

met nieuwe fiscale regels, aldus Berdowski. "Opeens krijgen wij een hele nauwe interpretatie van de aftrekbaarheid van rente in publiek-private samenwerkingen. Die hebben we voor vijftien jaar gefinancierd en onderbouwd in de veronderstelling dat de rente aftrekbaar is. Nu hebben ze net bedacht dat dat niet meer zo is. Dat is niet toevallig, want die 1,4 miljard euro moet wel ergens vandaan geschraapt worden."

Hoogleraar corporate finance Jaap Koelewijn van Nyenrode geeft de Boskalis-topman gelijk. "Peter Berdowski is natuurlijk ook op zoek naar fiscaal gunstige regelingen, maar de rekensom is inderdaad betrekkelijk rechttoe, rechtaan. Alles wat grote bedrijven minder betalen en de overheid misloopt, moet ergens anders vandaan komen. Uiteindelijk moet de staat natuurlijk wel een bepaald bedrag per jaar aan belastinginkomsten hebben."

Wat krijgt Nederland hiervoor terug? Volgens het regeerakkoord zullen bedrijven hierdoor makkelijker kapitaal kunnen aantrekken. Hoe dat in de praktijk precies zou werken, wordt daar niet onderbouwd, maar Shell, een van de drijvende krachten achter deze verandering, doet daar wel een poging toe in een *position paper* dat het eind vorig jaar heeft gepubliceerd.

DUALE STRUCTUUR

In het kort komt het erop neer dat Shell als Brits-Nederlands bedrijf door de dividendbelasting gedwongen is om een duale aandelenstructuur te hebben. Op de aandelen A wordt wel dividendbelasting ingehouden, op de aandelen B niet. Dit is in 2005 bedacht om te voorkomen dat Britse aandeelhouders in het Britse bedrijf Nederlandse dividendbelasting zouden gaan betalen toen het hoofdkantoor van Shell in Nederland kwam.

Shell stelt dat deze structuur de aantrekkingskracht van het bedrijf op bepaalde investeerders

beperkt en dat dit het bedrijf afremt. Zo vormt het een beperking bij het financieren van overnames, bij inkoop en uitgifte van aandelen en bij de financiering van de dividenduitkering, aldus Shell. Als de dividendbelasting van tafel is, kunnen de aandelen A verdwijnen en is dit probleem opgelost.

Uitgever RELX, ook een Brits-Nederlandse multinational, is met min of meer dezelfde argumentatie nu al bezig met een vereenvoudiging van zijn bedrijfsstructuur. Dit jaar verdwijnt de Nederlandse NV en blijft alleen de Britse PLC over. Aandeelhouders van de Nederlandse vennootschap krijgen aandelen in het Britse bedrijf.

Wat betreft de dividendbelasting betekent dit dat geen enkele RELX-aandeelhouder straks nog dividendbelasting afdraagt aan de Nederlandse overheid. Maar voor RELX gaat het daar niet om. De vereenvoudiging moet leiden tot een grotere zichtbaarheid van het aandeel en een betere waardering. Daarbij wijst RELX erop dat er altijd een korting op de aandelen van de NV heeft gezeten ten opzichte van die van de PLC.

BELASTING TERUGVRAGEN

Op de aandelen A van Shell zit ook een korting ten opzichte van de aandelen B. In hoeverre deze verschillen volledig te wijten zijn aan de dividendbelasting is niet te zeggen, maar het laat wel zien dat het uitmaakt. Voor de ene categorie aandelen is er een groep investeerders die de belasting niet kan terugvragen en die dus 'afvallen'.

Maakt het bedrijfseconomisch echt wat uit dat er een kleine onderwaardering is voor één categorie aandelen? Koelewijn van Nyenrode denkt uiteindelijk van wel. "Het kan altijd beter. Als een verandering in de structuur de waardering ten goede komt, is dat goed voor je financiële positie, want je kapitaalkosten gaan omlaag."

Hoe zwaar dit moet wegen voor de overheid, daar is hij desondanks duidelijk over: niet. "Wij hebben



**JAAP
KOELEWIJN:
'LANDEN
Zouden
EIGENLIJK
MOETEN GAAN
SAMENWERKEN
EN MET Z'N
ALLEN MOETEN
BESLUITEN OF
ZE WEL OF GEEN
DIVIDEND-
BELASTING
WILLEN'**

als Nederlandse staat en Nederlandse burgers niets te maken met de ingewikkelde kapitaalstructuur van Shell. Dat hebben ze zelf gedaan, waarom moeten wij dat oplossen? Zij zeggen 'wij willen geen dividendbelasting betalen en als je er niet aan meewerkt, gaan wij weg'. Dat is de macht van grote bedrijven. Unilever heeft ook een hoofdkantoor in Nederland en dat willen we blijkbaar behouden zonder dat er harde bewijzen zijn dat die kantoren heel belangrijk zijn voor de economie."

Uiteindelijk is het in zekere zin onvermijdelijk dat bedrijven zo opereren, zegt hij. "Er zijn hele grote verschillen in belastingheffing. Daardoor zet je de deur open voor arbitrage. Landen zouden eigenlijk moeten gaan samenwerken en met z'n allen moeten besluiten of ze wel of geen dividendbelasting willen. Je kunt er anders op wachten dat partijen gaan proberen om hun positie te optimaliseren."

Stahli en zijn collega's bij de andere beursgenoteerde vastgoedfondsen willen in ieder geval compenserende maatregelen, als de afschaffing toch doorgaat. "Wij snappen als sector dat er belasting moet worden geheven en hebben dat ook altijd geaccepteerd. We zouden de FBI kunnen vervangen door een echte REIT-structuur. De overheid kan ook een uitspraak doen om misbruik te voorkomen, bijvoorbeeld dat als je als FBI in vastgoed wilt beleggen, je beursgenoteerd moet zijn. Dan los je het probleem ook op."

De beursgenoteerde vastgoedfondsen krijgen het gevoel dat zij simpelweg opgeofferd worden, zegt Stahli. "Er zijn voor de hand liggende oplossingen maar omdat die de politiek zeer gevoelige discussie rondom de dividendbelasting raken zijn deze vooralsnog onbespreekbaar verklaard. Er is een risico dat je een goed functionerende sector het leven moeilijker maakt, alleen maar omdat je denkt dat je andere sectoren moet faciliteren. In onze ogen moet je beide kunnen doen."