



## Projectontwikkende belegger beter af

**Auteur(s):**

Brounen, D

Eichholtz, P.M.A.

*De eerste auteur is verbonden aan de Universiteit van Amsterdam en de tweede auteur is verbonden aan de Universiteit Maastricht, de Universiteit van Amsterdam en Kempen & Co. De auteurs bedanken Hans Op 't Veld voor zijn hulp en commentaar.*

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4331, pagina 828, 26 oktober 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

vastgoed

*Het ministerie van Financiën doet er goed aan een fiscaal verbod voor projectontwikkeling door vastgoedbeleggers te vermijden.*

**Momenteel worstelen beleidsmakers met de vraag hoe zij vastgoedbeleggers, participierend in de ontwikkeling van vastgoedobjecten, fiscaal moeten behandelen. Door de economische effecten van een combinatie van beleggings- en ontwikkelingsactiviteiten binnen een fonds te onderzoeken, hopen wij deze vraag dichterbij een antwoord te brengen.**

### Beleggen en ontwikkelen onder een dak

Er zijn sterke argumenten voor de stelling dat vastgoedbeleggen en -ontwikkelen onder een dak plaats dienen te vinden. Beleggers die alleen voltooide gebouwen kopen staan altijd als laatste in de rij. Zelf projecten ontwikkelen biedt directe toegang tot de beste locaties en verschaft meer controle over de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Kortom, ontwikkelen is nodig om toegang te verkrijgen tot 'de krenten uit de pap'.

Een ander argument voor het combineren van beleggen en projectontwikkeling is dat deze activiteiten verschillende economische cycli kennen, zodat een combinatie diversificatievoordelen oplevert. Bovendien kan een dergelijke combinatie leiden tot een beter geïnformeerd management. Projectontwikkeling zorgt voor meer directe toegang tot marktinformatie en daar kan men bij aan- en verkopen in de beleggingsportefeuille een voordeel mee behalen. Tenslotte, maar dan geredeneerd vanuit een projectontwikkelaar, is zo'n combinatie nuttig door de mogelijkheid om een anticyclisch ontwikkelingsbeleid te voeren. Pure projectontwikkelaars zijn vaak niet in staat om in tijden van economische malaise te ontwikkelen, omdat geldverstrekkers dan terughoudend zijn met het financieren van projecten. Dat is jammer, want juist dan staan aannemers te springen om werk, zijn ze goedkoop, en kan men half voltooide projecten voor een prikje overnemen van failliete concurrenten. De stabiele kasstromen uit een vastgoedbeleggingsportefeuille zouden een gecombineerde onderneming financieel in staat stellen om juist in economisch moeilijke tijden toe te slaan.

Naast de argumenten voor het combineren van beleggen en ontwikkelen bestaat er ook een aantal tegenargumenten. Zo kan men aanvoeren dat projectontwikkelen en beleggen twee sterk verschillende activiteiten zijn, die ook zeer verschillende eisen stellen aan het management. In die optiek zou er eerder sprake zijn van onderlinge hinder dan van synergie. Daarnaast levert een combinatie van beleggen en ontwikkelen een onduidelijk profiel op voor beleggers en analisten, die in het algemeen een voorkeur tonen voor focus en transparantie. Tenslotte verhoogt projectontwikkeling het risicoprofiel van een vastgoedbelegger. Dat zal er in ieder geval voor zorgen dat een deel van de eventuele synergievoordelen vervalft als men voor dit risico corrigeert.

### Het fiscale beleid

Fiscaal gezien is het in Nederland voor vastgoedbeleggers prima geregeld. Zij kunnen aanspraak maken op de status van Fiscale Beleggingsinstelling (fbi), hetgeen betekent dat zij voor de vennootschapsbelasting worden aangeslagen voor een tarief van nul procent. Vrijwel alle beurs- en niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingsfondsen maken van deze faciliteit gebruik<sup>1</sup>.

In Europa is deze faciliteit verder vrij zeldzaam: alleen België kent een vergelijkbare situatie. Buiten Europa is de Verenigde Staten het belangrijkste land dat een dergelijke fiscale status toekent aan vastgoedbeleggers: Amerikaanse Real Estate Investment Trusts (REIT's) hoeven eveneens geen vennootschapsbelasting te betalen. Als een Amerikaans vastgoedfonds opteert voor de REIT-status moet het aan een aantal voorwaarden voldoen, die sterk lijken op de regels die ook in Nederland gelden: de belangrijkste zijn dat er moet worden belegd in vastgoed, dat de huurinkomsten als dividend moeten worden uitgekeerd en dat er een maximum is aan de financiering met vreemd vermogen.

