardeert het al op nul euro. Derhalve staan wij voor: niet interen maar ontwikkelen.

We denken namelijk dat het onvermijdelijk is om niet meer vanuit overvloedige winkelmeters te denken, en zoals nu ontwikkeling als een bijzaak te beschouwen om de winkelruimte in leven te houden.

... maar ontwikkelen

Integendeel, we denken juist vanuit de locaties. Een tiental van de centra ligt immers op het meest centrale, het best bereikbare, stukje grond van die steden, en die op hun beurt vaak weer vlakbij de grootste steden. Vanuit die schaarste denkend zijn de mogelijkheden ongekend. We schatten dat 50-75% kan worden ontwikkeld tot woon- en kantoorloft voor bv. forensen, zorgcentra, hotels, en ook winkels, etc.. Multifunctionele ruimtemaximalisatie in het jargon, maar dat ken je als de beste. Daarom is het nu tijd om in actie te komen voordat het interen versnelt, de activa verdwijnen uit onze gezamenlijke portefeuille. In plaats van steeds meer interen op het winkelvastgoed, waarom er niet "ook" een ontwikkelingsbedrijf van maken?

Ruimtemaximalisatie

Via ruimtemaximalisatie, denk niet alleen aan die twaalf verdiepingen maar ook aan de P-plaatsen, en meerdere bestemmingen zit er ook nog eens een enorme multiplier op de boekwaarde. Zie boven die 20x; vraag aub je team om zo de waarde van Wereldhave Nederland te berekenen. Van huidig "oppervlakkig mono gebruik" naar "intensieve multi-functionele ruimtemaximalisatie."

Gedeelde trots

Aat, zoals aan het begin gesteld: je bent al beroemd bij ondernemers en beleggers. Al die centrale locaties waar de dozen staan, laten we daar de trots van al die middelgrote steden van maken. Niet alleen de markt wil dat, de lokale leefomgeving wil het, men zal je intens dankbaar zijn. We weten niet of je nog de vaderlandse pers volgt, maar de besturen vragen er zelfs publiekelijk om! En zo kun je door heel Nederland een erfenis opbouwen waar jij nog heel veel langer om bewonderd zult worden, door heel veel meer mensen dan alleen ondernemers, dan alleen ons kleine beleggers.

Heel graag bespreken we dit met jou, lichten wij dit toe, we hebben het uitgewerkt. En omdat we maar kleine luyden zijn, zoveel van de upside hoef je echt niet met ons te delen...

Mvg,
TTW...

Deel V

Over Veel Vergaderen, Welverdiende Bonussen, een Tennisclub en de Laatste Aandeelhoudersvergadering

1

Hoe je het probleem oplost? Met heel veel vergaderen

Inleiding

In de vorige delen hebben we de problematiek uit de doeken gedaan. Hoe stap 1, de verkopen, mislukte en onvoorstelbare verliezen opleverde. De vergelijking met de concurrentie toonde aan hoe bizar dit allemaal is.

Ook duiden we hoe de plannen voor stap 2, de nieuwe investeringsronde “vaag” waren, om weer de benoeming van de bank DeGroof Petercam te lenen. De daarop gebaseerde modelletjes en berekeningen leken geleerd, maar waren nog steeds gebaseerd op die vage plannen. Dus garbage in, garbage out. Daarbovenop, de eerdere afwaarderingen werden niet meegenomen in de modelletjes terwijl de daarop volgende theoretische opwaarderingen juist die als basis hadden. Tenslotte, de nieuwe strategie is eigenlijk een voortzetting van de bestaande, op basis waarvan nu net de dramatische kosten van 1 miljard euro onder stap 1 zijn veroorzaakt.

In dit laatste deel gaan we in op een paar gebeurtenissen, gespreid over de tijd. Doel hiervan is om ons gevoel weer te geven, hoe we erin zaten, hoe onze gedachten evolueerden. En ook hoe ons verhaal zo natuurlijk bijna eindigt bij de laatste aandeelhoudersvergadering die uitliep op een pijnlijke confrontatie

De AvA april 2020

Het moet gezegd worden, de raad van bestuur en met name de nieuwe CEO hebben geen geluk gehad met de overval door de corona crisis. Als voormalig leider van een analisten team maakte dit de nieuwe uitdaging van bestuursvoorzitter van een beursgenoteerd bedrijf wel een heel grote stap.

Daarom nu even een stap terug in de tijd om in te zoomen op dit specifieke probleem. We gaan naar de aandeelhoudersvergadering van begin 2020. Die viel tussen enerzijds de eerste twee open brieven en de eerste vergadering met de raad van bestuur, en anderzijds daarna veel later de verkopen. U weet wellicht nog, die aandeelhoudersvergadering waar de raad van bestuur vooraf alles aan deed om ons te neutraliseren door ons niet een agendapunt te gunnen.

Wij hadden voor die virtuele aandeelhoudersvergadering onze vragen ingediend. Keurig schriftelijk vooraf, zo ging dat tijdens de lockdowns.

Wij hadden op basis van de uitdagingen waar de onderneming voor stond, ook door de corona crisis die de sector hard raakte, opgemerkt dat de raad van bestuur hulp behoefde. Naast de CEO is er alleen maar een CFO in de raad van bestuur, ook een relatief vrij jonge vent.

Uiterst politiek correct, zoals u ons kent, stelden wij eerst vast dat er feitelijk geen ervaring was in de raad van bestuur met crises en daarom stelden wij niet voor dat er iemand werd vervangen maar dat er iemand werd toegevoegd aan de raad van bestuur met wel die ervaring. Kortom, iemand met grijs haar erbij.

Een elegante oplossing voor het bestuursprobleem, want de overtuiging was er inmiddels dat de raad van bestuur versterking behoefde, en zo was er geen gezichtsverlies voor het zittende bestuur. Uiteraard, het bekende refrein, het werd afgewezen.

De rol van de RvC

Dat nam niet weg dat deze onverantwoorde situatie persisteerde. Hoe hiermee om te gaan? De verantwoordelijkheid hiervoor ligt formeel bij de Raad van Commissarissen. Een van diens primaire taken is om ervoor te zorgen dat er een raad van bestuur zit die autonoom het bedrijf kan leiden. Met de nadruk op autonoom.

Het is uitdrukkelijk niet diens taak om mee te managen, om op de stoel van het management te gaan zitten. Een tweede probleem is namelijk dat hierdoor de toezichthoudende rol, die afstand tot elkaar inhoudt, zo in gevaar komt. Hoe kun je beoordelen wanneer je medeverantwoordelijkheid gaat dragen?

Vergaderen: controle

Indachtig de problematiek van de raad van bestuur hebben we hier naderhand einde 2020 en begin 2021 weer meermaals vragen over gesteld aan het management. Totdat ons in april 2021 werd verteld dat er gedurende 2020 elke 11-12 dagen formeel met full quorum door de raden van bestuur en commissarissen samen werd vergaderd. Dus in totaal dertig keer vergaderen. Dat is veel te veel voor zo'n klein bedrijf, zo'n small cap met zo'n overzichtelijke bedrijfsvoering.

Ter vergelijking, het is zo dat bij kleinere ondernemingen de raad van commissarissen zo'n zes keer per jaar formeel met het bestuur vergadert, bij complexe bedrijven tot twaalf keer. In coronatijd zal dat fors oplopen. Maar zoveel bij zo'n klein en overzichtelijk bedrijf met ook nog eens formele managementlagen per land?

Reden? "Om de jonge raad van bestuur te coachen." Kortom, het ruikt er heel erg naar dat de raad van commissarissen de grijze haren zelf heeft toegevoegd aan het bestuur.

Weer zijn we zoals u gewend bent politiek correct: het is allemaal op het randje.

2

Een welverdiende bonus

Volgende opvallende gebeurtenis.

Nu stelt u zich wellicht de vraag na alle ellende, hoe zit het met de beloning van die jonge raad van bestuur die voor dit alles de verantwoordelijkheid draagt? Laat ik dit delicate onderwerp eerst wat omzichtig inleiden.

De heer Maersk Moller, eigenaar en bestuursvoorzitter van de grootste container rederij ter wereld, het Deense Maersk, paraphraseerde ooit op een mooie manier het arbeidsethos van het volk: wat hebben we het toch goed, we verdienen het!

De dubbele betekenis van het woord verdienen moge duidelijk zijn, we hebben onze welvaart verkregen doordat we er continue hard voor werken. Mijn Deense ondernemende schoonvader bezigde die uitspraak vaak en graag, vooral laat na een uitgebreide maaltijd met geliefden.

