Belastingdienst

Private equity en fiscaliteit

Belastingdienst,
Platform Versterking Vaktechniek

Onder redactie van mw. mr. C.M. Groot

Inhoud

1 Inleiding 9

1.1 Rapport Private equity en fiscaliteit 9

1.2 Opzet van het rapport 9

1.3 Samenstelling projectgroep 9

1.4 Inhoud van het rapport 10

I Zicht op private equity 11

2 Wat is private equity? 12

2.1 Inleiding 12
2.1.1 Ontstaansgeschiedenis private equity 13
2.1.2 Rol van private equity in de Nederlandse economie 14
2.1.3 Recente ontwikkelingen 18

2.2 Een definitie van private equity 19
2.2.1 Private equity als vermogensbeheerarrangement 20
2.2.2 Kapitaal bijeengebracht door investeerders 22
2.2.3 Fonds dat beheerd wordt door een participatiemaatschappij 23
2.2.4 Participeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen 25
2.2.5 Zeggenschap in de portfolio-onderneming 27
2.2.6 Realisatie op termijn 28
2.2.7 Leverage – het hefboomeffect 29
2.2.8 Carried interest 30
2.2.9 Rol van de fondsmanagers 31

2.3 Afbakening: private equity ten opzichte van andere financieringsvormen 31
2.3.1 Informal investors 31
2.3.2 Hedgefondsen 32
2.3.3 Crowdfunding 33

2.4 Private equity als vorm van ondernemingsfinanciering 34
2.4.1 Venture capital 36
2.4.2 Financiering door middel van private equity bij volwassen ondernemingen 38

2.5 Private equity als vorm van belegging 42
2.5.1 Investeerders in private equity 43
2.5.2 Co-investeringen 46

2.6 Participatiemaatschappijen 48
2.6.1 Verschillende soorten participatiemaatschappijen 48
2.6.2 Private-equityhuizen 49
2.6.3 Participatiemaatschappijen van banken of verzekeraars 50
2.6.4 Vermogende personen en family offices 50
2.6.5 Bedrijven met een eigen participatiemaatschappij 51
2.6.6 Regionale ontwikkelingsmaatschappijen 51

2.7 Private-equityfondsen 51
2.7.1 Captive- en non-captivefondsen 52
2.7.2 Verschillende typen fondsen 52

2.8 Private-equitystructuren beoordeeld vanuit verschillende invalshoeken 53
2.8.1 Nationaal versus internationaal 53
2.8.2 Economisch versus juridisch 53
2.8.3 Verschillende betrokkenen in verschillende hoedanigheden 54
2.8.4 Tijdsaspect 54
2.8.5 Ondernemen versus beleggen 54

3 De 'economics' van private equity 55

3.1 Inleiding 55

3.2 De distributiewaterval 55
3.2.1 Afspraken verschillen per fonds 55
3.2.2 De economische basisgedachte van een private-equityfonds 56
3.2.3 Kapitaalcommitment van de investeerders 57
3.2.4 Commitment van de fondsmanagers 57
3.2.5 De distributiewaterval van het fonds 58
3.2.6 Terugbetaling van kapitaal aan de investeerders 59
3.2.7 Preferred return voor de investeerders 59
3.2.8 Catch-up voor de fondsmanagers 60
3.2.9 Verdeling van de overwinst, carried interest 60
3.2.10 J-curve van het fonds 62
3.2.11 Clawback 62
3.2.12 Teruggaven door de investeerders 63
3.2.13 Afspraken over belastingkosten 63
3.2.14 De managementfee 63
3.2.15 Managementfee op het niveau van het fonds 65
3.2.16 Management- en andere fees op het niveau van de portfolio-onderneming 65
3.2.17 De (overige) kosten van het fonds 66
3.2.18 Organizational expenses 66
3.2.19 Operationele kosten 66
3.2.20 'Manager expenses' 66

3.3 Managementparticipatie 67
3.3.1 Inleiding 67
3.3.2 Alignment of interests 67
3.3.3 Conflicts of interests 68
3.3.4 Vormen van managementparticipatie 69
3.3.5 Vormgeving van de managementparticipatie 69
3.3.6 Aandelenparticipatie 70
3.3.7 Envy ratio, sweet equity 70
3.3.8 Overhang en catch-up 71
3.3.9 Optierecht 71
3.3.10 Ratchet 71
3.3.11 Bijkomende bepalingen bij managementparticipatie 71
3.3.12 Besluitvorming bepaalde aandeelhoudersbesluiten 72
3.3.13 Overdrachtsbeperkingen, lock-up 72
3.3.14 Aanbiedingsverplichtingen en leaverbepalingen 72
3.3.15 Bad leaver 73
3.3.16 Good leaver 73
3.3.17 Vervolgfinanciering en (anti)verwatering 73
3.3.18 Exitbepalingen, drag-along en tag-along 74

3.4 Leverage 74
3.4.1 Leverage: gewone aandelen ten opzichte van (cumulatief) preferente aandelen 75
3.4.2 Leverage: eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen 76
3.4.3 Leverage: de managers 80

3.5 Governance, transparantie en toezicht 81
3.5.1 Governanceafspraken op fonds- en targetniveau 81
3.5.2 Governancerichtlijnen binnen de private-equitybranche 81
3.5.3 Toezicht op grond van de AIFM-richtlijn 82
3.5.4 FATCA en CRS 82

4 PE in de tijd: levensloop PE-fonds en portfolio-onderneming 83

4.1 Inleiding 83

4.2 Start, looptijd en einde van een PE-fonds 83
4.2.1 Fondsenwervingsfase 86
4.2.2 Eerste en opvolgende closings, start van het fonds 89
4.2.3 Investeringsperiode van het fonds 89
4.2.4 Exitfase – desinvesteringsfase 90
4.2.5 Einde van het fonds 90

4.3 Aankoop, waardecreatie en exit van een portfolio-onderneming 92
4.3.1 Acquisitieproces portfolio-onderneming 92
4.3.2 Transactie, aankoop van de target: de sale and purchase agreement 101
4.3.3 Monitoring en management van de portfolio-onderneming 103
4.3.4 Desinvestering/exit van de portfolio-onderneming 105

5 Hoe zitten private-equitystructuren in elkaar? 107

5.1 Inleiding 107

5.2 Juridische structuur op fondsniveau 107
5.2.1 Basisstructuur private-equityfonds 109
5.2.2 Aanvullende fondsstructuren 109
5.2.3 Parallelle fondsstructuren 110
5.2.4 Alternatieve investeringsstructuren 111
5.2.5 Feeder funds 112
5.2.6 Carried-intereststructuren 113
5.2.7 Co-investeringsstructuren 113
5.2.8 Friends-and-familystructuren 115

5.3 Acquisitiestructuren 115

5.4 Veelgebruikte rechtsvormen – Nederland 116
5.4.1 Inleiding 116
5.4.2 De commanditaire vennootschap 117
5.4.3 De coöperatie 119
5.4.4 Het fonds voor gemene rekening 120
5.4.5 De bv 121
5.4.6 De nv 122
5.4.7 De stichting administratiekantoor (STAK) 123

5.5 Veelgebruikte rechtsvormen – internationaal 124
5.5.1 Veelgebruikte rechtsvormen – Amerika 124
5.5.2 Veelgebruikte rechtsvormen – Luxemburg 125

II Private equity en fiscaliteit 126

6 Private equity en fiscaliteit, een overzicht 127

6.1 Inleiding 127

6.2 Integraal voorbeeld: fiscale aspecten van private equity 127
6.2.1 Een integrale private-equitystructuur 128
6.2. 2 Drie centrale spelers in een PE-fonds 129
6.2. 3 Vennootschapsbelasting en dividendbelasting 130
6.2. 4 Loon- en inkomstenbelasting algemeen 132
6.2. 5 Loon- en inkomstenbelasting, lucratief belang, carried en co-investeringen fondsniveau 133
6.2. 6 Schenk- en erfbelasting 135
6.2. 7 Omzetbelasting 135
6.2. 8 Samenvatting 136

6.3 Private equity en ondernemen 137
6.3.1 Verschillende soorten participatiemaatschappijen 138
6.3.2 De basisstructuur en activiteiten van een participatiemaatschappij 139
6.3.3 De opbrengst van een PE-fonds voor de betrokkenen 140
6.3.4 De activiteiten van een participatiemaatschappij nader beschouwd 141
6.3.5 Fiscaal kader: beleggen of ondernemen, of een tussenvorm? 142
6.3.6 Fiscale duiding van PE: beleggen of ondernemen, of een tussenvorm? 144
6.3.7 Jurisprudentie met betrekking tot PE en ondernemen 146
6.3.8 Conclusie fiscale duiding PE, beleggen of ondernemen 148
6.3.9 Gevolgen van het oordeel 'ondernemen' 150