Nederland verschilt echter op een belangrijk aspect van de vs. Tot voor kort bestond er in de Verenigde Staten een limiet op de maximale omvang van projectontwikkeling die een vastgoedfonds mag ondernemen om in aanmerking te komen voor de REIT status. Lange tijd mochten REIT's maximaal 25 procent van hun totale inkomsten genereren uit projectontwikkeling. Een overschrijding van dit maximum leidde tot het verlies van de REITstatus, hetgeen de fiscale situatie drastisch deed verslechteren. De Amerikaanse overheid is sinds kort overgestapt naar een systeem waarin bedrijfswinsten worden gesplitst naar winsten voortkomend uit beleggingen en winsten uit projectontwikkeling, waarbij alleen de laatsten worden belast. In Nederland bestaat er op dit moment geen vergelijkbare wetgeving voor

een fbi. Voor veel Nederlandse projectontwikkelaars is dat al jaren een doorn in het oog: zij moeten immers voor het volle pond vennootschapsbelasting betalen, terwijl projectontwikkende beleggers fiscaal worden ontzien. Dat levert voor de pure projectontwikkelaars een concurrentienadeel op. Bovendien is projectontwikkelen bij uitstek een ondernemende activiteit, die ver weg staat van het passief beleggen in vastgoed. Het is dan ook logisch dat het ministerie van Financiën het fiscale beleid op dit punt heroverweegt.

### *Gescheiden belasting*

De uitdaging waarvoor de fiscus nu gesteld wordt, is om een maatregel in te voeren die leidt tot minimale verstoringen van de economische efficiëntie. Er zijn grofweg drie methoden van aanpak. Ten eerste kan men net als in de Verenigde Staten een systeem van gescheiden belasting invoeren. In dat geval laat de overheid beleggers vrij in de mate waarin zij aan projectontwikkeling doen en wordt alleen over het deel van de winst dat is toe te rekenen aan die projectontwikkeling de normale vennootschapsbelasting geheven. In deze constructie worden de beleggingsinkomsten nog steeds belast tegen het nul-procentstarief.

### *Eigen portefeuille*

Een andere mogelijkheid is om een onderscheid te maken tussen projectontwikkeling voor de markt en projectontwikkeling voor de eigen portefeuille. Wanneer een fbi projecten ontwikkelt voor de markt, treedt deze daarmee in rechtstreekse concurrentie met een gewone projectontwikkelaar. In dat geval is het heffen van vennootschapsbelasting nodig om de concurrentieverhoudingen eerlijk te houden. Indien het ontwikkelde vastgoed echter voor lange tijd in de eigen beleggingsportfeuille blijft, dan is er van concurrentie veel minder sprake en ligt het nul-procentstarief voor de hand. Deze methode heeft net als de eerste als voordeel dat er geen fiscaal verbod op projectontwikkeling voor vastgoedbeleggers ontstaat.

### *Limietstelsel*

Tenslotte kan een limietstelsel worden gebruikt, waarbij voor vastgoedbeleggers die hun gunstige fiscale status willen behouden een limiet wordt gesteld aan de omvang van hun projectontwikkelingsactiviteiten. Overschrijding van de limiet zal resulteren in een algehele belasting tegen het gangbare belastingtarief. Het voordeel van deze maatregel is eenvoudig in de uitvoering. Het nadeel is dat projectontwikkelen voor vastgoedbeleggers fiscaal vrijwel verboden zou worden.

De vraag is hoe erg dat is. Als het combineren van vastgoed-beleggen en projectontwikkelen leidt tot synergie, dan zou het niet economisch efficiënt zijn om deze combinatie door een fiscale maatregel onaantrekkelijk te maken. In dat geval zou de fiscus dus moeten opteren voor een van de eerste twee maatregelen, waarbij de mate van projectontwikkeling aan de belegger wordt overgelaten.

## **De feiten**

In het vervolg van dit artikel onderzoeken wij of er synergie bestaat tussen vastgoedbeleggen en ontwikkelen. Ons onderzoek bouwt voort op een eerdere studie van Brounen, Eichholtz en Kanters voor de Amerikaanse beursgenoteerde vastgoedmarkten<sup>2</sup>. Dit onderzoek was echter enigszins beperkt van opzet, zowel wat betreft steekproefgrootte als wat betreft methodologie. Daarom hebben Brounen en Eichholtz deze analyse recentelijk uitgediept en uitgebreid<sup>3</sup>. Het empirisch gedeelte van onze bijdrage is gebaseerd op de voornaamste resultaten uit dit laatste onderzoek.