We hebben in de vorige delen gezien dat het eufemistisch nou niet heel goed ging met verdienen bij Wereldhave. Tenminste, dat geldt voor de aandeelhouders, veelal die kleine particulieren, de keurige families beschreven in het hoofdstuk "Een koningsdrama te Maassluis. Maar hoe verging het de raad van bestuur, bestaande uit de CEO en de CFO?

Totaal inkomen:

De vorige CEO Dirk Anbeek

2017: 0.7 mln

2018: 0.8 mln

2019: overgangsjaar na onverwacht vertrek Anbeek

CEO Matthijs Storm

2020: 1.2 mln (+47% t.o.v. vorige CEO)

CFO Dennis de Vreede

2018: 0.4 mln

2019: 0.6 mln

2020: 1.2 mln (+55% t.o.v. vorig jaar)

U ziet, beide heren genieten in crisistijd een pakket dat ongeveer de helft hoger ligt dan net ervoor, wat ook al relatief hoog was. Vergeet daarbij niet, ook ten opzichte van collega's verdienden de bestuurders van deze relatief kleine beurslieveling fors meer. Zo kreeg in 2020 de CEO van collega onderneming Vastned 0.47 miljoen, de CFO ontving 0.34 miljoen euro. De Wereldhave heren "verdienden" dus zo'n tweeënhalf keer wat hun collega's kregen.

Een klein detail daarbij is dan wel dat de heren tijdens de corona crisis hun goede kant hebben laten zien en enkele maanden ook een gedeelte van hun salaris hebben ingeleverd. Weliswaar als een van de laatsten, na wat aandringen.

Wij schatten toen in dat deze genereuze actie ongeveer 3% op hun totaalpakket zou uitmaken. Niet moeilijk voorspelbaar, dat kwam uit.

Wij wezen de raad van commissarissen het jaar ervoor tijdens de aandeelhoudersvergadering al op het feit dat de bonussen excessief zouden worden. Niet moeilijk voorspelbaar, dat kwam uit.

Maar zo mogelijk nog belangrijker, we stelden vast dat die zo werden berekend dat ze niet in lijn zouden staan met de belangen van de aandeelhouders. U zag het uitkomen,

megaverliezen voor de aandeelhouders, megawinsten voor de twee heren. Niet moeilijk voorspelbaar, dat kwam uit.

De VEB deed bij de aandeelhoudersvergadering 2021 een oproep aan de raad van commissarissen om in te grijpen middels de hen beschikbare instrumenten. Niet moeilijk voorspelbaar, dat gebeurde niet.

In coronatijd terwijl alle stakeholders fors moeten inleveren gebeurt ook dit nog. Vergeet vooral niet de klanten van Wereldhave: de keihard geraakte winkeliers.

Tijdens stap 1, waarbij de verkopen faliekant mislukken en de aandeelhouders worden opgezadeld met een kostenplaatje van meer dan 1 miljard euro, meer dan 50% aandeelhouderswaarde werd vernietigd, gunt het zichzelf een verhoging van 50%.

We noemden het Wereldvreemd.

3

De toegevoegde waarde van een aandeelhoudersvergadering

Een consensus: we vinden het maar niets

In de vorige delen heeft u kunnen lezen hoe na een decennium van neergang de nieuwste strategie wellicht de meeste weerstand oproep. Wanneer u bijvoorbeeld op de site [Guruwatch Wereldhave - Aandeel advies | Guruwatch.nl](https://www.guruwatch.nl) naar de adviezen gaat kijken die analisten hebben afgegeven, dan ziet u dat het laatste positieve advies dateert van oktober 2019, een paar maanden voordat de nieuwe strategie werd aangekondigd en het aandeel in een nieuwe vrije val terecht kwam.

Over de mening van de aandeelhouders, via de beurskoers, hebben we het al gehad, zo ook over het feit dat Wereldhave al sinds zeer lange tijd het meeste geshorte aandeel is op de Nederlandse beurs.

De Vereniging van Effecten Bezitters VEB geeft al jaren geen decharge meer aan de Raad van Commissarissen, heeft zelfs openlijk de vraag gesteld of Wereldhave zichzelf niet gewoon moet opheffen.

Gerespecteerd kredietbeoordelaar Moody's gaf ongekend zware afwaarderingen binnen een ongekend korte tijd.

Toch gaan de Raden van Bestuur en Commissarissen gewoon door, vanaf een beurskoers van 100 naar nu 15 euro. Met telkens weer hetzelfde soort strategieën ondanks een snel veranderende markt, die we samenvatten onder 'plus ça change, plus ça teste la même chose.'

Maar geen actie

Waarom houdt niemand ze dan tegen? Of beter gezegd, waarom kan niemand ze tot andere gedachten brengen? Eigenlijk is het antwoord daarop heel simpel. Omdat enerzijds de institutionele partijen die wel een heel apparaat hebben om de situatie te doorgronden en actie te ondernemen er veelal al lang uitgestapt zijn.

Anderzijds blijven over de vaak minder goed geïnformeerde, veel minder machtige particuliere aandeelhouders, zij die afhankelijk zijn van de adviezen van bijvoorbeeld de analisten in de media en geen (betaalde) toegang hebben tot kritischer analyses. In die context, heeft u naast dit verhaal en wellicht het kredietbureau Moody's andere geluiden gehoord die zo negatief waren? De feiten zijn duidelijk.

Een probleem is dat vele analisten werken voor de aandeelhouder maar leven dankzij toegang tot de onderneming. Zo zit het verdienmodel in elkaar. Indien die toegang tot het management wordt afgesloten, bijvoorbeeld na een verhaal dat het niet welgevallig is, dan gaat de commerciële deur ook dicht. Dit probleem speelt uiteraard niet alleen in deze wereld, hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor journalisten bij voetbalclubs, politici en bekende sterren.

Dit is ook een beetje het bestaansrecht van een belangenvereniging als de VEB, zie de interviews in hun tijdschrift. Ook daar zie je dat ze vaak moet schipperen, leden gaan niet vele jarenlang contributie betalen voor het geval dat zij misschien ooit eens hulp nodig hebben. Daarom moet er een verdienmodel komen dat toch weer een zekere afhankelijkheid van de onderneming creëert. Niet makkelijk om het midden te blijven houden.

Overigens is het hier wel belangrijk om te benadrukken dat de VEB ook bij Wereldhave een van de enigen was die het weer aandurfde om hard tegen de zere schenen aan te schoppen. De enige naast ons die openlijk het management van waarde vernietiging

beschuldigde, de Raad van Commissarissen herhaaldelijk geen decharge gaf.

Het belang van inspraak versus het management

Het belangrijkste formele forum voor de aandeelhouder is de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering. Wat we daar bij Wereldhave zien is dat de aandeelhouders eigenlijk geen stem hebben. Over dat probleem zijn generiek vele discussies gevoerd, een oplossing is er (nog?) niet.

Bij Wereldhave zag je trouwens ook hoe kredietbureau Moody's na de lagere kredietwaarderingen de wacht werd aangezegd. Officieel omdat er geen behoefte meer was aan een formele waardering, maar de timing is op zijn minst ongelukkig te noemen.

Dan maar weer satire

Om die problematiek bij Wereldhave kleur te geven hebben we indertijd na de AvA van 2020, naast de formele notulen en analyse, een verhaaltje gestuurd naar de TTW leden dat de situatie goed weergaf. Volgens dezelfde leden.

Op die vergadering deed een lange termijn aandeelhouder genaamd de heer Spanjer een duitje in de zak. Hij stelde op zijn eigen manier een aantal pertinente, down-to-earth vragen. Het contrast tussen zijn optreden en de setting zoals gecreëerd door Wereldhave en voorgezeten door President-Commissaris Adrianus Nuehn kon niet veel groter zijn. Ondanks de wat absurde karikaturen, de heer Spanjer is de held van dit verhaal.

Inderdaad werd in het verhaal hieronder met de karikaturen het hele voorval wat uitvergroot, er wat fictie aan toegevoegd zei de jurist.

De indruk was dat Wereldhave's management uitermate tevreden was met de afwikkeling van zijn optreden. Wat het niet doorhad is dat de heer Spanjer veel sympathie opriep bij veel aandeelhouders.

Indien de voorgaande delen van dit boek nog helder in uw hoofd gegrift staan, dan zult u de beeldspraak kunnen doorgronden. Het gaat over de AvA, de beperkte inspraak, de rol hierbij van de RvC, de jonge gedirigeerde RvB, de veel beter functionerende Belgische dochter, mixed-use, het “meest exclusieve” hoofdkantoor, de scheefgetrokken financieringsstructuur, bonussen, taxateurs, externe excuses. En dat allemaal op twee bladzijden...