6.4 Samenvatting 151

7 Vennootschapsbelasting en dividendbelasting 152

7.1 Private equity en Vpb 152
7.1.1 Inleiding 152
7.1.2 Verschil eigen vermogen en vreemd vermogen 152
7.1.3 Standaardstructuur Vpb 154

7.2 Arm's length financieren 155
7.2.1 Inleiding 155
7.2.2 Arm's length financieren 156
7.2.3 Excessieve financiering en arm's-lengthprincipe 158
7.2.4 Samenvattend 159
7.2.5 De 'onzakelijke lening', de lening met een onzakelijk debiteurenrisico 159

7.3 Renteaftrekbeperkingen 161
7.3.1 Inleiding 161
7.3.2 Art. 10a Wet Vpb 1969 161
7.3.3 Art. 10b Wet Vpb 1969 171
7.3.4 Bovenmatige deelnemingsrente, art. 13l Wet Vpb 1969 172
7.3.5 Beperking renteaftrek bij overnamehoudster: art. 15ad Wet Vpb 1969 182

7.4 De rol van de advance tax ruling in private equity 188
7.4.1 Inleiding 189
7.4.2 Algemeen 189
7.4.3 Vaststellingsovereenkomst 189
7.4.4 Private-equityfonds 191
7.4.5 Afsluiting ATR en PE 201

7.5 **Vpb-aspecten aan werknemers verstrekte vermogensbestanddelen** 201

7.6 **Samenvatting** 203

8 **Loon- en inkomstenbelasting** 204

8.1.1 Inkomstenbelastingaspecten bij PE 204

8.1.2 Loonheffingsaspecten bij PE 204

8.1.3 Lucratief belang 205

8.2 **IH en PE – de subjecten** 205

8.3 **IH en PE – de objecten** 206

8.4 **IH en PE – Wet IB 2001** 208

8.4.1 Rangorderegeling 208

8.4.2 Toerekeningsregels 209

8.4.3 Winst uit onderneming 210

8.4.4 Loon 211

8.4.5 Resultaat uit overige werkzaamheden 214

8.4.6 Aanmerkelijk belang 220

8.4.7 Box 3 228

8.5 **IH en samenhang met andere middelen** 232

8.6 **Samenvatting** 232

9 **Lucratief belang** 233

9.1 **Inleiding** 233

9.1.1 Rekenvoorbeeld carried interest 233

9.2 **Historie, totstandkoming lucratiefbelangregeling** 236

9.2.1 Wet Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen 236

9.2.2 Belastingheffing over carried interest vóór 1 januari 2009 238

9.2.3 Doel en strekking van de lucratiefbelangregeling 240

9.3 **Rangorde** 242

9.3.1 Rangorderegeling in relatie tot lucratief belang 242

9.3.2 Lucratief belang als aanvullende heffing op loon uit dienstbetrekking 247

9.4 **Kwalificatie als lucratief belang** 250

9.4.1 Wettelijk kader 250

9.4.2 Art. 3.92b, lid 1, Wet IB 2001 250

9.4.3 Art. 3.92b, lid 1, onderdeel a, Wet IB 2001 250

9.4.4 Lucratieve aandelen (art. 3.92b, lid 2, letter a, Wet IB 2001) 264

9.4.5 Aandelen met een preferentie van ten minste 15% (art. 3.92b, lid 2, letter b, Wet IB 2001) 266

9.4.6 Lucratieve vorderingen (art. 3.92b, lid 3, Wet IB 2001) 267

9.4.7 Lucratieve rechten (art. 3.92b, lid 4, Wet IB 2001) 269

9.4.8 Schulden met lucratieve kwijtscheldingsfaciliteit (art. 3.92b, lid 1, onderdeel b, Wet IB 2001) 297

9.4.9 Verbonden personen (art. 3.92b, lid 5, Wet IB 2001) 299

9.5 **Bepaling van het voordeel** 299

9.5.1 Winstregime van overeenkomstige toepassing 299

9.5.2 Art. 3.95b Wet IB 2001 301

9.6 Doorschuifregelingen in het lucratief belang 310
9.6.1 Wie geniet het lucratief belang? 311
9.6.2 Huwen en lucratief belang 312
9.6.3 Echtscheiding en lucratief belang 313
9.6.4 Overlijden en lucratief belang 314

9.7 Overgangsrecht 316
9.7.1 Tegemoetkoming voor aandelen die per 1 januari 2009 een lucratief belang vormen 316
9.7.2 Tegemoetkoming inbreng aandelen in persoonlijke houdster na 1 januari 2009 voor 1 april 2009 316

9.8 Internationale aspecten lucratief belang 317
9.8.1 Inleiding 317
9.8.2 Wet IB 2001, internationale aspecten in de nationale wet 317
9.8.3 Verdragstoepassing lucratiefbelanginkomsten in de parlementaire geschiedenis 323
9.8.4 Kwalificatie lucratiefbelanginkomsten onder een belastingverdrag nader bezien 328
9.8.5 Een aantal lucratiefbelangposities uitgewerkt onder een belastingverdrag 332
9.8.6 Partiële buitenlandse belastingplicht onder de 30%-regeling 335

9.9 Samenvatting 335

10 Schenk- en erfbelasting 338

10.1 Inleiding 338

10.2 Schenking 338
10.2.1 Eisen voor schenking – inleiding 338
10.2.2 Verarming van de schenker 338
10.2.3 Verrijking van de begiftigde 340
10.2.4 Vrijgevigheid 340
10.2.5 Voorbeelden toetsing schenking 341

10.3 BOR-faciliteiten 346

10.4 Samenvatting 347

11 Omzetbelasting 348

11.1 Inleiding 348

11.2 Belastingplicht / ondernemerschap btw 348
11.2.1 Inleiding 348
11.2.2 Investeerders 348
11.2.3 PE-fonds 348
11.2.4 Participatiemaatschappijen 350

11.3 Aftrek btw 351
11.3.1 Inleiding 351
11.3.2 Toerekening van kosten aan economische activiteiten 351
11.3.3 Activiteiten waarvoor een PE-fonds (gedeeltelijk) aftrekrecht heeft 351
11.3.4 Pro rata 351
11.3.5 Kenmerkende kosten van het PE-fonds 352

11.4 Samenvatting 352

12 Waarderingsaspecten van private equity 353
12.1 Inleiding 353
12.2 Commerciële waardering in de private-equitysector 353
12.3 Bedrijfsomvang, leeftijd en informatie 355
12.4 Waarderen van startende ondernemingen 357
12.5 Waarderen van jonge ondernemingen 360
12.6 Waarderen van volwassen ondernemingen 363
12.7 Samenvatting 364

III Bijlagen 365

Bijlage A
Verklarende woordenlijst 366

Bijlage B
Case studies lucratief belang 383

Bijlage C
Belastingheffing carried interest in de VS en in de UK 394

Bijlage D
Jurisprudentieregister 395

Bijlage E
Beleidsbesluiten 398

Bijlage F
Geraadpleegde bronnen 400

Terug naar inhoud

1 Inleiding

1.1 Rapport Private equity en fiscaliteit

Hierbij presenteren wij het rapport *Private equity en fiscaliteit*. Met dit rapport beogen we het fenomeen private equity te ontsluieren en een koppeling te maken met de fiscale aspecten die private equity met zich brengt.

1.2 Opzet van het rapport

Private equity is een belangrijk economisch fenomeen, wereldwijd en in Nederland. Niet alleen voor wat betreft het kapitaal dat geïnvesteerd wordt, maar ook voor de startende en volwassen bedrijven waarin dit private-equitykapitaal vervolgens wordt geïnvesteerd. Private equity is de afgelopen decennia een steeds grotere rol gaan spelen in de (mondiale) economie.

Private equity heeft ook fiscale gevolgen. Om die goed te kunnen begrijpen is het van belang om eerst zo goed mogelijk zicht te krijgen op het fenomeen private equity. Wat is private equity eigenlijk? Deze vraag staat centraal in deel I van dit rapport. In deel II staan de fiscale aspecten van private equity centraal.

In de bijlagen bij het rapport treft u een verklarende woordenlijst aan, een aantal casestudies, een overzicht van jurisprudentie, beleidsbesluiten en geraadpleegde literatuur.

