



vaste kosten (personeels-, advies-, taxateurs- en kantoorkosten) uit te smeren over meer objecten. Beschikken over schaalgrootte is ook prettig bij onderhandelingsrondes met bijvoorbeeld grote internationale winkelketens als Inditex en H&M, en het maakt doorgaans ook de toegang tot externe financiering makkelijker.

Voor de kleinere fondsen NSI, Vastned en Wereldhave is een terugkerende vraag of ze voldoende massa hebben. De vaste kosten liggen door de beperktere schaal nou eenmaal (relatief) hoog in vergelijking met de te innen huurpenningen. De EPRA-kostenratio – operationele en administratieve kosten afgezet tegen de brutohuurinkomsten – laat dat goed zien.

Zo ligt deze kostenratio bij Wereldhave en NSI al snel 50 procent hoger dan bij het veel grotere Unibail. Het relatief kleine Vastned heeft op het oog een lage kostenratio, maar dat is te verklaren door het feit dat dit fonds geen winkelcentra bezit, maar vastgoed in de binnensteden van grote Europese steden. Het uitbaten van winkelcentra vergt veel hogere kosten – denk aan beveiliging, schoonmaak en

ALLE VASTGOEDFONDSEN HEBBEN DE LAATSTE JAREN FLINK GESNOEID

onderhoud van de gedeelde ruimtes. Wie daarvoor corrigeert, zal zien dat ook Vastned niet heel kostenefficiënt opereert.

Alle vastgoedfondsen hebben de laatste jaren flink gesnoeid, niet in de laatste plaats op het hoofdkantoor. Langzaam zijn we echter op een punt aanbeland waarbij verder bezuinigen niet meer kan, zonder in het eigen vlees te snijden. Het gebrek aan schaal is bij NSI en Vastned een terugkerend aandachtspunt van beleggers. Aangezien uitbreiding van de vastgoedportefeuille (om meer schaal te creëren) geen serieuze mogelijkheid is – de koersen zijn te laag voor emissies – is het steeds meer de vraag of de twee bedrijven wel (economisch) bestaansrecht hebben.

6 FISCALE TIJDBOM

Er is nog een dossier dat de vastgoedsector hard kan raken. Het kabinet lanceerde op Prinsjesdag vorig jaar plannen om de vennootschapsbelasting in te voeren bij vastgoedfondsen die nu nog een fiscale beleggingsinstelling (FBI) zijn. Zoals de zaken er nu voor staan, verliezen zij vanaf 2025 hun geprivilegieerde belastingvrije

status. Dan zal de winst die zij realiseren met in Nederland gevestigd vastgoed belast worden tegen 25,8 procent.

Nu het kabinet demissionair is geworden, is nog niet duidelijk of de maatregel er komt. Maar alle vastgoedbedrijven houden er nadrukkelijk rekening mee dat het zal gebeuren, al dan niet met enige vertraging. De FBI-regeling is in de jaren 60 geïntroduceerd en had als oogmerk aandeelhouders in beursgenoteerd vastgoed op dezelfde fiscale wijze te behandelen als particuliere vastgoedbezitters.

Dat fiscaal gunstige statuut was een belangrijke reden om in Nederlandse vastgoedfondsen te beleggen. Bedrijven die vallen onder het FBI-regime betalen geen belasting en keren het volledige directe resultaat (de huurinkomsten verminderd met de servicekosten, operationele kosten en administratieve kosten) uit aan hun aandeelhouders. NSI heeft het meest te vrezen van afschaffing, omdat het alleen op de Nederlandse markt actief is. Belastingheffing zal het rendement drukken: er blijft minder geld over voor dividend, waardoor vastgoedspelers nog minder aantrekkelijk worden voor beleggers.

De vastgoedfondsen op het Damrak zijn begonnen met het doorrekenen van de consequenties van het verlies van het nulprocentstarief. Veel hangt af van de vraag hoe zwaar de weging in de portefeuille is naar Nederlands vastgoed. NSI rekent bijvoorbeeld op een belastingdruk van 10 tot 12 procent. Stahli heeft met collega's van andere vastgoedfondsen de handen ineengeslagen met een lobbytraject. Tot nu toe zonder resultaat. Ook Wereldhave en Vastned boeken een flink deel van de winst in Nederland. Zij kunnen in de nabije toekomst eveneens een belastingaanslag verwachten.