

Behalve afwaarderingen heeft NSI ook te maken met hoge schulden. In de gouden jaren, tussen 2004 en 2007, maakten die schulden NSI juist populair. Het fonds kocht panden met veel geleend geld. De winsten waren daardoor hoog ten opzichte van het 'eigen' geld dat NSI had ingebracht. Het verleidde beleggers om een premie van tientallen procenten te betalen voor NSI. Nu slaat de schuldhefboom terug.

NSI's buffer van 800 miljoen is door afboekingen verschrompeld ten opzichte van de vastgoedportefeuille van 2,1 miljard euro eind 2012. Door de uit het lood geslagen verhouding vreet een nog vrij beperkte afboeking van bijvoorbeeld tien procent op het vastgoed (2,1 miljard euro x 10 procent) al een kwart van de buffers op.

Het concern doet er alles aan om de hefboom van schuld te verkleinen. Het verkoopt vastgoed, let op de kosten en heeft de regels voor het uitkeren van dividend aangepast. De uitkering is afhankelijk gemaakt van de solvabiliteit van het bedrijf. Gezien de huidige buffers lijkt het onwaarschijnlijk dat NSI in de komende jaren een volledig cashdividend zal uitkeren. Pijnlijk, want dividend is vaak de belangrijkste reden voor beleggers om in vastgoed te investeren.



RISICO 3: ONZEKERHEID RONDOM GROOTAAN- DEELHOUDER

Er is maar één ding minder leuk dan geen cashdividend ontvangen: geld bijleggen. Topman Johan Buijs probeert met man en macht te voorkomen dat er nieuw geld opgehaald moet worden bij aandeelhouders. Toch gaf hij bij de presentatie van de jaarcijfers midden februari aan dat hij een kapitaalversterking niet uitsluit.

Mocht dat gebeuren, dan is er een complicatie. Habas HZ, het Israëlisch investeringsfonds van Hertzal Habas dat een vijfde van de aandelen NSI bezit, kampt naar verluidt met acute liquiditeitsproblemen.

De problemen van Habas komen ook door schulden. In 2007 kocht de Israëliër een 20,5 procentbelang in NSI van de familie Zeeman voor 22,24 euro per aandeel. Op de huidige koers van 5 euro is hier minder dan een kwart van over. Habas financierde de aankoop destijds met behulp van een lening van 55 miljoen euro, onder andere verschaft door de Rabobank. Met de bank is afgesproken dat de aandelen in NSI minimaal 100 miljoen waard moeten zijn, maar nu zijn ze slechts 70 miljoen euro waard. De bank wil een bij-

VASTGOEDBELEGGEN IN ÉÉN MINUUT

■ **VASTGOEDFONDSEN** zijn fondsen die investeren in onroerende goederen zoals woningen, kantoren en winkels. De fondsen bieden beleggers de mogelijkheid om in vastgoed te investeren terwijl het risico beter gespreid is dan bij aankoop van één enkel pand.

■ **DE KOERS** van een beursgenoteerd vastgoedfonds wordt voor een belangrijk deel bepaald door de intrinsieke waarde, ook wel boekwaarde, per aandeel. Dat is de waarde van de vastgoedportefeuille in

de boeken minus de schulden gedeeld door het aantal uitstaande aandelen.

■ **DE INTRINSIEKE WAARDE** lijkt een stevig houvast voor beleggers, maar dat valt tegen. Een vastgoedportefeuille wordt over het algemeen tweemaal tot viermaal per jaar gewaardeerd door externe taxateurs, maar een waardering is net zo goed als de onderliggende aannames. En daar schort het nog weleens aan. Zo zijn aannames over toekomstige huurinkomsten niet altijd even duidelijk.

storting zien. Veel problemen en banken die geld willen zien: duidelijk is dat Habas er niet op zit te wachten om extra geld te steken in NSI. En toch zal dat nodig zijn als het bedrijf zijn aandeelhouders om nieuw geld vraagt. Onzekerheid hierover drukt de koers.

OVERDRUVEN BELEGERS?

Het zijn zware tijden in de vastgoedsector en ook voor veel beursgenoteerde vastgoedfondsen.

Geven de lage beurskoersen de situatie goed weer of overdrijven beleggers? In de gouden jaren 2004 tot en met 2007 betaalden beleggers op de beurs een stevige premie boven de waarde die vastgoedfondsen volgens de eigen boeken vertegenwoordigden. Ach-