1.3 Samenstelling projectgroep

Het rapport is uitgevoerd in het kader van de activiteiten van het Platform Versterking Vaktechniek van de Belastingdienst. De projectgroep is als volgt samengesteld:
Mw. Mr. C.M. (Corine) Groot, voorzitter projectgroep
Drs. G.J. (Gert Jan) Hulleman
Mr. L.T.M. (Luc) Hautvast
Mr. R.R.E. (René) de Ruijsscher
H.T.M. (Bert) Reus MSC MBV RA RV
Prof. Mr. N.C.G. (Nicole) Gubbels
Mr. Drs. F. (Frank) van Veen
Mr. R.M.A.R. (Robert) Bastiaens
Mr. R.E. (Richard) Zwier

Daarnaast hebben vele andere belastingdienstcollega's een bijdrage geleverd aan de totstandkoming van dit rapport. Dank daarvoor!

1.4 Inhoud van het rapport

De projectgroep heeft ervoor gekozen om te beginnen met een algemeen gedeelte rondom het fenomeen private equity. Op die manier wordt het onderwerp vanuit de breedte benaderd. Daarna wordt ingezoomd op de verschillende fiscale aspecten.

Het eerste deel beslaat de hoofdstukken 2 tot en met 5. Hoofdstuk 6 is een koppeling tussen het algemene gedeelte van het rapport en de daarop volgende hoofdstukken. Het bevat een beschrijving van de fiscale aspecten van private equity in hun onderlinge samenhang. In de hoofdstukken 7 tot en met 12 wordt per belastingwet dieper ingegaan op de fiscale aspecten die met private equity samenhangen. Voor een bredere beschrijving van de verschillende belastingwetten verwijzen we naar de bestaande fiscale naslagwerken.

In het rapport worden, bij wijze van voorbeeld, namen genoemd van bestaande participatiemaatschappijen of portfoliobedrijven. Deze namen zijn willekeurig gekozen en gebaseerd op openbaar toegankelijke bronnen. Ook de in het rapport gebruikte (cijfer)voorbeelden zijn fictief; wel kennen ze hun oorsprong in de praktijk.

Het rapport geeft algemene informatie rondom private equity en fiscaliteit. Aan het rapport kunnen in individuele gevallen dan ook geen rechten worden ontleend.

Het rapport is vastgesteld naar de stand van de jurisprudentie per 1 juni 2017. In het rapport zijn cijfers opgenomen afkomstig van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. Deze cijfers zijn overgenomen naar de stand per 1 juni 2017.

Namens de projectgroep wens ik u veel leesplezier toe.

Corine Groot
Juni 2017

Terug naar inhoud

I

Zicht op private equity

Terug naar inhoud

2 Wat is private equity?

Dit hoofdstuk geeft een algemene beschrijving van het economische fenomeen private equity. Daarnaast introduceren we verschillende definities en veelgebruikte termen. Na het lezen van het hoofdstuk weet u wat een participatiemaatschappij is, een fondsmanager, een portfolio-onderneming. Ook weet u in grote lijnen wat de begrippen carried interest, leverage, venture capital en buy-out inhouden.

2.1 Inleiding

Private equity betekent letterlijk 'privaat vermogen'. Met dat privaat vermogen wordt geïnvesteerd in niet-beursgenoteerde bedrijven door het verschaffen van risicodragend vermogen, waarbij zeggenschap en aandeelhouderschap wordt verkregen. In veel gevallen is hierbij een participatiemaatschappij betrokken die kapitaal uit de markt ophaalt. De vermogensverschaffers zijn veelal institutionele beleggers, pensioenfondsen of (andere) investeerders die op zoek zijn naar rendement op hun kapitaalinleg. Als het kapitaal bijeengebracht is, wordt een fonds gevormd. Fondsmanagers die verbonden zijn aan de participatiemaatschappij beheren het fondskapitaal en selecteren geschikte bedrijven ('portfolio-ondernemingen' of 'targets') om in te investeren. Voor die investeringen worden ook vaak forse financieringen aangetrokken. De fondsmanagers voeren de strategie uit waarmee beoogd wordt meerwaarde aan de bedrijven te creëren, zodat deze met winst kunnen worden verkocht. De investering in een bedrijf is altijd gericht op een succesvolle exit of verkoop.

Dit is in het kort het businessmodel van een participatiemaatschappij: met behulp van private equity investeren in bedrijven om deze op een tamelijk korte tot middellange termijn met winst weer te verkopen. Van deze opbrengst profiteren genoemde investeerders, die preferent zijn en een behoorlijk (vast) rendement (meestal rond 8%) behalen. De fondsmanagers incasseren een managementfee (meestal rond 1,5 tot 2,5% van het beheerde fondskapitaal) als een vaste vergoeding voor hun werkzaamheden. Daarnaast delen zij via de 'carried interest' in de eventuele overwinst van het fonds. Bij genoemde strategie hoort ook dat het management van de over te nemen bedrijven deelt in de overwinst: ook zij hebben recht op een 'carried interest'. Zo blijven deze beleidsbepalende managers loyaal aan de met de participatiemaatschappij afgesproken koers. Participatiemaatschappijen realiseren over het algemeen forse fondsrendementen[1] met uitschieters naar boven en ook naar beneden.

De hiervoor omschreven wijze van investeren met private equity door participatiemaatschappijen staat in dit rapport centraal. De structuren zijn vaak ingewikkeld, de fiscale gevolgen complex, maar de grondvorm komt eigenlijk steeds op bovenstaande beschrijving neer.

In onderdeel 2.1.1 gaan we kort in op de ontstaansgeschiedenis van private equity en de rol van private equity in de Nederlandse economie. Daarna volgt in onderdeel 2.2 een definitie van private equity. In de daarop volgende onderdelen van hoofdstuk 2 komen achtereenvolgens aan bod: de positie van de investeerders in private equity, die van de portfolio-ondernemingen en die van de participatiemaatschappijen. We sluiten het hoofdstuk af met het benoemen van enkele invalshoeken die bij de verdere fiscale beoordeling van belang zijn.

1 http://www.nvp.nl/pagina/performance%20studies/: Thomson Reuters onderzocht in 2014 ruim 1.400 Europese fondsen. Uit de studie blijkt dat de beste 25% venturefondsen gemiddeld een nettorendement (IRR) hadden van ongeveer 18,51%. De beste 25% private-equityfondsen hadden een gemiddeld IRR van ongeveer 20,82%.

2.1.1 Ontstaansgeschiedenis private equity

Private equity vindt zijn oorsprong in Amerika (en in mindere mate Engeland en Frankrijk) rondom de industriële revolutie. Vanaf 1850 werden bedrijven gekocht met privaat kapitaal. Private equity was het domein van zeer vermogende personen en families, zoals de vermogende Amerikaanse families Vanderbilt en Rockefeller. Banken speelden in die tijd nog geen rol, omdat zij op grond van Amerikaanse regelgeving geen risicodragend kapitaal mochten houden. Na de Tweede Wereldoorlog ontstond in Amerika een groeiperiode voor private equity, in het bijzonder voor venture capital (durfkapitaal). In 1958 werd in Amerika wetgeving aangenomen die tot doel had om kapitaal aan te trekken voor de groei van kleine Amerikaanse bedrijven. Hierdoor kregen bepaalde venture-capitalfirma's de mogelijkheid om een beroep te doen op fondsen die beschikbaar werden gesteld door de Amerikaanse Small Business Administration, een overheidsorganisatie. Ook in het Verenigd Koninkrijk zijn in deze periode de eerste private-equitymaatschappijen opgericht.

Vanaf 1960 kwam de organisatievorm voor private equity van de grond zoals die nu nog in gebruik is. Hierbij is sprake van een fonds waarin het kapitaal is afgescheiden, met limited partners (de investeerders/kapitaalverschaffers) en een general partner (partij gelieerd aan de private-equityorganisatie). Ook de huidige beloningsstructuur, waarbij gebruik gemaakt wordt van een beheersvergoeding (managementfee) en een vergoeding in de vorm van carried interest, kwam in deze tijd tot stand. In de jaren 70 kwam ook de Nederlandse private-equitymarkt op. In deze periode is de Nederlandse Participatie Maatschappij (NPM) opgericht, alsook enkele regionale investeringsmaatschappijen zoals de Brabantse Ontwikkelings Maatschappij (BOM) en de Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij voor Noord-Nederland (NOM).