Een ode aan de heer Spanjer

Beste gemeenteraad,

Afgelopen week bezochten we samen de uiterst burgerlijke tennisclub Zonnedael. Een privé club met een zeer strenge ballotage commissie. Daar werd de jaarlijkse ledenvergadering gehouden onder leiding van ene heer Neuteboom. Hij werd omringd door de toekomst van de club, het Heren Een team. Nette jongens, heel OSM.

De voorzitter en de jongens hadden heel keurig de vragen van al de leden verzameld en lazen elk op hun beurt uit volle borst keurig de antwoorden op. Er was echt een leuk sfeertje, een beetje ons kent ons. Inhoud niet belangrijk, een voorspelbare routine, meer hoe je het voordraagt. De ouders glommen van trots.

Er kwam pas wat ongemakkelijke reuring onder de tennisleden toen een buitenstaander binnenkwam, beetje sjofel type. Op zijn heel eigen manier viel hij natuurlijk uit de toon, maar hoe trots waren we op de manier waarop de heer Neuteboom hem netjes eerst de ruimte gaf en daarna marginaliseerde. Mevrouw Neuteboom heeft hem dezelfde avond in zijn favoriete fauteuil neergezet, zonder gebruikelijk morren een extra glas ingeschonken, en hem verteld hoe trots ze op hem was. Dat schorremorrie!

Even onder ons, die Sjonnie Flodder had eigenlijk heel goede opmerkingen. Waarom waren er steeds meer wel drukbezochte, goed betaalde en in aantal toenemende squashbanen ten koste van de eigen prestaties van de tennisclub? Dat ondanks minder belangstelling van de clubleiding? Zou dat onderdeel onder leiding van die sympathieke Belg niet afgesplitst moeten worden?

Dat had zijn vriend Flodder niet goed begrepen legde Neuteboom uit, het gaat om synergie. Ja, zei Flodder, zeker met jullie borrelrekening bij de club! Gelukkig wist Neuteboom samen met een andere kerel met een even keurig hoofd de gemoederen te bedaren. Nou, nou, nou. . .

Wel maakt de clubleiding zich na de vergadering stiekem een beetje zorgen. Ze was toch toeschietelijk geweest? De voorzitterskamer zou verkleind worden, de tennisbanen aan de overkant van de straat zouden niet verkocht worden om toch nog de cognac voorraad van het bestuur te vergroten. Saprستي!

Ja zelfs het mixed-use terrein langs de velden zou, ondanks eerdere vermeende afwijzing door de gemeente, toch verkocht kunnen worden zoals gevraagd! Zien ze dan niet dat we toch ook doen wat ze vroegen? En over drie maanden is er weer een vergadering en zullen de club en het bestuur er nog veel slechter uitzien. Wat dan?

Maar een paar borrels verder weet Neuteboom de bezwaarde stemming te bezweren: indien dat zo is gooien we het toch op het winterseizoen, griep, overmacht! Laten we dus onze geliefde Zonnedaal buurt in de aanloop bewerken, ons soort mensen steunt elkaar toch?

Desondanks werd het toch nog een gezellige avond. Er werden zelfs dispuutslieden gezongen, en Neuteboom kneep juffrouw Sjaan studentikoos echt per ongeluk stiekem in haar. . . Een exces, kerel toch!

Niemand hoorde meer op de achtergrond het hakken op de deur. Horen we daar steeds luider klinken, here's Sjonnie!?

Met vriendelijke groeten,
Sjakie

Met de kop omlaag

Misschien bent u van mening dat bovenstaande verhaal wat impertinent is en dan heeft u een punt. Het is ook een beetje uit frustratie onder ons aandeelhouders. U zult het

met de conventionele wijsheid eens zijn dat de aandeelhoudersvergaderingen, vooral de virtuele tijdens de coronatijden, de inspraak van aandeelhouders geen goed doen. Maar indien u niet bij de desbetreffende vergadering aanwezig was, dan kunnen we proberen de sfeer op een andere manier met u delen.

In de eerste plaats, ook hier werden in een wat koddig aandoend rollenspel wel zoveel mogelijk vragen van de aandeelhouders opgelezen, maar waren de vooraf uitgeschreven antwoorden bij tijd en wijle zorgvuldig ontwijkend. Er was ook geen ruimte tot vervolgvragen. Kortom, het was een strak geregisseerd spel waarbij de nadruk leek te liggen op de spelers en niet het publiek.

Ten tweede, tijdens het hoofdstuk over 30x vergaderen gaven we al aan dat vanuit Wereldhave zelf al gesteld werd dat de raad van commissarissen die behoefte tot vergaderen naar ons toe rechtvaardigde met de noodzaak van “coaching van het jonge raad van bestuur team.” Tijdens de bewuste AvA zaten de twee jongere heren van de raad van bestuur keurig op hun stoel terwijl de president-commissaris tussen de tafels door bewoog en de boel strak aanstuurde. Door het leeftijdsverschil leek het een beetje een trotse maar bezorgde vader en de veelbelovende jeugd.

Toen de vergadering op zijn einde kwam, keerde de President-Commissaris zich naar de CEO en zei bevaderend: “Zo Matthijs, en nu kop omlaag he!”

Dat was het sfeertje en dat is helaas ook de intro tot onze laatste aandeelhoudersvergadering, het volgende hoofdstuk.

4

De aandeelhoudersvergadering, het afscheid

We schrijven 26 april 2021, de dag van de laatste aandeelhoudersvergadering. Omdat Nederland door de coronacrisis nog steeds in een lockdown zit, kunnen aandeelhouders weer niet fysiek aanwezig zijn en worden ze verzocht om een week eerder hun vragen in te sturen.

Dat doen wij ook. Waar wij vorig jaar voor wat vuurwerk hadden gezorgd waren we destijds desondanks verre van tevreden. Onze vragen werden namelijk verre van afdoende beantwoord, zie ook het vorige hoofdstuk. Daarom hielden we het zeer beknopt met maar een paar concrete vragen. De belangrijkste ging in op de tabel u al eerder getoond in deel 2, waar we de neergang van Wereldhave tonen stand-alone en ten opzichte van de concurrentie. Echter toen kenden we nog niet de dramatische verkoopresultaten.

Zie hieronder weer de NAV en de LTV. De eerste is een beetje positiever dan wat Wereldhave presteerde, zoals u van ons gewend bent. Maar vooral de laatste is veel beter dan het behaalde resultaat omdat we rekening hielden met betere verkoopprijzen voor Nederland en Frankrijk zoals de Raad van Bestuur ons had voorgespiegeld, meerdere andere toekomstige opbrengsten inclusief de verkoop van het residentieel meenamen, nieuwe afwaarderingen nog niet kenden, en niet het lopende CAPEX programma kenden. Verder wilden we hier vooral de aandacht focussen op de algemene uitdagingen en niet verzanden in een discussie over de hoogte van de schuldgraad, de LTV:

	Eurocommercial		Wereldhave			Vastned	
	2018	2020	2018	2020	2020*	2018	2020
NAV	46.9	45.5	44	27.7	22	46.4	43
NIY	4.8%	4.9%	5.3%	5.9%	6.3%	3.8%	4.0%
LTV	45.0%	43.8%	37.5%	46.7%	36.5%	39.0%	43.0%
Rating			Baa2	B			

2020*: op basis van verwachte verkoopprijzen Frankrijk en non-core NL (base case)

Bij deze tabel gaven we tekst en uitleg en vroegen we expliciet om ook de tabel te tonen aan de medeaandeelhouders, anders is het uiteraard onmogelijk voor hen om de vraag te begrijpen. Schreven we er uitdrukkelijk bij, deelden we daarom zelfs een Powerpoint slide vooraf.

Hierbij moet u weten dat we in de tabel de NIY, het netto huurrendement, hadden vermeld om de raad van commissarissen het handvat te geven om uit te leggen dat die wel beter is dan de concurrentie. En dat het doel van stap twee van de strategie is om die te stabiliseren, om zo de NAV weer omhoog te krijgen. Enfin, u heeft dat gezien in deel 3B. Het was met andere woorden een gebalanceerde en positief ingezette vraag die tot een fundamentele discussie zou kunnen leiden.

Het zou minder dan een minuut kosten en ging in op de kern van de zaak. Daarna kwam er de resulterende vraag aan de raad van commissarissen: "Hoe evalueert u het 50% NAV verlies bij gelijkblijvende LTV over twee jaar, ook tov. de getoonde bedrijven?"

