

geld. Daarbij komt dat het aannemelijk is dat banken voor vastgoedontwikkeling in de toekomst meer eigen vermogen zullen verlangen, waardoor een stuk leverage wegvalt en de behaalde rendementen uit het verleden nooit meer terug zullen keren.

Een aparte beursnotering voor de ontwikkelingsactiviteiten is nu weer van de baan. Wel komen deze onder de holding in een aparte entiteit te hangen. Blijkbaar zijn de marktomstandigheden hier dusdanig slecht dat een separate notering geen haalbare kaart is. Homburg Invest laat weten additionele maatregelen voor zijn ontwikkelingsactiviteiten te bestuderen, waaronder een mogelijke fusie met een andere partij. Verkoop of partnerships voor afzonderlijke projecten behoren tevens tot de mogelijkheden. Doel is ook hier geld vrij te spelen, waardoor de balansverhoudingen kunnen verbeteren.

Homburg Invest gaat in het overhoophalen van de organisatiestructuur nu dus nog een hele stap verder. Naast het apart zetten van de ontwikkelingstak zal het operationele vastgoed worden opgesplitst in de regio's Canada, West-Europa, Oost-Europa en de Verenigde Staten. Voor de eerste drie regio's wordt een aparte notering nagestreefd aan een lokale beurs. De houdstermaatschappij Homburg Invest, eveneens beursgenoteerd, zal belangen in de vijf entiteiten behouden van meer dan 50 procent. Het streven is dit op termijn terug te brengen tot onder de 50 procent, maar daar zal de marktwaardering ongetwijfeld een doorslaggevende rol in spelen. De houdstermaatschappij zal de inkomsten uit dividenden van de afgesplitste onderdelen alsmede de opbrengst van toekomstige aandelenverkopen in die entiteiten onder meer gebruiken om de schuldpositie te verminderen.

Nog voor de komende zomer zal al het Canadese operationele vastgoed worden samengevoegd in de entiteit Homburg Real Estate Investment Trust (Homburg Canada REIT) en naar de beurs van Toronto, Canada worden gebracht. Dit fonds zal met een portefeuille ter waarde van 1 miljard Canadese dollar (660 miljoen euro) een van de grotere vastgoedfondsen in Canada worden. De omvang van de West-Europese portefeuille bedraagt circa 1,4 à 1,5 miljard, vergelijkbaar met de omvang van een fonds als Nieuwe Steen Investments. De totale split-

sing dient voor het eind van 2010 te zijn afgerond.

TRANSPARANTIE EN ZEGGENSCHAP

Afsplitsing van de ontwikkelingstak lijkt een logische stap, maar de vraag is of de verder nagestreefde opsplitsing tot het gewenste resultaat leidt. Homburg Invest zegt aandeelhouderswaarde te kunnen creëren door lokaal vastgoed meer te matchen met lokale beleggers die de markt beter kennen en er dus een hogere waardering aan zouden toekennen. Homburg spreekt over meer transparantie, wat de waardering ten goede moet komen. Daarnaast ontstaan er volgens Homburg meer mogelijkheden om te emitteren en zal naar verwachting de liquiditeit van de aandelen op een hoger niveau komen te liggen. Beleggers kunnen dan immers zelf kiezen in welke regio ze willen investeren.

Hoe dit alles in de praktijk werkt, blijft vaag. Zo is onduidelijk in welke mate de entiteiten onafhankelijke beslissingen kunnen nemen over zaken als investeringen, dividenduitkeringen en emissies. Het lijkt erop dat de vastgoedmagnaat gaat gokken op meerdere paarden tegelijk en geld uit die markt zal halen waar de beurskoers het hoogst is. Het heeft er ook meer de schijn van dat de splitsing juist ten doel heeft de koersdrukkende elementen apart te zetten. Zo bestaat er ook nogal wat onrust over de waardering van de vastgoedportefeuille in de Baltische staten, goed voor circa 7 procent van het totaal, die de koers van het geheel onder druk zou zetten.



Duidelijk lijkt in ieder geval wel dat Richard Homburg binnen de nieuwe structuur een belangrijke vinger in de pap zal houden zolang de forse discount aanwezig is. Het mag dan ook niet verbazen dat het voorstel om de twee verschillende typen aandelen samen te voegen bij dit grote splitsingsplan is gesneuveld. Homburg Invest kent zogeheten A- en B-aandelen. Voor de A-aandelen geldt 'one share, one vote', terwijl ieder B-aandeel 25 stemrechten vertegenwoordigt. Richard Homburg bezit een derde van de A-aandelen en driekwart van de B-aandelen. Terwijl het er aanvankelijk naar uitzag dat Richard Homburg de meerderheid van de stemrechten zou inleveren, is dat nu niet meer aan de orde. Aandeelhouders, waarschijnlijk vooral Richard Homburg zelf, waren bang dat het wegvallen van een dominante aandeelhouder de kans op een vijandige overname zou vergroten, juist op een moment dat de beurskoers fors onder de intrinsieke waarde noteert.

VEEL TE WENSEN OVER

Mogelijk dat Homburg het voorbeeld van de Rodamco-fondsen in het achterhoofd heeft bij de voorgenomen splitsing. Ook de afzonderlijke Rodamco-fondsen werden, alweer tien jaar geleden, afgesplitst tegen koersen die ruim onder de destijds geldende intrinsieke waarde lagen. Analisten zagen deze splitsing destijds gelijk als een opmaat voor verkoop dan wel fusies en dat is inderdaad ook zo gebeurd.

De vergelijking met Rodamco gaat echter niet helemaal op. Transparantie en zeggenschap van overige aandeelhouders blijven heikele punten bij Homburg Invest en ook de liquiditeit van de aandelen houdt vanwege het grote belang van Richard Homburg te wensen over. Zullen beleggers wel zo happig zijn te investeren in een fonds waar gelden eenvoudig naar een ander fonds doorgesluisd kunnen worden? De Rodamco-fondsen konden volledig onafhankelijk opereren, wat hen juist aantrekkelijke overnamekandidaten maakte.

De enige weg naar een hogere beurskoers is bij Homburg Invest gelegen in schuldreductie en het weer uitbetalen van dividend. De huidige maatregelen wijzen wel in deze richting, zij het dat het allemaal wat omslachtig en ondoorzichtig overkomt. Beleggers houden daar niet van. ■