In de jaren 80 van de vorige eeuw is private equity zoals we dat nu nog kennen echt van de grond gekomen. De groei van de venture-capitalmaatschappijen ging in die jaren min of meer gelijk op met de groei van Silicon Valley. Grote bedrijven zoals Apple, Tandem en Compaq zijn mede met venture capital gevoed. Mondiaal was er in die tijd sprake van een explosieve groei van private equity. Dit zag vooral op de zogenoemde 'leveraged buy-out' markt. Deze leveraged buy-outmarkt kreeg al snel een slechte naam, door overfinanciering met vreemd vermogen en agressieve overnames. Een van de excessen uit die tijd was de overname van koekfabrikant Nabisco door de Amerikaanse private-equitymaatschappij KKR. De overnamesom bedroeg $ 25 miljard en kende een ongekend hoge leverage: de overname werd voor 95% gefinancierd met vreemd vermogen. Nabisco is door de zware schuldfinanciering in grote problemen geraakt. KKR werd gezien als barbaars: de werknemers van KKR werden allemaal aandeelhouder en miljonair terwijl Nabisco werd opgezadeld met een enorme schuldenlast. Pas tientallen jaren later maakte Nabisco voor het eerst winst.

Door het enorme aanbod van kapitaal eind jaren 80 kwamen de rendementen onder druk te staan. Een (tijdelijke) dip was het gevolg. In de jaren 90 ontstond een nieuwe periode van sterke groei in de leveraged buy-outmarkt, vooral gericht op 'financial engineering'[2] en groei(financiering).[3] De gunstige markt voor beursintroducties en de internetrevolutie eind jaren 90 zorgden voor een verdere groei van private equity, vooral op het gebied van financiering van jonge, startende (internet)ondernemingen. Door het uiteenspatten van de internetzeepbel kwam ook aan deze hausse een eind.

2 Het optimaliseren van de kapitaalstructuur en kapitaalkosten na belastingen van de portfolio-onderneming door gebruik van financiële kennis en ervaring. Definitie ontleend aan O. Gottschalg, 2007, Private Equity and Leveraged Buy-outs, Study for the European Parliament, IP/A/ECON/IC/2007-25.

3 Het verschaffen van kapitaal aan een portfolio-onderneming voor de groei van het bedrijf.

De daarop volgende periode van opleving, met een hoogtepunt in de jaren 2006-2007, was meer dan de periode daarvoor gericht op de groei van de portfolio-bedrijven door gerichte 'buy-and-build' strategieën.[4] Gedurende de eerste jaren van de financiële crisis in 2007 en 2008 namen private-equityinvesteringen weer af. Na een aantal voorzichtige jaren heeft het economisch herstel zich de laatste jaren goed doorgezet en maakte de PE-markt wederom een grote groei door. De omvang van zowel het geïnvesteerde kapitaal als dat van investeringen in bedrijven groeit sterk; de afgelopen jaren wordt gesproken van recordbedragen aan in portfoliobedrijven geïnvesteerd kapitaal, grote aantallen exits en een recordbedrag aan geworven kapitaal.[5] Deze trend lijkt zich door te zetten: in 2016 en 2017 beheerst private equity het nieuws weer.

Sinds het ontstaan van private-equityfinanciering kunnen cycli van groei versus een afnemende markt steeds worden waargenomen. Opvallend is dat deze cycli elkaar steeds sneller lijken op te volgen.[6]

2.1.2 Rol van private equity in de Nederlandse economie

Enkele kerncijfers

Private equity speelt een belangrijke rol in de (Nederlandse) economie, zowel bij investeringen in jonge startende bedrijven als bij investeringen in volwassen bedrijven. Naar schatting hebben rond de1.400 Nederlandse bedrijven een participatiemaatschappij als aandeelhouder.[7]

De kerncijfers uit het jaarrapport 2016 van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (hierna: NVP)[8] spreken voor zich. In 2016:

- Investeerden Nederlandse en buitenlandse participatiemaatschappijen in totaal € 3,5 miljard aan private-equitykapitaal in 179 Nederlandse bedrijven;
- Investeerden Nederlandse en buitenlandse participatiemaatschappijen in totaal € 185 miljoen aan venture capital in 204 Nederlandse bedrijven;
- Was sprake van opvallend veel kleinere private-equityinvesteringen van tussen de € 5 en € 25 miljoen;
- Was sprake van een gezond verkoopklimaat voor zowel start-ups als gevestigde bedrijven;
- Werd € 2,4 miljard aan nieuw kapitaal geworven door Nederlandse participatiemaatschappijen, waarvan € 725 miljoen aan venture capital.

Over private equity-investeringen in Nederlandse bedrijven in 2016 meldt de NVP op haar website:[9]

> In 2016 ontvingen 179 Nederlandse bedrijven ruim € 3,5 miljard aan private equityinvesteringen van een binnen- of buitenlandse participatiemaatschappij. In ongeveer de helft van de gevallen (87 bedrijven) betrof dit buyouts voor een totaalbedrag van € 2,8 miljard. Het totaalbedrag is enigszins hoger dan in 2015 toen dit € 2,5 miljard was, maar het aantal buyouts steeg fors van 70 naar 87.

4 Er wordt een 'platform'onderneming verworven die groot genoeg is om verschillende aanvullende acquisities ('add-ons') toe te voegen. Buy-and-buildstrategieën zijn gericht op het behalen van synergievoordelen door het samenvoegen van deze bedrijven. Het platformbedrijf heeft een zeer sterk managementteam. Voor het platformbedrijf wordt in de regel een relatief hoge prijs betaald omdat dit bedrijf het fundament vormt voor de verdere groei. Bijvoorbeeld http://www.corporatefinanceineurope.eu/buy-business/buy-build-strategy.htm

5 http://www.nvp.nl/nieuws_detail/nederlandse%20bedrijven%20kiezen%20duidelijk%20voor%20private%20equity%20en%20venture%20capital/

6 A. De Jong, P.G.J. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek, en P. Verwijmeren, P., 2007. Hedgefondsen en private equity in Nederland, RSM Erasmus University Rotterdam. Zie ook: Dr. J.E. Ligterink, Dr. J.K. Martin, Prof. dr. A.W.A. Boot, Prof. Dr. K. Cools RA, Dr. L. Phalippou, 2017. Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief, p. 46.

7 http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/.

8 http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/.

9 http://www.nvp.nl/nieuws_detail/nederlandse%20bedrijven%20kiezen%20duidelijk%20voor%20private%20equity%20en%20venture%20capital/.

Buitenlandse private equitypartijen faciliteerden 37 investeringen in Nederlandse bedrijven ter waarde van € 1,7 miljard. Dit is een lichte daling ten opzichte van 2015 toen dit € 1,9 miljard was in 35 bedrijven. Bekende grotere buyouts uit 2016 zijn:

Hunkemöller (The Carlyle Group), Leaseplan (o.a. TDR Capital), Raet (HgCapital), Koninklijke Ten Cate (Gilde Buyout Partners, ABN Amro Participaties en Parcom), Roompot Vakantieparken (PAI Partners) en Salad Signature/Johma (IK Investment Partners). 74 private equityinvesteringen waren groeifinancieringen (€ 366 miljoen). Voorbeelden zijn: composiet- en olie- en gasbedrijf Airborne (o.a. HPE Growth Capital, BOM Capital en InnovationQuarter), uitzendbureau Olympia (Avedon Capital Partners) en bouwbedrijf Jan Snel (Parcom).

Opvallend is dat er meer kleinere buyout- en groeitransacties zijn geweest waarbij tussen de € 5 en 25 miljoen aan eigen vermogen werd geïnvesteerd. In dit segment steeg het aantal bedrijven van 47 in 2015, naar 66 in 2016.

Over venture capital in 2016 meldt de NVP:

In 2016 kregen 204 Nederlandse starters een venture capital-investering van in totaal € 185 miljoen. Dit is vergelijkbaar met voorgaande jaren. Nederlandse investeerders nemen het leeuwendeel van het aantal investeringen (167 bedrijven) voor hun rekening met een totaalbedrag van € 114 miljoen. Buitenlandse partijen investeerden € 71 miljoen in 37 bedrijven. Regionale ontwikkelingsfondsen richten zich op kleine, vaak vroegere fase investeringen en hebben in 2016 in 124 bedrijven in totaal € 40 miljoen geïnvesteerd. Zij moeten hun inleg altijd zien te matchen met privaat kapitaal. Bijvoorbeeld parkeerapp Parkbee (InnovationQuarter), verzendtool Sendcloud (TIIN Capital en BOM Capital) en cel imagingbedrijf CytoSMART (Holland Venture en BOM Capital).

