

OVERNAMEPRIJS

NSI neemt VastNed O/I over tegen een premie van zo'n 15 procent, op basis van de beurskoersen van 10 december 2010. Technisch gezien is er sprake van een driehoekssplitsing, waarbij de activa en passiva van VastNed O/I worden overgeheveld naar twee dochtermaatschappijen van NSI. Aandeelhouders van VastNed O/I ontvangen 0,897 NSI-aandeel voor hun aandeel. Na de fusie zullen de voormalige VastNed O/I-aandeelhouders ongeveer 28 procent van de NSI-aandelen bezitten. Het aantal uitstaande NSI-aandelen wordt met bijna 40 procent verhoogd. Om de overname te financieren geeft NSI namelijk 17,1 miljoen aandelen uit, die dus worden verdeeld onder de VastNed O/I-aandeelhouders. Een belangrijke reden voor het langdurig snuffelen aan elkaar was de waardering van het beursgenoteerde Intervest Offices, een Belgische dochter van VastNed O/I. De oplossing werd uiteindelijk gevonden: VastNed O/I-aandeelhouders krijgen een warrant, boven op 0,897 NSI-aandeel per VastNed O/I-aandeel. Indien Intervest Offices binnen 18 maanden inderdaad meer waard blijkt dan waarvan NSI in de onderhandelingen uitging, kunnen de voormalige VastNed O/I-aandeelhouders alsnog meeprofiteren.

een beter verhuurplatform, dankzij de toegenomen concentratie van gebouwen in lokale kantoormarkten. Ongewild zal NSI stiekem hopen dat de verminderde concurrentie de prijsdruk zal tegengaan. Tot slot zou de combinatie beter toegang krijgen tot financieringsbronnen. In combinatie met het afstoten van delen van de kantoren en alle logistieke panden, is een soepele financiering essentieel zodra NSI conform zijn strategie grote winkelportefeuilles gaat overnemen.

Theoretisch kunnen de voormalige NSI-aandeelhouders na de fusie een hoger dividend ontvangen en zal het aandeel goedkoper ogen wanneer het met de intrinsieke waarde wordt vergeleken. Veel NSI-aandeelhouders zullen daarom blij zijn met de samenvoeging met VastNed O/I. Maar dit geluk zal van korte duur zijn wanneer het proces van afwaarderingen zich in de komende jaren vrolijk zal voortzetten. ■



Door Willem Burgers
Fondsbeheerder Add Value Fund

Navigeren in de krach

Het is niet de eerste crisis in de financiële markten die ik meemaak. In 1978 werd onder supervisie van Fed-voorzitter Paul Volcker de Amerikaanse rente tot boven de 20 procent getild om de nadelige gevolgen van twee oliecrises uit het financiële systeem te werken en de hollende inflatie te beteugelen. In Nederland werd in 1982 de duurste staatsobligatie ooit uitgegeven, met een coupon van 12,75 procent, en met een recordopbrengst van, als ik mij niet vergis, 9 miljard gulden.

Velen meenden toentertijd dat renteniveaus van 15 à 16 procent weldra realiteit zouden zijn. Maar al het slechte nieuws bleek verwerkt in de prijzen en vanaf 1983 begon de bullmarkt in aandelen, die feitelijk tot de internetbubbel van 2002 zou duren. Kortstondig onderbroken, dat wel, door een heuse beurskrach in 1987 en, verhoudingsgewijs, kleinere correcties in 1989, 1992 en 1998.

Elke krach of stevige koerscorrectie heeft een eigen dynamiek. Vaak is de aanleiding voor een scherpe koersval al enige tijd voelbaar in de markt voordat deze plaatsvindt. In 1987 liepen de rentetarieven al vanaf augustus stevig op en lagen daarmee ten grondslag aan de val van een toen over-geleveragede aandelenmarkt. Net als nu was in 1987 vooral sprake van een vertrouwenscrisis. In de reële economie bleek, achteraf gezien, feitelijk niet heel veel mis.

Het is interessant het koerspatroon van vierentwintig jaar geleden te vergelijken met dat van nu. Het duurde uiteindelijk ruim een jaar voordat het zware verlies van 19 oktober 1987 was ingelopen. Echter, had je de juiste namen in portefeuille, dan was het mogelijk om al in mei 1988 uit de (vaak papieren) verliezen te zijn. De beurskrach van 2008/09 had een andere aanleiding: de kwetsbare financiële positie van het internationale bankwezen, belichaamd door het failliet van Lehman Brothers, leidde tot de diepste economische crisis sinds de jaren twintig van de vorige eeuw. Het heeft gemiddeld anderhalf à twee jaar geduurd voordat het bedrijfsleven was hersteld van deze dreun.

Nu is er deel twee van de financiële crisis en staat de problematiek rond de herfinanciering van landen centraal. Dit is toch vooral een politieke crisis. De uitgangspositie van het bedrijfsleven is in mijn ogen kerngezond, de rente blijvend laag en innovaties vinden makkelijk hun weg naar de eindconsument. De resultaten van de ondernemingen in de portefeuille van het Add Value Fund stellen zeker niet teleur en de vooruitzichten zijn alleszins redelijk. Onvoorziene omstandigheden daargelaten, dat wel. Als de huidige vertrouwenscrisis veel langer aanhoudt, zal dit beslist een stevig negatief effect sorteren op de bedrijfsresultaten in de nabije toekomst.

De politiek is aan zet om het vertrouwen stap voor stap weer te herstellen. Ik schat dat deze fase ten minste zes maanden in beslag zal nemen, want politici en centrale bankiers gaan nu eenmaal niet over één nacht ijs. In de tussentijd pas ik de portefeuille, waar nodig, aan door nog meer topkwaliteit tegen hoge korting aan te schaffen en iets zwakkere of te hoog gewaardeerde bedrijven te verkopen. Doorselecteren. Opdat de portefeuille weer sterker uit deze crisis tevoorschijn komt. ■