We hadden vooraf met Wereldhave overlegd met betrekking tot onze vragen en aangegeven dat we de lijst in vergelijking met vorig jaar zeer kort, en de vragen fundamenteel, zouden houden, opdat de kernproblematiek beter aan bod zou kunnen komen. Dat is ook in het belang van Wereldhave. Het maakt het ook een stuk overzichtelijker in vergelijking met anders vragen van alle 120 leden van de TTW groep.

Na inzending ruimschoots voor de deadline kwam er ondanks uitnodiging geen negatieve

feedback op onze vragenlijst, dus vol verwachting klopte ons hart. Tot onze stomme verbazing werd echter de tabel niet getoond en de inleiding niet voorgelezen, alleen de nu volledig uit context getrokken vraag zelf: "Hoe evalueert u het 50% NAV verlies bij gelijkblijvende LTV over twee jaar, ook tov. Eurocommercial en Vastned?"

President-commissaris Adrianus Nuehn, aan wie de vraag geadresseerd was, speelde de vraag handig door naar de CEO en die antwoordde simpelweg op de vraag van een aandeelhoudersgroep met 120 leden: de NAV is helemaal niet met 50% gedaald en we zijn niet vergelijkbaar!

Naar onze bescheiden mening onfatsoenlijk.

Maar het wordt nog erger

Uiterst vervelend daarbij is dat die berekening van een 50% daling tot een NAV van 22 euro Wereldhave eufemistisch niet helemaal rauw op het dak kwam vallen, inclusief de LTV berekening.

Niet lang ervoor hadden we namelijk een vergadering met de raad van bestuur gehouden, waarbij ik bij de opmaak van de notulen onze registeraccountant had gevraagd om de cijfers in detail door te rekenen: kon hij keihard valideren dat het inderdaad zo slecht was? De registeraccountant produceerde een mooie doorwrochte analyse over zeven spreadsheets.

Naderhand besprak hij die direct met Wereldhave zelf. Na enkele kleine aanwijzingen bij onze aannames in de berekeningen, gezien gebrek aan betrouwbare cijfers over de individuele winkelcentra, werden de definitieve berekeningen gedeeld tot tevredenheid van beiden. Tenslotte werd mij aan de telefoon bevestigd dat wij goed zaten.

Formeel goedgekeurd

Sinds het begin van onze relatie met de raad van bestuur maakten we notulen op na iedere vergadering die beide partijen moesten goedkeuren voor publicatie. Ook hier werden de

goedgekeurde notulen en de cijfers gepubliceerd binnen de TTW groep van 120 leden.

U raadt het al, die 22 euro was een onderdeel van dat proces en die publicatie. En dan stelt de CEO op de aandeelhoudersvergadering onfatsoenlijk dat... Enfin, u kent zijn antwoord. En wat de voorzitter van de tennisclub zo handig deed.

Terugblik: is het weer nog veel erger?

Zoals u eerder kon lezen, maar even later bleek vooral de verkoop van Frankrijk zwaar tegen te vallen. Net zoals de schuldgraad. Wisten de heren dit al, de onderhandelingen liepen al vijf maanden?

Ze moesten toen toch al hebben kunnen berekenen, ik omschrijf het voorzichtig, dat de schuldgraad boven de maximumgrens zou blijven? Dat de strategie zo niet kon doorgaan. Een enorme tragedie derhalve.

Resultaat was dat later tijdens deze vergadering de toestemming tot een aandelen emissie erdoor moest worden geduwd. U weet nog, waarbij geen uitleg werd gegeven, het een faits divers leek, een voortzetting van een bestaand mandaat. Die emissie die drie maanden later als een oplossing gepresenteerd werd in die hele kleine blauwe rechthoek, in die kleinste lettertjes, waar iedereen bijna overheen las.

Onze berekening kwam met andere woorden uiterst ongelegen. Die had die uiterst pijnlijke noodoplossing in de taboesfeer kunnen doorkruisen.

De consequentie

Meteen na de aandeelhoudersvergadering zitten we virtueel samen met de projectgroep die bij de vergaderingen de TTW groep vertegenwoordigde. Op dat moment bestaande naast mezelf uit de genoemde registeraccountant en een ex-Raad van bestuur bankier, tegenwoordig commissaris bij Belgische bedrijven. Ik vertel ze dat na dit voorval ik mijn bekende al langer sluimerende behoefte tot stopzetting van mijn activiteiten tot uitvoering breng: ik hou ermee op. De teloorgang van Wereldhave en de manier van omgang met

aandeelhouders is nu wel duidelijk. De impact van zowel onze groep als van de VEB, die al jaren ook tegen decharge van de Raad van Commissarissen stemde, wordt ook doelbewust geminimaliseerd. Tijd om er een terugblik over te schrijven.

Daarna geef ik ze aan dat het ze volledig vrij staat om door te gaan. Immers, dat was mijn bedoeling vanaf het begin, het moest niet om mij gaan en daarom kunnen zij zonder hobbels het vrijelijk overnemen. Na kort overleg besluiten ze dat niet te doen, zij delen mijn gevoel.

Een discussie volgt die vooral bij de anders zo vriendelijke en bedachtzame ex-bankier tot emotie leidt: ik kan het niet verdragen dat ze hiermee weggkomen. Ik zou zo graag zien dat mijn neven en studenten hiervan kunnen leren. Dit is meer dan een financiële les, dit is een levenservaring die ik graag door wil geven aan jongere generaties.

Ik beloof hem om dit mee te nemen bij het schrijven van dit boek.

EINDE.

Nawoord

In mijn leven heb ik gelukkig veel vaker dingen meegemaakt die opmerkelijk waren. Mijn vrienden hadden me eerder aangeraden om die op papier te zetten, op het moment dat het nog vers in het geheugen stond. Als drukbezette vent had ik daar echter geen behoefte aan. Nu heb ik er spijt van. Geen tijd, geen prioriteit. Daarom nu wel dit verhaal.

Daarbij komt dat deze gezonde vent onderweg totaal onverwacht augustus 2020 te horen kreeg dat hij kanker had, stadium drie. Meteen maximale radio- en chemo-therapieën en gelukkig mei 2021 weer gezond verklaard. Dit schrijven is ook een andere manier om mijn chemo-brein weer te conditioneren, want einde dit jaar wil ik fysiek en mentaal weer op het oude niveau zitten.

Omdat enerzijds naar mijn mening dit verhaal er niet een mag worden met een winsttoogmerk, en anderzijds het jaar voor een belangrijk deel werd beïnvloed door mijn kanker, heb ik ervoor gekozen om het zonder materiële verdiensten uit te laten geven en het aan de lezers over te laten of ze willen doneren aan kankeronderzoek.

Het leek me ook een mooie manier om verslag uit te brengen naar alle betrokkenen. Tenslotte hoop ik dat lezers hierdoor vermaakt worden, ook al is de onderliggende materie zo taai en droog. Ik hoop dat alle beleggers dit kunnen lezen.

Zoals u heeft kunnen lezen is vanaf het prille begin, daar uitgezakt op de bank, tot aan het afscheid alles volstrekt spontaan geweest. Dat maakte het ook zo'n aparte ervaring. Hopelijk kan dit anderen inspireren om de schroom af te werpen en ook zelf zo'n aandeelhoudersactie op te zetten. Zoals u heeft kunnen lezen, veel is er niet voor nodig.

In mijn geval, toen in het begin er zo'n beweging op gang kwam heb ik simpelweg geschreven naar een van de zovele investeringsplatforms en gevraagd of ze interesse hadden om er iets mee te doen. Niemand zegt nee tegen de ingeschatte publiciteit tegen een acceptabel niveau, integendeel. De reden dat we startten vanaf IEX was dat ik een zekere morele verplichting voelde ten opzichte van het platform in het algemeen, en naderhand specifiek ten opzichte van Nico Inberg en Pieter Kort, omdat we daar als groep elkaar op een forum vonden. Trouwens, hierbij nogmaals dank voor de steun heren.

Zou ik het weer opnieuw zo doen? Laat ik het anders stellen, indien u nu een serieuze activistische aandeelhouder zou willen worden die een management aan wil pakken, wat zou ik u dan aanraden? In de eerste plaats, het is veel gemakkelijker dan u denkt om de publiciteit te halen. En omdat ook onwelwillende bedrijven in dit digitale tijdperk geen keuze hebben, toegang vinden tot een dialoog is niet moeilijk.