Over exits in 2016:

Private equity verkocht relatief veel bedrijven (21) aan strategische partijen, bijvoorbeeld: Den Braven Sealants (Arkema), Banketgroep (Groupe Poult), Luzac (NCOI), Carcoustics (Liaoning Dare Industrial) en Bakkersland (Borgesius). Daarnaast waren verkopen aan andere private equitypartijen in trek met 17 gevallen zoals Conclusion (NPM Capital), Yarrah Organic Petfood (AAC Capital), Fletcher Hotels (NIBC Mezzanine), Continental Bakeries (Goldman Sachs) en Raet (HgCapital). Basic Fit (3i) en SIF (Egeria) werden in 2016 naar de beurs gebracht door private equity.

Venture capitalists hebben in 2016 hun belang in 105 bedrijven verkocht. Dit is meer dan vorige jaren toen dit eerder rond de 85 lag. Populaire methodes zijn hierbij vooral verkoop aan strategische partijen en het aflossen van leningen. Life sciences bedrijf Merus (o.a. LSP) is begin 2016 naar de beurs gegaan, net als Takeaway.com (waarin Prime Ventures begon te investeren toen het nog een startup was).

Over het in 2016 geworven private equity-kapitaal:

Nederlandse private equitypartijen haalden in 2016 € 1,5 miljard op aan nieuwe fondsen. Dit kwam voornamelijk van (internationale) institutionele beleggers zoals pensioenfondsen, al dan niet via een fonds in fondsen als tussenlaag. In 2015 werd er exceptioneel veel nieuw kapitaal opgehaald doordat twee grotere partijen (Gilde Buyout Partners en Waterland) aan het fondsenwerven waren. Het feit dat er ondanks de afwezigheid van deze twee grote partijen zoveel is opgehaald toont aan dat private equity als belegging zeer in trek is.

In 2016 is een recordbedrag aan nieuw venture capital geworven:

> Nederlandse venture capitalists hebben in 2016 een recordbedrag van € 725 miljoen opgehaald. Dit komt voor een groot gedeelte doordat drie grote life sciencesfondsen (LSP, Gilde Healthcare en Forbion) tezamen bijna € 700 miljoen wisten te werven bij institutionele beleggers, family offices en corporates. Daarnaast zijn het European Investment Fund en andere overheden belangrijke beleggers in venture capital. Voor groeifondsen is € 215 miljoen aan nieuw kapitaal opgehaald. Zij investeren in zogenoemde 'scale-ups', meer volwassen bedrijven die met een investering van eigen vermogen hard groeien.

De hierboven vermelde cijfers dekken circa 95% van de investeringen door Nederlandse partijen en ook ongeveer 95% van de investeringen in Nederlandse bedrijven. Zowel leden als niet-leden van de NVP dragen bij aan het onderzoek.[10]

Maatschappelijke discussie rondom private equity

Private equity roept discussies op, die zich afspelen op maatschappelijk en politiek terrein: is private equity goed voor de Nederlandse economie? Het ligt eraan aan wie men deze vraag stelt.

Investeurope,[11] (de branchevereniging en daarmee ook belangenbehartiger voor de Europese private-equity-sector) heeft in 2013 onderzoek laten verrichten naar de effecten van private equity op de Europese economie.

Samengevat zijn de resultaten van dit onderzoek als volgt:[12]

- Private equity trekt nieuwe investeringsfondsen naar Europa. Hierdoor is er meer kapitaal beschikbaar voor ondernemingen.
- Ondernemingen met een private-equityinvestering zijn innovatiever dan ondernemingen zonder een private-equityinvestering.
- Private equity verhoogt de productiviteit door het verbeteren van het management, operationele bekwaamheid en productieprocessen.
- Private equity draagt direct en indirect bij aan het ontstaan van zo'n 5.600 nieuwe bedrijven in Europa.
- Private equity creëert sterke, veerkrachtige ondernemingen.
- Bedrijven met een private-equityinvestering richten zich meer op internationalisering.
- Private equity investeert in een breed scala van bedrijven, waarvan 83% kleine tot middelgrote bedrijven – de motor van economische groei.

Hiertegenover worden ook kritische kanttekeningen[13] bij private equity geplaatst:

- Participatiemaatschappijen nemen na een overname vaak harde en impopulaire maatregelen zoals het ontslaan van personeel en het opzeggen van bepaalde langlopende (huur-) en andere afspraken.
- Pensioenfondsen en andere fondsen van algemeen nut investeren in private equity, terwijl voor de buitenwereld onduidelijk is hoe hoog de kosten van beleggen in private equity zijn, waarin wordt geïnvesteerd en wie nu uiteindelijk verdient aan private equity. Er is een gebrek aan transparantie in de private-equitybranche terwijl wordt belegd met publiek geld.
- De belangen van de aandeelhouders op korte termijn staan voorop. Belangen van andere stakeholders, zoals werknemers en andere betrokkenen, zijn minder belangrijk.
- De (over)financiering met vreemd vermogen en het daarop gebaseerde verdienmodel is ook vaak een punt van kritiek, er wordt gewezen op excessen in de branche.

---

10 http://www.nvpportal.nl/document/18/PERSBERICHT%20OV%202016.pdf.

11 Tot 2015 was de naam van deze brancheorganisatie EVCA: European Venture Capital and Private Equity Association, http://www.investeurope.eu/.

12 Frontier Economics Ltd, 2013, Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, in opdracht van EVCA.

13 http://www.pvda.nl/data/sitemanagement/media/initiatiefnota%20weerbaar%20tegen%20private%20equity%2024%20augustus%20definitief.pdf.

In 2007 heeft de Erasmus Universiteit op verzoek van de toenmalige minister van Financiën onderzoek uitgevoerd naar de activiteiten en effecten van private-equity-investeerders in Nederland.[14] Uit het onderzoek bleek dat private-equityovernames in Nederland gemiddeld genomen een gematigd positief effect hadden op de winstgevendheid, productiviteit en innovatiekracht van overgenomen bedrijven. Het beeld van negatieve effecten voor werkgelegenheid, dat destijds ook bestond, werd niet gestaafd door het onderzoek. Wel signaleerden de onderzoekers dat in een aantal gevallen, met name in perioden van hoogconjunctuur wanneer sprake was van 'overnamegolven', een te sterke mate van financiering met vreemd vermogen is ontstaan. Dit heeft in enkele gevallen geleid tot betalingsproblemen bij de overgenomen bedrijven, met negatieve gevolgen voor het bedrijf en zijn stakeholders.

Het kabinet heeft de effecten van private equity-investeerders in Nederland opnieuw laten onderzoeken naar aanleiding van de initiatiefnota-Nijboer[15] en de hierop volgende politieke discussie rondom private equity. Het kabinet wenste daarbij in kaart te laten brengen in hoeverre private-equityinvesteerders afwijken van andere investeerders. In april 2017 heeft de Minister van Financiën het onderzoeksrapport 'Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief' aan de Tweede Kamer gestuurd.[16]

Het rapport gaat in op de effecten die private equity (met name de bij PE veel gebruikte leverage) heeft op verschillende stakeholders: de overgenomen onderneming, werknemers, investeerders en het effect op de belastingheffing. Zeer in het kort trekken de auteurs de conclusie dat, hoewel er negatieve aspecten te onderkennen zijn rondom het fenomeen PE, in het algemeen sprake is van een positief beeld. De onderzoekers gaan in op de verschillende manieren waarop PE waarde creëert. De rendementen van PE worden niet uitsluitend veroorzaakt door 'echte' waardecreatie, maar ook door herverdeling van waarde tussen verschillende stakeholders. Als stakeholders worden onder meer benoemd de bij een overname betrokken werknemers, oud-aandeelhouders, de investeerders van het kapitaal en de fiscus als het gaat om belastingarbitrage. In welke mate en verhouding zich deze herverdeling voordoet tussen de verschillende stakeholders bij PE, is door de onderzoekers niet in kaart gebracht. Onderzoeksdata zijn schaars beschikbaar waardoor onderbouwde conclusies lastig zijn te trekken, aldus de auteurs.[17]

Private equity en politiek debat

Private equity was de laatste jaren (weer) onderwerp van politiek debat. Op 29 april 2015 vond in de Tweede Kamer[18] een hoorzitting plaats over private equity. De vaste commissie voor Financiën had hiertoe besloten omdat er veel vragen zijn over de risico's die gepaard gaan met de financiering van Nederlandse bedrijven door investeringsmaatschappijen. Ze nodigde sprekers uit van participatiemaatschappijen, pensioenfondsen, de NVP, wetenschap en het bedrijfsleven.[19]

14 De Jong, Roosenboom, Verbeek en Verwijmeren, 2007.
15 Initiatiefnota, Kamerstukken II 2014/15, 34267, nr. 2.
16 https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/04/13/aanbiedingsbrief-bij-onderzoeksrapport-private-equity.
17 https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/04/13/bijlage-private-equity-in-nederland-een-stakeholder-perspectief.
18 http://www.tweedekamer.nl/vergaderingen/commissievergaderingen/details?id=2015A00909.
19 Zie bijvoorbeeld http://www.nu.nl/ondernemen/4039566/strengere-aanpak-private-investeerders-kan-overnamemarkt-raken.html en http://www.nrcq.nl/2015/04/29/vier-vragen-over-private-equity-in-de-polder.

