

NSI EN VASTNED O/I: SAMEN MINDER ZWAK

Verblind door de optisch lage overnameprijs van VastNed O/I, schuift NSI zijn strategie om de helft in winkels te beleggen terzijde.

TEKST: ERROL KEYNER

Na een maanden lange paringsdans wilden vastgoedfondsen NSI en VastNed O/I elkaar eindelijk omarmen. Op 25 augustus kunnen aandeelhouders van VastNed O/I hun bestuur en commissarissen ondervragen over de fusie. De dag erna stemmen aandeelhouders NSI over de samensmelting. Als alles volgens plan verloopt, staat NSI begin september als fusiefonds genoteerd.

EENOOG HELPT DE BLINDE

De fusie gebeurt niet vanuit kracht. Beide onroerendgoedfondsen zitten in zwaar weer. Wellicht is de fusie mede ingegeven door de gedachte dat de blinde en de dove elkaar kunnen helpen. Was het maar zo. De fondsen zijn allesbehalve complementair en zijn beide zwaar (over)vertegenwoordigd in de flink getroffen Nederlandse kantorenmarkt. De vooruitzichten kunnen weleens veel dramatischer zijn dan met name NSI uitspreekt. De afwaarderingen van de portefeuilles van de fondsen in de laatste drieënhalve jaar spreken boekdelen, waarbij beide structureel tental-

len miljoenen negatief indirect beleggingsresultaat per jaar laten zien. Het overgrote deel van de portefeuille zit bovendien in het extra kwetsbare B-segment van (locaties van) panden. NSI-topman Johan Buijs beweert dat de bodem eind 2011 zal zijn bereikt. Het valt te betwijfelen of hiervoor een serieuze basis is. Het is daarom denkbaar dat de cocktail van een matige (NSI) met een zwakke (VastNed O/I) onroerendgoedportefeuille juist voor knallende koppijn zal zorgen in de komende jaren.



VERMEENDE PRIJSKNALLER

VastNed O/I wordt voor minder dan de intrinsieke waarde overgenomen. De conclusie dat het fonds te goedkoop door NSI wordt opgeslokt is echter voorbarig. Beleggers wantrouwen de waarderingen van het vastgoed; begrijpelijk, gezien de afwaarderingen van de afgelopen jaren en de beroerde vooruitzichten. Beide fondsen hebben bovendien een relatief zwakke balans, met veel schulden ten opzichte van de bezittingen. Afwaarderingen doen dan extra pijn, niet alleen vanwege duurdere financiering, maar ook het belastingvrije karakter van de winst (en dus de hoogte van het dividend) kan in gevaar komen.

De onroerendgoedportefeuille van NSI zal na de fusie uit balans raken, met een hoger risicoprofiel. Zelfs na de afwaarderingen

BELEGGINGSRESULTATEN (€ MLN)

	2008	2009	2010	2011HY
Indirect				
NSI	-71,4	-66,2	-27,3	-7,3
VastNed O/I	-48,3	-71,8	-35,9	-45,8
Direct				
NSI	50,0	51,6	52,4	26,3
VastNed O/I	32,5	29,7	25,0	10,1
Totaal				
NSI	-21,3	-14,6	25,1	19,0
VastNed O/I	-15,8	-42,1	-10,9	-35,7

maken kantoren momenteel 46 procent van NSI's portfolio uit, tegen liefst 82 procent bij VastNed O/I. De ambitie van NSI was om 50 procent in de veiliger geachte winkels te hebben. Na de fusie komt slechts 22 procent van de theoretische huuropbrengsten uit winkels. Dit maakt de fusie des te opmerkelijker en beleggers vragen zich af wat NSI bezielt om nog meer in de Nederlandse kantorenmarkt te zitten. Blijkbaar is NSI ervan overtuigd dat de bodem is bereikt en dat de overname van VastNed O/I tegen een uitverkoopprijs gebeurt. De langetermijnstrategie wordt stilletjes even terzijde geschoven.

Daar komt bovenop dat ook de Zwitserse winkelfortfolio – 9 procent (pre-fusie) van de vastgoedobjecten van NSI – ter discussie zou staan, aangezien het te duur is voldoende kritische massa in Zwitserland op te bouwen. Hiermee zou NSI nog verder verwijderd raken van de target om de helft in winkels te beleggen.

SCHAALVOORDELEN

NSI verdedigt de fusie niet alleen door te wijzen op schaalvoordelen van minimaal 3,5 miljoen euro per jaar. Het verwacht ook dat de bezettingsgraden kunnen toenemen door

LOKKERTJE

Gaat de fusie door? De verwachting is dat minimaal de vereiste twee derde van de aanwezige of gevolmachtigde NSI-aandelen zal voorstemmen. Onzeker is of ook minimaal twee derde deel van de aandelen zal zijn aangemeld, het zogenaamde quorum. Zo niet, dan moet een tweede vergadering volgen. Die vertraging en kosten wil NSI vermijden. Creativiteit qua 'investor relations' kan NSI niet worden ontzegd: om beleggers extra te motiveren te stemmen, worden onder hen drie weekendtrips naar Zwitserland voor twee personen verloot.