Indien u serieus bent, dan zou ik u wel aanraden om het traject vooraf goed te bekijken. Zo hadden wij bijvoorbeeld ook onze punten op de agenda van de eerste aandeelhoudersvergadering kunnen krijgen. We hadden daar ons plannetje uit de doeken kunnen doen en er een stemming over kunnen houden. Daar was het management van Wereldhave ook al zeer beducht voor. Maar dat gebeurde niet omdat het niet nooit onze intentie was. Wij zochten alleen de dialoog, wij wilden helpen om waarde te creëren.

Verder heb ik bewust de publiciteit juist beperkt gehouden. Ongetwijfeld hadden populaire kranten het ook graag opgenomen, maar daar voelde ik geen behoefte toe.

Een volledig onderbouwd verhaal, zoals de aanzet hier in dit boek, zou het management in een zeer moeilijke positie hebben gebracht. Ik denk dat het verloop er dan heel anders uit zou hebben gezien. De heren hebben wat dat betreft heel veel geluk gehad, zeker na hun eerste zetten. De aandeelhouders niet, dat realiseer ik me.

De belangrijkste fout die Wereldhave maakte, is met betrekking tot de manier waarop het met ons omging. Het ging hen niet om een fundamentele dialoog, wel om het gepercipieerde gevaar te neutraliseren, hun positie. Het ging hoogstens om eenzijdig uitleg geven, eenrichtingsverkeer. Zie vooral de formele vergaderingen met aandeelhouders. Een beetje meer nederigheid en empathie zou vooral daar gepast zijn geweest.

De manier waarop, dat is echt niet meer van deze tijd. Net zoals op de winkelweg, social

media worden steeds dominanter. Aandeelhouders kunnen zo onafhankelijk van de raden van bestuur en van commissarissen de discussie voortzetten, zelfs een boek schrijven.

Dat hoorden ze al jarenlang ook van de VEB, jarenlang ook geen decharge. Weet u nog, zelfs van de banken zoals ABN Amro die rapporteerden over de interne gevechten? En lang daarvoor liepen de institutionele beleggers al weg. Op dat moment had de raad van commissarissen eigenlijk de strijd al verloren, dus door eigen toedoen.

Geleidelijk over een decennium van 100 naar 15 euro, en nog steeds niet luisteren en intern bakkeleien.

Dankwoord

Dit is eerst voor de leden van de TTW projectgroepen: Stefan, Peter, Jeroen, Thijs, Aloys en Guy. Het is altijd een gok wanneer je kandidaten selecteert die je alleen kent op basis van een anoniem forum en een e-mailtje, want zo werkt het bij zo'n spontane social media beweging. Mijn les is wederom geweest dat die onbekendheid, heterogeniteit en spontaniteit de structuur bemoeilijken en vertragen, maar de kwaliteit van de uitkomsten opvallend verbeteren. En belangrijk, het was heel plezierig. Elk hebben ze een belangrijke inbreng gehad. Ik wil ze daarvoor nog eens bedanken, hopelijk vinden ze dit naslagwerk ook interessant voor zichzelf.

In het bijzonder wil ik de registeraccountant Stefan Overkamp danken, hij was er vanaf het begin tot einde nagenoeg altijd bij. Ook heeft hij nauwgezet dit boek vooral cijfermatig gecontroleerd. Guy Rigouts was in de groep de ex-Raad van Bestuur bankier, de meest vriendelijke en bedachtzame kracht die op de juiste momenten met reflectie ons vooruit hielp.

Dit verhaal is ook bedoeld voor al die 120 TTW leden, de medeaandeelhouders from 'all walks of life' die zich vanaf het eerste uur en daarna gaandeweg hebben aangesloten en elkaar zo met raad en daad hebben bijgestaan. Het was mooi om ons voor dat gezamenlijk doel in te zetten.

Ik vind het wel heel spijtig voor al die aandeelhouders die al heel lang wel bleven geloven in het pluche, dat we niet meer hebben kunnen bereiken. Voor sommigen leek Wereldhave

een zekere belegging, een aandeel in soms het eigen tastbare stenen winkelcentrum nabij. Dat heeft alleen maar veel pijn gedaan.

Maar troost jullie een heel klein beetje met de gedachte dat jullie niet alleen zijn. Hoe vaak ben ik niet gecontacteerd door professionele beleggers met ronkende namen die me uitlegden dat de beurskoers veel te laag was, zie weer die waarderingen! Dat het lag aan het marktsentiment. Wat een mooie grafieken heb ik van ze mogen ontvangen om dat te verklaren. Totdat ik ze vroeg bij welke koers ze dat begonnen te denken. 100, 80, 60, 40 of nu 15 euro? Totdat ik ze vroeg naar het verdienmodel.

Tenslotte ook een dankwoord aan de leden van het Wereldhave IEX forum. Wat een rit hebben we samen gemaakt! Die fora worden heel vaak verguisd en terecht, daar zijn we het samen ook over eens. Wat een rommel kan erop verschijnen. Maar dat hoort bij social media, de geluiden uit de krochten van het internet.

Wat echter komt bovendrijven is een groep geïnteresseerde mensen uit vele verschillende takken van sport die samen tot, laten we het zo noemen, multidisciplinaire inzichten komen. Niet weerhouden door afkomst of vrees. Ja, ook dankzij juist die anonimiteit van het internet.

Onder jullie zitten ook mensen van het Binnenhof, BN'ers, professionele beleggers, Quote 500 personen, academici, analisten, bankiers, experts, studenten en ondernemers. En deze gek.

Een mooi stel.

Bijlages

Bijlage 1:

Het Eerste Plannetje: 20-20 Vision

IEX forum WH
February 14, 2020

To: RvC Wereldhave RvB and shareholders Wereldhave
Subject: 20-20 Vision LifeCentral

Dear sirs,

As a group of shareholders of Wereldhave we are not only worried about the future of WH but propose a concrete plan of action to improve the LifeCentral strategy with a 20-20 Vision. We would like to invite you to engage in direct and concrete dialogue with us through IEX initially, to the benefit of all stakeholders.

1. Executive Summary

In essence, LifeCentral is about the future of selected Dutch malls. Management proposes to invest there the net proceeds of the sale of French malls – around €350 mln. That generates a ROE of 5% overall and surprisingly only 3% in the Netherlands - where the investments are to be made. These are already sub par returns and additionally should be placed in the context of the CEO's statement that the industry is evolving and WH should be judged as a 'normal company' – thus with a much higher cost of capital going forward.

Moreover, the execution focus isn't well defined as Moody's stated in its downgrade. Investment analysts struggle with the lack of specificity. As current shareholders, we feel necessitated to address you directly with a request to engage on more concrete and far reaching strategy action.

Our Vision 20-20 is to improve LifeCentral: sell French, non-core and additionally Belgian assets and thus return within two years 110% of share price – currently €15 – to shareholders. The investments in Dutch malls would be funded by the sale proceeds of their 20% of m2 intended for – in our opinion non-core - offices and residential.

Not only is this a healthy ratio, but it ensures focus and accountability at mall level. Sadly the reality is that both the original LifeCentral and our added 20-20 Vision lead to a shrinking of m2 at the expense of shareholders. But ours adds tremendous value immediately, thus reduces execution risks and ensures focus and accountability.

It tunnel-focuses on the longevity of the critical LifeCentral concept i.e. Wereldhave afterwards. And it dramatically improves shareholder returns overall, both short and long term. Please see table below, a summary of our proposal vs. the LifeCentral strategy:

	LifeCentral		LifeCentral
			20-20
	Assets*	1,500	900
	EPS*	1.5	1.04
13	P/E value share	20	13
	Asset sales*:		
	France		19.9
	WHB		9.9
	NL underperf.		5.7
	Debt reduction		<u>-19.0</u>
	Total Value	0	16.5
	Value in 2022	20	30
	Return in 2022*	5	15
		30%	100%
	Assets*:	In NL offices/residential are sold (20%), and reinvested in same malls	
	EPS*:	In 20-20 vision +15% yield as no residential or offices, HQ rightsized, more focus	
	Asset sales*:	Values copied from LifeCentral	
	Return 2022*:	Base: current shareprice euro:	15

2. Geography

France

- We agree with the phased sale of all assets. The EPRA NIY of 4.6% matches the recent URW transaction so:
- **KPI: sale at bookvalue e800 mln in 2020-2022 (as proposed by LifeCentral).**

Belgium

- As WHB has no material synergies with NL, has a great market valuation at NAV, much higher NIY (lower Cost of Capital), a lower finance cost and a much lower LTV coupled with easy access to financial markets, thanks to stock listing the 66% shareholding should be sold in 2020.
- **KPI: sale at current shareprice, or NAV, at e400 mln in 2020.**

Netherlands

- Selling above F & WHB and Dutch underperformers will allow the LifeCentral vision to be focused on just a single digit number of Dutch centers, as proposed by Mr. Storm.
- **KPI: sale non-core, implement LifeCentral in 2020-2023.**

Headquarters

- Given the above reduction a right-sizing can take place. Additionally and importantly, location can be shifted from expensive (500 e/m²) Schiphol to a LifeCentral location (now 188 e/m²) thanks to its mixed use. This will reduce costs (for HQ), increase revenues (occupancy on location) while allowing HQ staff to have 'feet on the floor'.

