

leegstand van de winkels 4,6 procent.

Balanstechnisch verandert er niet zo veel. De schulden als percentage van de vastgoedbeleggingen, de 'loan-to-value', veranderen slechts licht. De combinatie komt uit op 54,5 procent versus NSI 53,5 procent en VastNed O/I 55,7 procent. Dit is nog steeds boven de doelstelling van 50 procent, waardoor er nog wel wat lichte reparatiewerkzaamheden te doen zijn. Zo kunnen de panden in Duitsland verkocht worden, alsook enkele panden in Nederland. In België is het nog onduidelijk wat er gaat gebeuren.

VOORDELEN FUSIE

Ondanks een verhoging van het risicoprofiel ziet NSI vooral voordelen in een samengaan met VastNed O/I. Zo verwacht NSI zelfs de bezettingsgraad van de combinatie te kunnen verbeteren. Door de toegenomen concentratie van gebouwen in lokale kantoormarkten kunnen huurders naar verwachting beter bediend worden. Zo is NSI relatief sterk vertegenwoordigd in de regio Rotterdam en VastNed O/I in Amsterdam. Beide fondsen beschikken niet over toplocaties, maar Buijs kiest daar ook bewust voor. De rendementskansen voor B-locaties zijn volgens hem beter, mits goed gemanaged uiteraard. De NSI-topman denkt zo dankbaar gebruik te kunnen maken van de forse discount in de beurskoers van VastNed O/I.

Een ander voordeel is dat door een toegenomen marktkapitalisatie de liquiditeit van het aandeel kan verbeteren. Potentiële opname in de Midkap-index ligt in het verschiet. Dat kan de koersontwikkeling ten goede komen en aandelenemissies eenvoudiger en lucratiever maken.

Voorts verwacht NSI met een grotere omvang aan te kunnen schuiven bij de lucratievere deals en voordelen te kunnen realiseren op het gebied van financieringsvoorwaarden en inkoop van facilitaire diensten en energie. NSI ziet in totaal circa 3,5 miljoen euro aan synergievoordelen, gelijk aan een kleine 5 procent van het totale directe resultaat van de combinatie. NSI verwacht dat in 2013 volledig gerealiseerd te kunnen hebben.

MOGELIJK LUCRATIEF

De deal met VastNed O/I kan zeer lucratief uitpakken voor NSI. Kantoren zijn risicovoller dan winkels, maar daar staat ook een relatief hoge rendementskans tegenover. Momenteel is het rendement van de VastNed-portefeuille niet buitengewoon aantrekkelijk vanwege de hoge leegstand, maar de beurskoers heeft dat verdiscon-



teerd. Slaagt NSI erin door actief beheer de bezettingsgraad op te voeren, dan is het kassa.

Voor aandeelhouders VastNed O/I kan de fusie ook interessant zijn. Ook zij profiteren van de schaalvoordelen en een mogelijk hogere bezettingsgraad. Nadeel kan zijn dat zij nu ongewenst een stuk potentieel inleveren door deel te gaan uitmaken van een mixfonds. Daar staat wat meer stabiliteit tegenover. Niet uitgesloten is dat VastNed nog nader wil onderhandelen over de precieze ruilverhouding. VastNed stelt dat "de rationale van de geboden aanzienlijke korting op de intrinsieke waarde door NSI nog niet nader is onderbouwd." Bestuursvoorzitter Reinier van Gerrevink heeft zelfs altijd gezegd niet te verkopen onder intrinsiek. Of hij daar zo star aan zal vasthouden, valt te bezien. De leegstand in zijn portefeuille is immers alleen maar gegroeid. In ieder geval zullen de beide portefeuilles goed en actueel gewaardeerd moeten worden.

In het verleden bleek VastNed O/I spijt te hebben van de afsplitsing van Retail. Van een nieuwe hereniging is het echter niet gekomen, omdat de Retail-aandeelhouders in 2002 tegen stemden. Wat dat betreft een nieuwe kans voor het kantorenfonds om weer deel van een mixportefeuille te gaan uitmaken. Om wat druk op de ketel te zet-

ten, heeft NSI maar alvast een belang van 4,99 procent in VastNed O/I genomen.

VERDEDIGBARE ZET

Behalve de omwisselingsverhouding is er nog een ander obstakel waarop de deal zou kunnen afketsen. De mogelijkheid bestaat dat volgens Belgisch recht NSI gedwongen kan worden tot een bod op geheel Intervest Offices, de Belgische dochter van VastNed O/I (55%-belang). Bij volledige integratie zou het Belgische onderdeel zijn gunstige fiscale status verliezen. Deze zaken moeten nog nader worden onderzocht.

Komen beide partijen tot een bevredigende ruilverhouding, dan lijkt de fusie een verdedigbare strategische zet voor beide vastgoedfondsen. NSI zegt al de steun te hebben van grootaandeelhouder Habas en een lokale grootaandeelhouder uit Hoorn, samen goed voor 33 procent van het aandelenkapitaal. Ook twee grootaandeelhouders van VastNed O/I hebben al laten weten de ratio achter een samengaan te zien. Pakt het allemaal goed uit, dan ontstaat er een grote speler met betere groeikansen, die een stevig dividend kan bieden. De beoogde voordelen moeten zich natuurlijk wel manifesteren. Het is voor NSI te hopen dat de kantoren van VastNed het dieptepunt gezien hebben. ■