PvdA-kamerlid Nijboer diende op 24 augustus 2015 de initiatiefnota 'Private equity: einde aan de excessen'[20] bij de Tweede Kamer in. In maart 2016 is de initiatiefnota besproken in de vaste Kamercommissie voor Financiën.[21] De initiatiefnota stelt dat investeringen met private equity een belangrijke rol spelen in de Nederlandse economie, maar dat excessen in de branche moeten worden bestreden. Nijboer pleit onder meer voor een aantal fiscale maatregelen, meer openheid door de participatiemaatschappijen, een grotere rol voor de ondernemingsraad (OR) en bescherming van de werknemers. Een deel van de in de initiatiefnota voorgestelde maatregelen zijn inmiddels doorgevoerd. Zo is per 1 januari 2017 in de Wet Vpb 1969 een aantal renteaftrekbeperkingen verder aangescherpt. Het kabinet acht het niet nodig om het Burgerlijk Wetboek (BW) of andere wetten te wijzigen op het punt van garantstellingen of leningen voor de financiering van de overnamesom. De huidige regelgeving op dit punt, onder andere de AIFM-richtlijn, acht het kabinet afdoende. Over het voorstel om de lucratiefbelangregeling aan te passen, merkt het kabinet op het resultaat van de evaluatie af te wachten. De evaluatie van de Wet excessieve beloningsbestanddelen is inmiddels naar de Tweede Kamer verzonden.[22]

2.1.3 Recente ontwikkelingen

In dit onderdeel wordt een aantal recente ontwikkelingen en trends in private equity geschetst.

De private-equitymarkt ontwikkelt zich snel. Participatiemaatschappijen hebben zich ontwikkeld van kleine organisaties tot wereldwijd opererende firma's. Er wordt een sterke globalisatie van de private-equitymarkt waargenomen. Waar Amerika en Europa een voortrekkersrol hadden, worden nu ook markten in Azië, Oost-Europa, Rusland, Afrika en Zuid-Amerika aangeboord. Naast globalisatie is ook sprake van diversificatie bij de verschillende participatiemaatschappijen: men zoekt nieuw dienstenaanbod, bijvoorbeeld door een vergaande samenwerking met andere financiële partners en een breder beleggingspakket. Verschillende Amerikaanse participatiemaatschappijen zijn de afgelopen jaren zelf ook 'publiek' gegaan. Grote Amerikaanse participatiemaatschappijen als Blackstone en KKR zijn naar de beurs gegaan.

PwC signaleert in een in 2017 uitgekomen rapport[23] een aantal trends en ontwikkelingen in de markt voor private equity. Na de hausse in 2015 en een goed jaar in 2016 verwacht men dat 2017 stabiel zal blijven. Door een groot ongebruikt investeringskapitaal ('dry powder') worden de prijzen van targets opgedreven en wordt het steeds moeilijker om goede investeringen te vinden, zo is de verwachting. 41% van de ondervraagden verwacht de komende tijd meer te maken te krijgen met toegenomen regelgeving. Ook de geopolitieke veranderingen zoals de Brexit worden genoemd evenals onzekerheid omtrent regelgeving rondom belastingheffing in de VS. De uitbreidende markt maakt een andere vorm van (intern) toezicht op de private-equitymarkt noodzakelijk.[24] De grotere mate van openheid die investeerders en publiek wensen, heeft geleid tot het opstellen van verschillende (interne) gedragscodes in de private-equitybranche. De markt verlangt ook een zekere mate van duurzaam investeren. In de investeringswereld wordt in dit verband gesproken van ESG, ofwel Environmental, Social & Governance. Participatiemaatschappijen dienen in toenemende mate tijdens het investeringsproces rekening te houden met duurzaamheidsfactoren als energie, klimaat, gezondheid, veiligheid en goed ondernemingsbestuur.

20 Initiatiefnota, Kamerstukken II 2014/15, 34267, nr. 2.
21 Kamerstukken II 2015/16, 34 267, nr. 9.
22 https://www.rijksoverheid.nl/binaries/rijksoverheid/documenten/kamerstukken/2016/09/20/bijlage-1-evaluatie-excessieve-beloningsbestanddelen/bijlage-1-evaluatie-excessieve-beloningsbestanddelen.pdf
23 https://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/assets/41733_Studie_PETR_2017_170224_SCREEN.pdf.
24 J. Lerner, F. Hardymon, A. Leamon, 2012, Venture capital and private equity, a casebook, John Wiley & Sons, 2012, pag. 10-11.

Een tendens die in Nederland wordt gesignaleerd, is dat participatiemaatschappijen een steeds belangrijkere rol gaan spelen bij bedrijfsopvolging. Participatiemaatschappijen investeren naast de directeur-grootaandeelhouder (dga), waarbij de participatiemaatschappij kennis en kapitaal inbrengt om de onderneming verder uit te bouwen en te professionaliseren.

De NVP signaleert dat de subcategorie 'corporate venture capital' steeds verder groeit.[25] Dit betreft grote ondernemingen die deels afhankelijk zijn van de innovatie die venture capitalists financieren, maar tegelijkertijd steeds minder vaak beschikken over eigen, grote traditionele onderzoeksafdelingen. Deze bedrijven hanteren steeds vaker het venture-capitalmodel.

Een andere actuele ontwikkeling is het zoeken naar alternatieve manieren om ondernemingen te financieren, bijvoorbeeld via crowdfunding. Ook het opzetten van ondernemingsfondsen die kapitaal op private-equity-achtige wijze bijeenbrengen 'van ondernemers, vóór ondernemers' is een opkomend fenomeen.[26]

Nederland zet zich op de kaart als 'start-upland'.[27] Aan participatiemaatschappijen en andere investeringsmaatschappijen wordt door de overheid uitdrukkelijk gevraagd mee te investeren in start-ups.

2.2 Een definitie van private equity

Het begrip private equity heeft verschillende kenmerkende elementen. In dit onderdeel sommen we deze verschillende elementen op en geven we bij elk onderdeel een korte beschrijving.

Private equity zoals beschreven in dit rapport heeft de volgende kenmerken:
- het verschaffen van *kapitaal* door *investeerders* op zoek naar rendement (onderdeel 2.2.2),
- via een *fonds* dat veelal beheerd wordt door een *participatiemaatschappij* (onderdeel 2.2.3),
- waarbij met dit *risicodragend kapitaal* wordt geparticipeerd in *niet-beursgenoteerde bedrijven* die meestal op zoek zijn naar *ondernemingsfinanciering* (onderdeel 2.2.4),
- waarbij *zeggenschap* en *aandeelhouderschap* wordt verkregen (onderdeel 2.2.5),
- met als doel *realisatie* van de opbrengst *op termijn* (onderdeel 2.2.6),
- waarbij gebruikgemaakt wordt van *leverage* op verschillende niveaus (onderdeel 2.2.7),
- en er sprake is van *carried interest* (onderdeel 2.2.8),
- die onder andere toekomt aan de *fondsmanagers* (onderdeel 2.2.9).

In feite is private equity een *vermogensbeheerarrangement* waarbij verschillende partijen betrokken zijn: investeerders op zoek naar rendement, participatiemaatschappijen die het fonds beheren en in ruil hiervoor een gedeelte van de opbrengst van het fonds ontvangen, en bedrijven die op zoek zijn naar vermogen. Vanuit de portfoliobedrijven bezien is private equity een vorm van *ondernemingsfinanciering*.

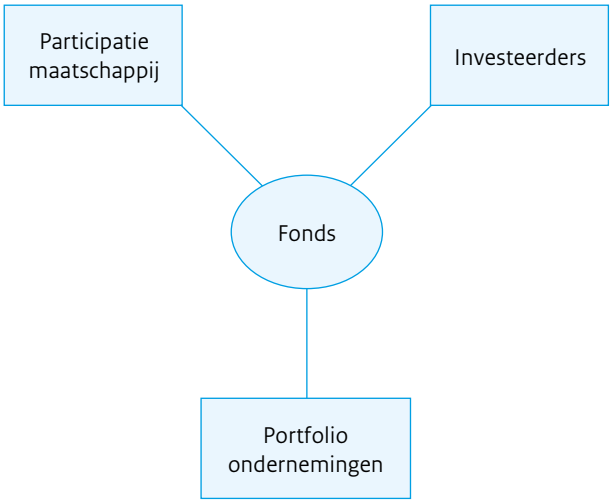
25 http://www.nvp.nl/pagina/investeringen
26 Zie bijvoorbeeld http://www.ondernemendoranjekapitaal.nl/.
27 http://www.startupdelta.org/.