- **KPI: As soon as possible relocate HQ to a LifeCentral center.**

3. LifeCentral: a deeper dive financially

Currently the NL rents are amongst lowest in the market and occupancy stands at 95% (temporarily down due to Hudson Bay). LifeCentral views to:

- decrease m2 by exactly the vacancy percentage, and additionally
- allocate 20% to residential/offices
- allocate additional 5% to F&B
- allocate undefined but significant additional % to entertainment
- allocate additional 18% to health etc

→ result: current tenants go from 95% to 40% of m2.

It is thus clear that immediately there will be a significant upward pressure on rents from current tenants based on halving of space and attractiveness of LifeCentral vision.

The LifeCentral strategy views to own the offices and residential spaces created. In line with the pre-Storm strategy, we view these activities as non-core. Moreover, we believe, based on calculations outlined in the LifeCentral presentation, that the proceeds of the sale of this non-core business (20% of current m2) should more than suffice to fund the LifeCentral capex for the core 80% of space.

N.B.: In the unlikely event there would be temporary cash mismatches between sale (while upfront) and modernization capex, the refined per location plan to be worked out should highlight these.

KPI: Our Vision 20-20 thus foresees:

- **a finance plan per location that should be cash / CAPEX neutral or positive for WH.**
- **based on input per location a timetable can be established. From the presentation we are under the impression most could be done before 2022.**

4. Making LifeCentral sustainable

Based on the almost existential success of the above and the LifeCentral concept, in 2022 at the end of his current term Mr. Storm would be offered an additional four years. His mission would be to separate the physical centers from the asset and operational management (i.e. his vision: the LifeCentral added value).

The physical assets could be sold to investors at much lower NIY than current, thus realizing a tremendous uplift for shareholders - thanks to LifeCentral.

The new WH would thus be asset light and can focus fully on marketing its added value LifeCentral to the wide market of asset owners. Significant economies of scale cq. commercial margins can thus be achieved. This is in line with current standard practice in the hotel industry and allows WH to capture an oversized percentage of the margin.

5. Shareholder returns

Currently WH is trading at **€15**, grossly undervalued compared to NAV. The old LifeCentral strategy targets an EPS of 1.5, thus not providing much of an uplift.

The current discount for NL is even 80% after deducting France and WHB (see below). In 2022 when all non-core assets have been sold, and LifeCentral capex has been invested - but the NL assets (currently valued at e900 mln) are still owned - we would strive for a conservative LTV of 35% of current low valuations. This would allow sufficient headroom for fluctuations (to be confirmed by LifeCentral plans per center). Remaining debt would thus be e320 mln.

The benefits of the 'refined LifeCentral' strategy:

- Sale France: €800 mln
- WHB: €400 mln Sale
- Dutch underperformers: €230 mln
- Total proceeds: €1.430 mln

After deducting the €200 mln debt owed by WHB, the current debt stands at €1.1 bln. To reach the desired 35% LTV or €320 mln, €780 mln of the proceeds will thus be used to repay debt. The excess liquidity of €650 mln can now be distributed to shareholders as a superdividend or buy-back, representing as much as €16+ per share: a 100% return!

Including dividends the shareholders thus stand to earn 120% over the next two years, depending on speed of execution. The new WH would be worth €10 per share at current low taxation valuation with EPRA NIY of 6.8%, and potentially the current valuation of €15 if well implemented and EPRA NIY at around market rate of 4.5%.

We suggest you compare the above returns to shareholders to the existing strategy, the difference is baffling. In our opinion it leaves WH no choice but to consider it through a deep dive, to be presented to you and to be reported to shareholders.

While LifeCentral currently has an open-end – as explained doubted by many stakeholders –, by adding our Vision 20-20 the upside is protected through the sale of French assets and WHB, while the likelihood of sustainable long term success is amplified.

6. Financial execution

We propose to appoint an accountable person dedicated to the asset sales in phase 1 and 2. From the above it is clear that this would be a tremendous step forward. Additionally, the benefit is that the going concern WH can now focus 20-20 on its future: LifeCentral.

Sincerely yours,
The Third Way. . .

Input appendix: Nya

Signatories:

1. Aloys M. Bahos
2. Andre Brassier
3. Cok Verduijn
4. Henk Wijnalda
5. Henk Sloot
6. Jan Oorsprong
7. Jan van Putten
8. Joop Bakker
9. Klaas Klaver
10. Marcel Blom
11. Martijn Blok
12. Rob Molenaar
13. Roel Oldeman
14. Steffen Thijs
15. Toon Ruizendaal
16. Wilco Schouten
17. Willem Achterberg
18. Willem van Rossum
19. Wim Vink

APPENDIX: ROE calculation LifeCentral

One of the most important questions to ask ourselves as shareholders is the following: what are we getting for the €300-350 mln (roughly €8 per share) that management is planning to spend on redevelopment CAPEX for the Dutch operations? In other words, what is the total ROE on the

Dutch part of Wereldhave given the above mentioned investment CAPEX? In order to calculate the ROE we use management's guidance for the direct result of €1.50 per share, or about €60 mln in total, assuming 40.3 mln shares of Wereldhave outstanding. Of this total of €60 mln in direct result about €30 mln is generated by Wereldhave's 66% stake in Wereldhave Belgium. This €30 mln corresponds to 2/3 of Wereldhave Belgium's direct result of €45 mln as was reported by the Belgian company for FY 2019.

So what we are left with now is €30 mln of direct result coming from the Dutch operations. As per the original LifeCentral plan this €30 mln will be generated by €900 mln of Dutch assets. Now assuming that the LTV will have been lowered to 35% by the assets sales as described in Wereldhave's FY 2019 press release, this implies that €30 mln in direct results has been generated by circa €590 mln of equity in Dutch assets.

Knowing this amount we are able to calculate the ROE for the Dutch assets by straightforward division resulting in a ROE of 5%. However, we are forgetting something in this calculation, namely the extra CAPEX of, let's say €350 mln of redevelopment CAPEX. By adding this amount to the €590 mln of Dutch equity we ultimately obtain a much lower ROE, namely 3.2%.

Calculated differently, when subtracting the FY 2019 66% equity of WHB from the group we obtain €865 of equity invested in NL. The €30 direct profit thus indeed represents more or less same, 3.4% ROE (0.2% difference explained by 35% LTV assumption in first calculation). This below hurdle return of 3.3% will only be realized if every aspect of the original LifeCentral strategy is executed exactly as planned (or better) as there is little, actually no room, for mistakes on part of the management.

Based on the conservative calculations presented above we, the shareholders, believe that the decision to allocate €300-350 mln in precious shareholder capital to redevelopment of Dutch assets for such a low return on Dutch equity, while leaving no room for error, is a grave misallocation of said capital.

Moreover, the inferiority of this capital allocation decision should be obvious in the light of other capital allocation opportunities that create not only extraordinary, but also more certain amounts of shareholder value, either directly in the form of cash dividend to shareholders, or indirectly through share buybacks. Especially the latter will, when implemented in significant amounts lead to enormous creation of shareholder value given the current dramatically depressed share prices of Wereldhave.

N.B.: A final comment is on the relationship with WHB, a separate stock-listed company. Out of the above follows that in the original LifeCentral plan WH would own 66% of an entity that is not only much more profitable with a ROE of 6.6%, but also 50% larger in terms of profitability. From many angles we don't think this is ideal.

Bijlage 2:

De Tweede Open Brief Volledig: De Berekeningen van Stap 2

Samenvatting van onze open brief dd. 19-2 aan Wereldhave

Wij rekenden voor dat de nieuwe plannen een aandeelhoudersrendement (ROE) van maar 3% zouden opleveren in Nederland, ondanks e350 mln investeringen in 900 mln winkelcentra. Daarom ons voorstel met opmerkelijk minder risico en wel opbrengsten, maar liefst 120% ROE in twee jaren. De focus lag daar op het verdienmodel zelf, en niet het nieuwe LifeCentral concept.

De, tussen de regels door, vraag aan de lezers was: hoe kan een minimum rendementseis van 6% voor LifeCentral winkelcentra, gemeten via de IRR methode, leiden tot een ROE van 3%? Geen antwoorden dus hier doen wij het zelf. Het is een technisch verhaal dat langzaam op gang lijkt te komen maar dan eindigt in een climax. Gaat u mee?