Het idee is om de prestaties te meten van een groot aantal beursgenoteerde vastgoedfondsen die in verschillende mate aan projectontwikkeling doen en vervolgens te kijken of er een samenhang bestaat tussen het eerste en het laatste. We onderzoeken in dit verband 331 vastgoedfondsen in Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk, Australië, Hong Kong en de Verenigde Staten voor de periode 1987-2000<sup>4</sup>. Deze periode omvat een gehele marktcyclus: een zware wereldwijde vastgoedcrisis, een periode van herstel en tenslotte een boomperiode.

### *Synergie-effecten*

Om te beginnen verdelen we de vastgoedfondsen binnen elk land in drie cohorten. Het eerste bestaat uit de fondsen die niet ontwikkelen, de 'pure beleggers'. Vervolgens bepalen we voor de overige fondsen het aandeel dat de waarde van de projectontwikkeling uitmaakt ten opzichte van de waarde van de totale activa. Het tweede cohort bestaat uit fondsen die op basis van die maatstaf minder dan gemiddeld ontwikkelen en het derde uit fondsen die meer dan gemiddeld ontwikkelen. [tabel 1](#) geeft een overzicht van de aldus opgedeelde steekproef. Hierbij dient opgemerkt te worden dat fondsen behorend tot het cohort 'zware ontwikkelaars' in Hong Kong in zeer ruime mate aan projectontwikkeling doen, terwijl de Amerikaanse fondsen in hetzelfde cohort gemiddeld aanzienlijk minder ontwikkelen. Het gaat hier dan ook om de vergelijkingen binnen de landen. Vergelijkingen tussen de landen in de steekproef zeggen door de gekozen aanpak niet veel, maar dat maakt voor onze onderzoeksvraag niet uit.

**Tabel 1. Overzicht steekproef vastgoedfondsen, binnen elk land opgedeeld in drie cohorten**

cohorten	vs	Hong Kong	Australië	vk	Frankrijk
zware ontwikkelaars	48	12	16	20	6
lichte ontwikkelaars	39	14	5	12	-
pure beleggers	60	17	39	30	13

Bron: Global Property Research

Vervolgens onderzoeken we voor elk van deze cohorten de gemiddelde beursprestaties. We berekenen voor elk fonds het gemiddelde

totale rendement en de bijbehorende standaarddeviatie. We gebruiken de Sharpe-maatstaf om het rendement voor het gelopen risico te corrigeren<sup>5</sup>. Vervolgens nemen we per cohort het gemiddelde van deze cijfers. De resultaten worden gepresenteerd in [tabel 2](#). Uit deze tabel komt ten eerste naar voren dat de fondsen die relatief veel aan projectontwikkeling doen de hoogste rendementen behalen. Daarnaast worden deze zware ontwikkelaars gekenmerkt door het hoogste risico. Dit resultaat geldt voor elk van de vijf onderzochte landen. Wanneer wij met behulp van de Sharpe-maatstaf de rendementen corrigeren voor onderliggende verschillen in risico, blijken echter de zwaardere ontwikkelaars nog steeds de beste prestaties te leveren. Voor vrijwel alle landen in de steekproef is de Sharpe-maatstaf het hoogst voor dit cohort en het laagst voor het cohort pure beleggers. Dit is dus een duidelijke aanwijzing voor het bestaan van synergie tussen vastgoedbeleggen en -ontwikkelen.

**Tabel 2. beursprestaties vastgoedfondsen**

cohorten	gemiddeld jaarrendement deviatie	maandelijkse standaard-	Sharpe- maatstaf
<b>Verenigde Staten</b>			
zware ontwikkelaars	8,42%	3,75%	0,13
lichte ontwikkelaars	8,30%	3,39%	0,11
pure beleggers	7,33%	3,62%	0,10
totaal gemiddeld	7,98%	3,38%	0,11
<b>Hong Kong</b>			
zware ontwikkelaars	13,12%	13,75%	0,08
lichte ontwikkelaars	10,50%	10,55%	0,04
pure beleggers	11,17%	11,47%	0,04
totaal gemiddeld	12,27%	10,89%	0,05
<b>Australië</b>			
zware ontwikkelaars	12,71%	13,97%	0,18
lichte ontwikkelaars	7,78%	10,60%	0,10
pure beleggers	8,49%	11,17%	0,08
totaal gemiddeld	9,50%	10,94%	0,10
<b>Verenigd Koninkrijk</b>			
zware ontwikkelaars	7,58%	8,33%	0,10
lichte ontwikkelaars	6,51%	5,15%	0,11
pure beleggers	6,37%	4,73%	0,09
totaal gemiddeld	6,85%	5,36%	0,10
<b>Frankrijk</b>			
ontwikkelaars	4,49%	4,42%	0,04
pure beleggers	3,92%	3,02%	0,03
totaal gemiddeld	4,10%	3,15%	0,03

