



DE WOEDE VAN SIR JOHN DOOR JEPPE DE BOER

Sir John was woedend. In een brief aan Peter Weinberg eiste hij blokkade van het analistenrapport. Sir John Ritblat was de grote man achter vastgoedgigant British Land, maar de bovenbaas van Goldman Sachs in Europa legde de brief naast zich neer. Tot verdriet van Sir John lag de beurswaarde van British Land al jaren ver onder de getaxeerde boekwaarde. Twee nieuwe Goldman-analisten hadden gedurfd te schrijven dat dit verschil, de zogenaamde discount, terecht was.

De analisten toonden begin 2001 voor het eerst aan dat de fiscale structuur van een vastgoedbedrijf van grote invloed was op de beurskoers. Bedrijven met een fiscaal gunstige REIT-status hadden geen discount of een vrij kleine discount. Normale belastingplichtige bedrijven hadden terecht een structureel grotere discount. Dit zat zo.

Nederlandse fiscale beleggingsinstellingen (fbi), Belgische Bevak's en Amerikaanse REIT's (samen 'REIT's') betaalden geen winstbelasting. Een REIT-belegging was daarmee fiscaal vergelijkbaar met een directe vastgoedbelegging en daarnaast liquide en transparant. Een belegging via bijvoorbeeld British Land was een stuk minder aantrekkelijk, omdat die wel vennootschapsbelasting betaalde. Dit nadeel werd vertaald in een lagere beurskoers.

Sir John heeft nooit toegegeven dat het Goldman-tweetal gelijk had, maar British Land zou een van de grootse aanjagers worden van de succesvolle lobby voor UK REIT's. Naast het VK omarmden ook Frankrijk en Duitsland het REIT-model. Het positieve effect was vooral in Frankrijk goed zichtbaar. Toen de Franse senaat eind 2002 stemde over de introductie van de zogenaamde Sicafi-structuur, spoot het aandeel Unibail met zeker 15% omhoog.

De introductie van REIT's was geen cadeautje aan een diep geliefde vastgoedsector. De REIT-lobby's waren succesvol op basis van goede argumenten. Vastgoed vormt een belangrijk onderdeel in de beleggingsmix van grote en kleine beleggers. Vastgoed is alleen relatief illiquide en intransparant en er zijn grote bedragen mee gemoeid.

Vastgoedfondsen bieden uitkomst. Ze zijn transparant en liquide en bieden veel spreiding van risico. Een vastgoedfonds dat belasting betaalt, heeft echter het zelfde nadeel als het oude British Land van Sir John: het is fiscaal veel minder aantrekkelijk dan een directe belegging. REIT's zijn ooit uitgevonden om dit probleem op te lossen. Als voorwaarde van hun status moeten REIT's bijna al hun winst uitkeren als dividend. Belastingplichtige aandeelhouders betalen daardoor gewoon belasting over ontvangen dividenden. Vrijgestelde beleggers betalen niets, net als met directe beleggingen. Geen cadeautje dus, maar een weldoordachte structuur die een gelijk speelveld creëert voor fondsbeleggingen.

De argumenten voor REIT's zijn sinds een jaar of 15 dus breed geaccepteerd. Het is wrang dat deze structuur uitgerekend in Nederland onder druk staat. Nederland was een pionier, waar de fbi-structuur al sinds 1969 bestaat. Kabinet Rutte III is nu van plan om directe beleggingen door beleggingsinstellingen niet meer toe te staan in verband met het afschaffen van de dividendbelasting. Dit kan het einde van de fbi inluiden.

Het verdwijnen van de fbi zou meer betekenen dan het verlies van een efficiënte beleggingsmogelijkheid. De echte implicatie is dat uitgerekend langetermijnbeleggers, zoals Wereldhave, NSI, Vesteda en Amvest, geraakt worden en uiteindelijk zullen verdwijnen. Ze zullen moeite hebben om nieuw kapitaal aan te trekken en kwetsbaar worden voor overnames. Dit zou een maatschappelijk drama betekenen. Deze groep beleggers vormt de hoeksteen van de Nederlandse vastgoedeconomie. Ze zijn de leidende spelers op de markt voor middeldure huurwoningen, ze zorgen voor goede stedelijke omgevingen en zijn aanjagers van verduurzaming. Zonder fbi's is de markt overgeleverd aan financiële beleggers met een kortetermijnstrategie en met weinig liefde voor Nederland. Dit kan nooit de bedoeling zijn van Rutte III. Hoog tijd voor een boze brief.

Jeppe de Boer is founding partner van Masterdam