Herinnering: de opmerkelijke veranderingen door het nieuwe management

De nieuwe ceo Matthijs Storm deed een paar opmerkelijke zaken bij zijn aanstelling. Hieronder de belangrijkste:

1. De NLse winkelcentra werden met maar liefst 23% afgewaardeerd, niet veel meer maar vele malen meer dan concurrentie.
2. Om dit te bereiken waren een paar ingrepen nodig:

- a. De waarderingsgrondslag werd de ERV: de verwachte huur mede op basis van management plannen. Opmerkelijk omdat dit meer subjectiviteit inhoudt, en een potentieel conflict of interest. Marktleider URW bv. mag dit niet doen van haar taxateurs.
 - b. Nieuwe taxateurs werden aangesteld.
3. In de toekomst wordt voor WH de Total Return de meetstaf. Daarmee wordt kort gezegd bedoeld dat niet alleen de operationele zaken zoals vnl. huur maatgevend zijn, maar ook de waarde van het vastgoed. Dit gaat lijnrecht in tegen geldende wijsheid.

Uitleg:

In de sector zijn er standaard methodes om winsten te rapporteren. Leidend hierin is de EPRA, 'the European Public Real Estate Association, is the voice of Europe's listed real estate – stock exchange quoted property companies, investors and their suppliers.'

https:

[//www.epra.com/finance/financial-reporting/guidelines](https://www.epra.com/finance/financial-reporting/guidelines)

Hierin staat:

“Earnings reported in the income statement as required under IFRS do not provide stakeholders with the most relevant information on the operating performance of real estate companies.”

Daarom:

“As EPRA Earnings is used to measure the operational performance, it excludes all components not relevant to the underlying net income performance of the portfolio, such as the change in value of the underlying investments and any gains or losses from the sales of properties. In effect, what is left as EPRA Earnings is the income return generated by the investment, rather than the change in value or capital return on investments.”

4. Het nieuwe management belooft veel lagere dividenden en winsten, uitgedrukt als EPS, een min of meer verplichte maatstaf. Deze verduidelijking doet een storm van protest oplaaien. En op basis van deze uitspraak kunnen wij de ondermaatse ROE van 3% uitrekenen. Het is ons inziens evident dat daarmee de Nederlandse

winkelcentra op termijn niet kunnen overleven. Hoe kan je schokken opvangen, hoe de volgende modernisering financieren, na beloofd 80% dividend?

5. Tenslotte stelt het management dat het rendement op de winkelcentra wordt gemeten via **de IRR maatstaf: de Internal Rate of Return**. Inderdaad een veel gebruikte maatstaf voor projecten, maar ook zoals bekend zeer subjectief zoals we later zullen duiden. En waarom dat zo prominent brengen? En zonder veel toelichting? Behalve dat die lekker hoog is met 6%.

Al deze punten staan met elkaar in verband.

Hoe wordt de IRR berekend, de formule uitgelegd:

Here's How to Calculate IRR:

$$NPV = \sum_{n=0}^N \frac{C_n}{(1+r)^n} = 0$$

In bijlage vindt u de droge uitleg.

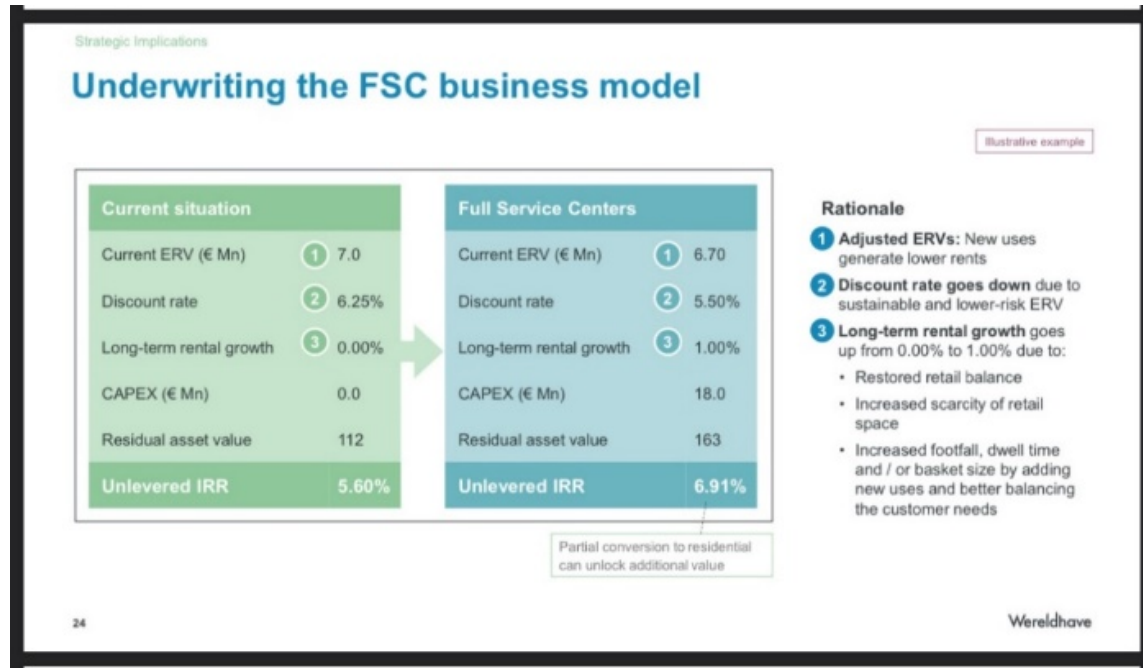
De formule lijkt het misschien wat intimiderend, en het wordt tegenwoordig voornamelijk middels software uitgerekend. Er zijn namelijk vaak meerdere iteraties nodig om tot een antwoord te komen.

Naast de ondoorzichtbaarheid (!) voor niet techneuten is de andere moeilijkheid om de variabelen een cijfer te geven, vooral in vastgoed. Die cijfers zijn namelijk per definitie subjectieve voorspellingen, zoals u gaat zien. Kort gesteld, deze wiskundige formule is net zo (on-) betrouwbaar als de cijfers die we er in stoppen. Indien u IRR samen met 'real estate' googelt ziet u legio waarschuwingen hiertegen.

Het rekenvoorbeeld in de WH presentatie

Zoals gesteld wordt er niet rekenkundig uitgelegd hoe die 6% IRR wordt berekend. Maar

we vinden op p. 24 van de Strategy presentatie wel een 'illustrative example'. Hier kunnen we mee aan de slag.



<https://www.wereldhave.com/investor-relations/reports-publications/presentations/>

Zoals u kunt zien wordt het gepresenteerd als een rekenvoorbeeld en er zal weinig onderzoek naar gedaan zijn door het publiek. Waarom heel veel tijd besteden aan een voorbeeld dat ondoorzichtig is? Wij gaan dit wel doen. Doel: welke methodiek en aannames zitten er achter de zo belangrijke IRR maatstaf?

In bijlage de volledige uitleg en berekeningen voor de geïnteresseerden. Weet dat alle variabelen die management / wij in het model duwen per definitie subjectief zijn. Het leek het overzichtelijkst indien we de invloed hiervan aan de hand van een zgn. gevoeligheidsanalyse weergegeven in een tabel:

Sensitivity analysis

	Vastgoedwaarde	IRR
Huidige situatie	112	5.60%
1. CAPEX 18 mln, huur van 6.7 naar 7.3	112	3.83%
2. Vastgoed stijgt door hogere eindhuur	117	4.20%
3. Vastgoedstijging met CAPEX 18 mln	130	5.00%
4. Eeuwige huurstijgingen met 1%	141	5.60%
Discount omlaag met 12% naar 5.5%	164	6.91%

In het groen en blauw herkent u de cijfers van het rekenvoorbeeld. Daartussen zitten cumulatief stap voor stap de subjectieven, we lichten toe:

1. De CAPEX uit het rekenvoorbeeld wordt toegevoegd, de huur stijgt zoals door management voorspeld van 6.7 naar 7. Echter, we houden de waarde van het winkelcentrum op 112. In feite is dit de cash-flow benadering;
2. Aan 1. voegen we toe de 117 waarde zoals de IRR methodiek dat berekend (zoals management);
3. Hier verhogen we de beginwaarde van het vastgoed met exact de CAPEX. Met andere woorden, we gaan er van uit dat hier niets op wordt afgeschreven;
4. Hieraan voegen we toe dat de huren eeuwig met 1% stijgen zonder noemenswaardige nieuwe investeringen (zoals management).