Bron: Global Property Research

### Meer dan beursprestaties

Om de robuustheid van deze voorlopige conclusie te bepalen moeten we verder kijken dan alleen naar de beursprestaties van de vastgoedfondsen. De volgende stap is om ook te kijken naar de operationele opbrengsten die zij op hun geïnvesteerde vermogen genereren. Voor elk vastgoedfonds kijken we voor de gehele periode naar het rendement op het geïnvesteerde vermogen. Vervolgens aggregeren we deze cijfers weer naar het niveau van de cohorten. De resultaten staan in [tabel 3](#). Ook hier zijn de resultaten duidelijk: de fondsen die relatief veel aan projectontwikkeling doen, halen gemiddeld een hoger rendement op hun geïnvesteerde vermogen dan de pure beleggers. De enige uitzondering zijn de Verenigde Staten, waarvoor de resultaten tussen de cohorten elkaar weinig ontlopen. Dit is waarschijnlijk te wijten aan het feit dat projectontwikkeling onder alle Amerikaanse vastgoedfondsen, zoals gezegd, zeer beperkt is.

**Tabel 3. gemiddeld operationeel rendement op geïnvesteerd vermogen, in procenten**

cohort	vs	Hong Kong	Australië	vk	Frankrijk
zware ontwikkelaars	3,22	6,40	8,18	7,59	8,08
lichte ontwikkelaars	3,09	7,72	6,65	6,94	-
pure beleggers	3,26	3,80	7,41	6,0	5,24
gemiddelde	3,18	5,84	6,59	6,79	6,24

Bron: Datastream

Bij het interpreteren van deze resultaten is de vraag hoe het zit met het gelopen risico. Immers, we kijken hier alleen naar rendementen. Men zou verwachten dat de zwaardere ontwikkelaars het goed doen in tijden van voorspoed, maar dat de pure beleggers het wat beter doen in tijden van neergang. Wanneer we de steekproef opsplitsen in sub-perioden blijkt dat slechts beperkt het geval: in vrijwel alle sub-perioden presteren de zwaardere ontwikkelaars het best. Ook wanneer we verder kijken dan alleen de beursprestaties, blijkt er sprake te zijn van synergie tussen het beleggen in vastgoed en het ontwikkelen ervan.

### Conclusie

De prestaties van vastgoedbeleggers die aan projectontwikkeling doen, zijn significant hoger dan die van beleggers die dat niet of nauwelijks doen. Weliswaar nemen ontwikkelende beleggers meer risico's, die zich vertalen in een meer volatiele ontwikkeling van hun beursrendement en winstgevendheid, maar zelfs als we daarvoor corrigeren, blijven de geleverde financiële prestaties beter dan die van de niet-ontwikkende controlegroep. We mogen dus concluderen dat er wel degelijk synergie bestaat tussen beleggen in vastgoed en het ontwikkelen van vastgoed.

Dat betekent dat de fiscus er verkeerdt aan zou doen om een maatregel te introduceren die het combineren van beide activiteiten zeer moeilijk of zelfs onmogelijk zou maken. Dat vastgoedbeleggers die projecten ontwikkelen voor de markt daarvoor belast zouden moeten worden, staat buiten kijf. Het ontbreken van een dergelijke belasting verstoort de concurrentieverhoudingen tussen beleggers en projectontwikkelaars. Vanuit het oogpunt van economische efficiëntie is het echter cruciaal dat een heffing alleen gaat gelden voor de winsten uit projectontwikkeling en de rendementen op de beleggingsportefeuille ongemoeid laat

---

**1** Om in aanmerking te komen voor deze FBI-status, moet een Nederlands vastgoedbeleggingsfonds voldoen aan een aantal criteria, waarvan de uitkering van minimaal 95 procent van de winst in de vorm van dividend de voornaamste is.

**2** Zie D. Brounen, P.M.A. Eichholtz en P. Kanters, *should real estate investment companies be involved in development?* Real Estate Finance, winter 2000.

**3** Zie D. Brounen en P.Eichholtz, *Property Investment and Property Development: What Adds Value?*, Working paper, Universiteit van Amsterdam, 2001.

**4** Alleen deze vijf landen hebben voldoende beursgenoteerde vastgoedfondsen om tot de vereiste steekproefgrootte te komen.