2.2.1 Private equity als vermogensbeheerarrangement

Het fenomeen private equity kent verschillende spelers, die zijn te plaatsen in een driehoek, zie figuur 1. Het eerste deel van de driehoek is de investeerder. Vanuit het perspectief van de investeerder gaat het om het beleggen van zijn kapitaal in private equity waarbij hij een bepaald rendement wil behalen. Het tweede deel van de driehoek is de participatiemaatschappij. Vanuit het perspectief van de participatiemaatschappij gaat het om het renderend maken van het bijeengebrachte kapitaal door het participeren in – en op termijn weer verkopen van – portfoliobedrijven. In ruil voor dit beheer ontvangt de participatiemaatschappij een deel van de opbrengsten van het fonds. Het derde deel van de driehoek wordt gevormd door de portfolio-ondernemingen die op zoek zijn naar kapitaal en die door middel van het fonds van financiering worden voorzien. Voor hen vormt private equity een vorm van ondernemingsfinanciering.

In de basis komt elke private-equitystructuur neer op dit vermogensbeheerarrangement, dat schematisch als volgt kan worden weergegeven:

Figuur 1: drie hoofdrolspelers bij een private-equityfonds



In de (vaak zeer ingewikkelde) fondsstructuur fungeert de participatiemaatschappij als general partner, ook wel GP. De beherend vennoot van het fonds en de investeerders fungeren als limited partners (LP's): de commanditaire vennoten van het fonds. De investeerders zijn de kapitaalverschaffers van het fonds. Met het fondsvermogen worden (via overnamestructuren) portfolio-ondernemingen (ook wel 'targets') gekocht. Hierbij is een grote rol weggelegd voor de fondsmanagers die via een relatief kleine kapitaal-deelname in het fonds meedelen in de overwinst van het fonds.

Participatiemaatschappij en de investeerders gaan een vermogensbeheerarrangement aan. In een set contractuele afspraken komen zij onder andere overeen hoe en op welk moment de opbrengst van het fonds zal worden verdeeld.

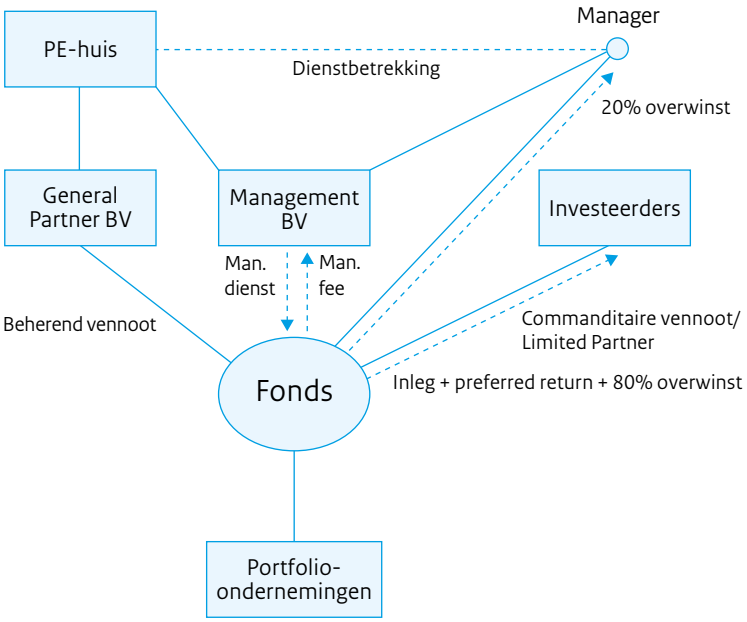
Het management van de participatiemaatschappij ontvangt voor het beheren van het fonds een (veelal jaarlijkse) beheersvergoeding ('managementfee'). Gemiddeld bedraagt deze 1,5 tot 2,5% per jaar van het kapitaal dat door de investeerder is ingebracht in het fonds. De kosten van het management die hieruit worden voldaan, zijn onder meer salarissen, huisvesting etc. In de overeenkomsten wordt ook afgesproken wie welke (overige) kosten (zoals het opstellen van due-diligencerapporten en het opstellen van de overeen-komsten) betaalt.

Vervolgens worden afspraken gemaakt over hoe het rendement op de investeringen wordt verdeeld. Deze verdeling wordt ook wel de 'distributie' van het resultaat, de 'distributie-waterval' of 'waterfall' genoemd:
- De investeerders krijgen eerst hun kapitaalinleg terug.[28] Zij zijn preferent.
- Vervolgens gaat de rest van het resultaat geheel naar de investeerders, totdat zij een vast percentage (bijvoorbeeld 8% per jaar), jaarlijks samengesteld, hebben ontvangen op hun inleg. Dit wordt gezien als het minimale rendement dat de beleggers op hun investering willen genieten en wordt ook de 'minimum acceptable rate of return' (MARR) genoemd, of ook de 'preferred return'.
- Daarna gaat 100% van het dan nog resterende resultaat naar de fondsmanagers, totdat deze fondsmanagers 25% van de preferred return hebben ontvangen (dat is kort gezegd 20% van alle winst, ook wel 'catch-up' genoemd).
- Als er dan nog winst te verdelen is in het fonds gaat 80% naar investeerders en 20% naar de fondsmanagers. Dit gedeelte van de winst wordt ook 'overwinst' genoemd. De opbrengst voor de fondsmanagers wordt 'carried interest' genoemd.

In de praktijk wordt een dergelijk vermogensbeheersarrangement ook wel aangeduid als het '2-20 arrangement', waarbij de 2 staat voor de 2% managementfee en de 20 voor het 20%-deel van de overwinst bestemd voor de fondsmanagers. Zie voor een verdere uitwerking van de distributiewaterval onderdeel 3.2.

Dit vermogensbeheersarrangement, waarin verschillende partijen een rol spelen, is schematisch weergegeven in figuur 2.

Figuur 2: Private equity als vermogensbeheersarrangement



28 In de vs kan dat worden aangevuld met inleg uit een vorig fonds dat met verlies is afgesloten. Ook worden in deze fase kosten terugbetaald.

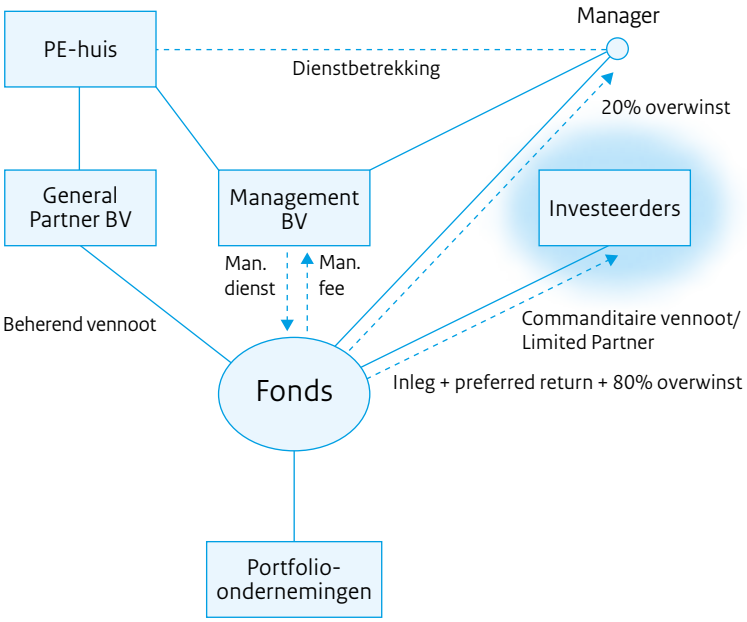
2.2.2 Kapitaal bijeengebracht door investeerders

Eén van de zijden van de driehoek uit figuur 1 wordt gevormd door investeerders die het (overgrote deel van het) kapitaal ter beschikking stellen aan het fonds. Vanuit het perspectief van deze vermogensverschaffers houdt private equity in dat kapitaal wordt verschaft dat buiten de aandelenbeurs om wordt benut om te participeren in bedrijven met het doel een bepaald rendement te behalen op dat verschafte kapitaal. Dat rendement moet worden behaald door de gekochte bedrijven op termijn weer met winst te verkopen. Investeerders die (een deel van hun) beleggingen in private equity steken, zijn onder meer pensioenfondsen, verzekeraars, banken, vermogende families, de overheid en/of particuliere beleggers. Zie voor een verdere uitsplitsing van verschillende typen investeerders in private equity onderdeel 2.5.1.