Hoe moet u dit (objectief) analyseren?

- a) Zo lang de IRR niet daalt, dus het rendement niet daalt, is er geen waarde vernietigd. In het voorbeeld wordt er met de tussenstappen altijd geld verloren (stap 4 is break-even);
- a) Omdat de huurinkomsten over de tien jaar van het model gemiddeld gelijk blijven (input management), zit de IRR winst volledig in de voorspelde theoretische waarde­stijging van het vastgoed (non-cash). Het is de grote vraag uiteraard of dit in de praktijk cq. markt ook zo is;
- a) In stap 4. wordt de subjectiviteit van het management overgenomen dat de huren eeuwig stijgen zonder noemenswaardige nieuwe investeringen. Zoals u ziet is het effect op de vastgoedwaarde en daarom IRR enorm;
- a) Pas door daarna de discountvoet (de risicopremie) met 12% te verlagen wordt er theoretisch waarde gecreëerd. Opnieuw, volledig via de waarde­stijging van het vastgoed met maar liefst 46%.

Na een periode van constante stevige waardedalingen, zowel bij WH (23%) als in de markt, is het ons inziens buitengewoon twijfelachtig dat de waarde van een winkelcentrum de komende tien jaar plots dankzij een investering van EUR 18 mln met 46% oftewel EUR 51 mln stijgt. En dat zonder huur­stijging. Of anders gezegd, bij een buitengewone cash-drain.

Daar komt bovenop dat zonder het invoeren van een discount voet van 5.5%, lager dan bv. de 6% van marktleider URW in Duitsland en Frankrijk, ook die 46% niet gehaald zou worden.

Conclusies

1. Het is nu duidelijk waarom er is gekozen voor een Total Return IRR;
2. Het is nu duidelijk dat de LifeCentral plannen meer dan 100% van de EUR 350 mln van de verkoop van Frankrijk verbranden op EPRA cq. cash-basis;
3. De voorspelde return zit 100% in non-cash vastgoed­speculatie;
4. Het is nu duidelijk waarom de NLse winkelcentra met 23% moesten worden afgewaardeerd;

5. Het is nu duidelijk waar het verschil tussen de gehanteerde IRR van 6% en onze ROE van 3% vandaan komt: vastgoedspeculatie;
6. Het is nu duidelijk dat de Nederlandse winkelcentra een lange termijn cash-drain, een zwart gat, kunnen worden dat na Frankrijk ook België zou opslokken...

En nog iets om over na te denken. Wij hebben eerder in een ander schrijven aangetoond dat de markt de aandeelhouderwaarde van Nederlandse winkelcentra op een discount van 80% trakteert (op basis van verkoop Frankrijk tegen prijs Storm en verkoop België tegen beurswaarde). Om dan zelf juist een stijging van de 100% waarde met de helft als beslissende maatstaf door te voeren...

It takes an analyst to catch an analyst

In een persbericht heeft WH management onze open brief beantwoord met een opvallende toevoeging. Namelijk dat institutionele beleggers achter het plan staan maar de strategie 'challenging' vinden. Indien dat zo is dan moeten ze gelukkig zijn bij WH. De uitdaging is immers niet de uitvoering, het operationele plan behelst geen grote uitdagingen zoals analisten en Moody's opmerkten. De grote uitdaging was nu juist om het publiek te overtuigen van de Total Return IRR maatstaf, lijnrecht tegen de gangbare EPRA normen in. En wie kan dat het beste?

De kip en het ei

Waarom keurt de RvC dit goed, dezelfde RvC die de vorige AvA van de VEB geen decharge kreeg? Wie kiest een analist als CEO omdat hij weet dat het verkopen van het plan het belangrijkste is?

Wat was er eerder, het plan of de CEO?

At your service,
The Third Way...

(namens een IEX grassroots beweging met inmiddels meer dan 80 ontevreden aandeelhouders)

Bijlage 3:

De Tweede Open Brief (Origineel)

IEX forum WH
March 2, 2020

To: RvB, RvC and stakeholders Wereldhave
Subject: Is the LifeCentral strategy based on real estate speculation?

Dear Sirs,

In our first open letter to you dated February 19 2020, we presented our Vision 20-20 plan. We proposed to amend your business model and return 120% to shareholders within two years, thereby additionally reducing risk significantly.

We left open the question surrounding the ROE of 3% we calculated: how can management then promise a 6% IRR on the Dutch malls? Last week you invited us for a meeting. Given that our group has grown from 19 to now 80 shareholders from all walks of life, and is still growing, the answer is pending for now.

In the meantime we have analysed the perceived return gap and reached the following conclusions which are factual, and thus you will share with us:

1. Over the next ten years rents will on average be identical to today on a like-for-like basis;
2. Because they are back-loaded, from an NPV perspective they represent a relatively small loss;
3. The intended EUR 350 mln investments will thus not yield any cash returns the coming ten years, causing a more than 100% loss thereof;
4. The intended return from the EUR 350 mln investments is thus entirely coming from speculation that the real estate prices will improve;
5. You target a 6% IRR. Applying the same discount rate, in order to be viable this means LifeCentral needs the EUR 350 mln to return EUR 640 mln or 80% in non-cash real estate price appreciation over the next ten years;
6. This 80% increase is counterintuitive:
 - prices are still under pressure in the market;
 - you just applied a 23% loss on the same Dutch malls;
 - you don't foresee material rent increases, i.e. recurring EPRA returns. In fact they are below inflation;
 - the yield would then lower materially;
 - as we calculated before on IEX - based on the sales proceeds from France you calculated and on the marketcap of Belgium - your investors already apply a discount of 80% on your Dutch real estate.
7. The above is the reason that management newly adopted the Total Return KPI - meaning that on top of operational returns now real estate speculation is part and parcel of your objectives;
8. Whereas your industry's association EPRA - and thus the entire industry - has moved away from IFRS objectives with the specific aim to improve transparency by taking out the above speculation – and allow stakeholders to focus on controllable variables - you decided to go frontally against the industry standard.

Our questions:

1. May we ask you to share with us your sensitivity analysis of the plans? Are we correct to assume that you decided to keep WH Belgium as a liquidity safety net? In your analysis, how likely is the scenario that the Dutch malls will become a black-hole, swallowing Belgium after France?
2. Given that real estate price appreciation is now your core business, and you will distribute around 80% of profits as dividends, you will thus pay out cash on the basis of non-cash gains. How do you intend to fund this? Please assure us not by increasing the absolute level of debt; item Do you agree with us that LifeCentral is intending to offer additional added value – a service – to stakeholders, but in your plans it is the opposite for shareholders operationally – on a EPRA basis - for the next ten years?
3. How do you see the risk/reward ratio evolving for your shareholders? Given that you intend to move from being a low risk rent seeker towards a high risk real estate speculator, and your returns are remaining low, shouldn't this imply vastly lower share prices – as we are witnessing now?
4. How do you view the risk/reward ratio of LifeCentral vs our Vision 20-20?

Looking forward to your reply, we remain
Yours sincerely,

The Third Way. . .

Over de auteur



Roel Oldeman is een vader getrouwd met twee dochters en sinds 2021 ook een cancer survivor. Op Nederlands grootste beleggersplatform IEX staat hij bekend onder zijn alias The Third Way..., een verwijzing naar zijn beleggingsfilosofie.

Hij is gefascineerd door de psychologische kant van ondernemers en de weerslag daarvan op de sociale en financiële resultaten. Hij houdt zich graag ledig met verdienmodellen.

In dit boek beschrijft hij zijn ervaring als aanvoerder van een activistische aandeelhoudersbeweging die uitgroeit tot 120 leden, inclusief BN'ers en Quote 500 personen. Zij wordt een bekende belager van het bijna honderdjarig Nederlands beursfonds Wereldhave NV.

Het begint ludiek maar wordt spontaan de eerste significante social media beweging in financieel Nederland. De ophef krijgt bijna tegen wil en dank veel aandacht van een mainstream medium als het Financieel Dagblad en van een gereputeerd advocatenkantoor als De Brauw Blackstone Westbroek. Dat laatste neemt het zelfs op in haar desbetreffende lijst van meest opmerkelijke gebeurtenissen over de laatste vijftien jaar. Te midden van ABN Amro Bank, Philips en Ahold.

Op een luchtige manier beschrijft Roel toch diepgravend hoe volgens de kleine aandeelhouders achter de mooie strategieën en financiële modellen veel vaagheid en drama verscholen gaan. Hopelijk naast vermakelijk ook een leerzame ervaring voor zijn collega beleggers.