Investeerders zijn op zoek naar een fonds dat qua doelstelling en te behalen rendement aansluit bij hun beleggingsdoelstellingen. Is dit fonds eenmaal gevonden, dan maken de participatiemaatschappij en de investeerder in een set contracten afspraken over de wijze waarop het vermogen wordt beheerd en hoe en wanneer de rendementen worden verdeeld. In deze documenten is precies vastgelegd welk vermogen wordt ingelegd, wie welke aansprakelijkheden aanvaardt, wie welke kosten draagt en hoe het uiteindelijke rendement wordt verdeeld. Zie over deze afspraken onderdeel 3.2.

De investeerders leggen kapitaal in het fonds. Zij ontvangen een vooraf bepaald basisrendement (preferred return) en (in de regel zo'n) 80% van de overwinst van het fonds. De investeerders betalen een managementfee ter grootte van 1,5 tot 2,5% van het in het fonds beheerde kapitaal. De investeerders nemen deel als limited partner in het fonds. In figuur 3 is de rol van de investeerder geaccentueerd weergegeven.

Figuur 3: De rol van de investeerders



2.2.3 Fonds dat beheerd wordt door een participatiemaatschappij

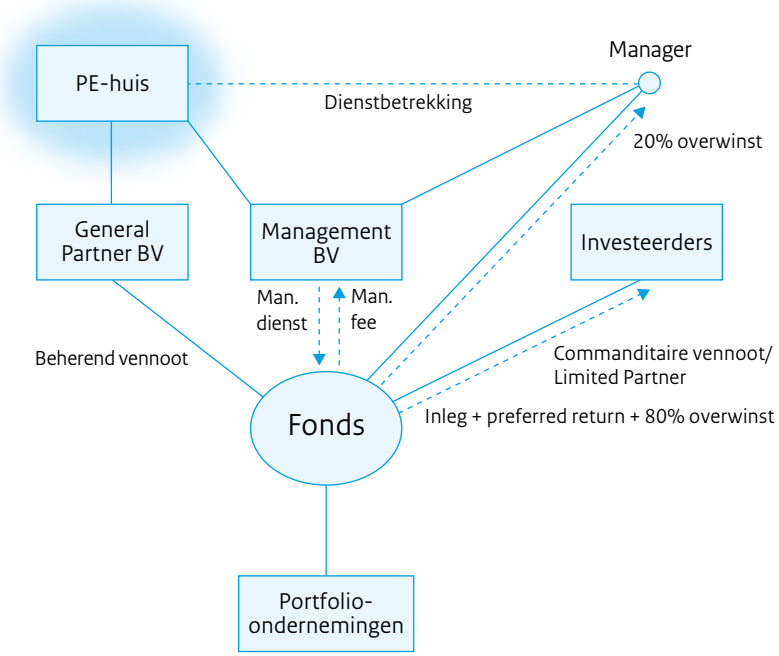
Bij private equity denkt men meestal aan private-equityfirma's: participatiemaatschappijen die bedrijven kopen met het doel om deze op termijn weer met winst te verkopen (de tweede zijde van de driehoek uit figuur 1). Deze partij brengt de verschaffers van kapitaal en de bedrijven die op zoek zijn naar financiering bij elkaar, in ruil voor een deel van het rendement van het fonds.

In dit rapport spreken we van 'participatiemaatschappijen' of 'private-equityhuizen' als het gaat om deze organisaties. Andere termen die worden gebruikt voor deze bedrijven zijn investeringsmaatschappijen, private-equityfirma's of private-equitybedrijven. Zie voor een beschrijving van verschillende typen participatiemaatschappijen onderdeel 2.6.

Participatiemaatschappijen zijn organisaties die zich specialiseren in investeringen met private equity. Om te kunnen investeren, verzamelt een participatiemaatschappij vermogen via investeerders. Dit vermogen wordt bijeengebracht, veelal in een fonds. Via dit fonds wordt het vermogen door de participatiemaatschappij geïnvesteerd in niet-beursgenoteerde bedrijven. Als deze participatiemaatschappij haar participaties na een aantal jaren weer verkocht heeft, betaalt zij de investeerders hun inleg terug, vermeerderd met een behaald rendement.

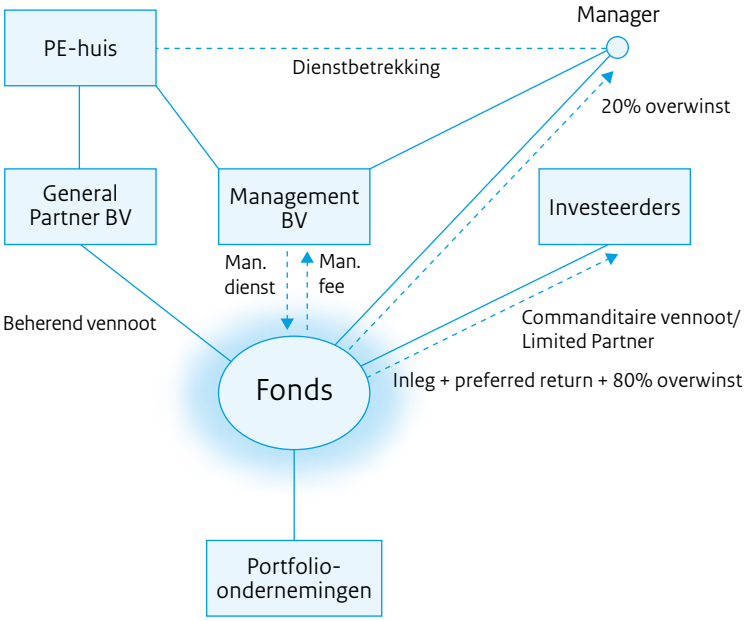
In figuur 4 is de rol van de participatiemaatschappij geaccentueerd weergegeven.

Figuur 4: De rol van de participatiemaatschappij



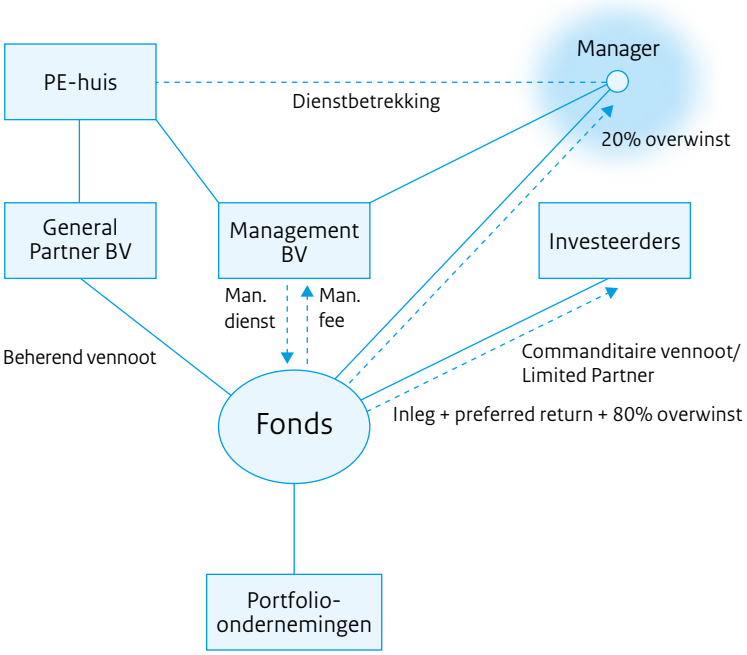
De term ‘fonds’ of ‘private-equityfonds’ wordt gebruikt voor het door investeerders verschafte en door de participatiemaatschappij bijeengebrachte vermogen. Dit vermogen is afgezonderd in een fonds. De begrippen ‘participatiemaatschappij’ en ‘fonds’ moeten goed van elkaar worden onderscheiden. Eén participatiemaatschappij kan meerdere fondsen onder beheer hebben. Vaak worden de in de tijd opeenvolgende fondsen aangeduid met een cijfer. Participatiemaatschappij X kan bijvoorbeeld Buy-outfonds X III t/m V onder beheer hebben. Zie voor een beschrijving van verschillende typen private-equityfondsen onderdeel 2.7. In figuur 5 is het PE-fonds geaccentueerd weergegeven.

Figuur 5: Het PE-fonds



Een belangrijke rol is weggelegd voor de managers van het fonds. Dit betreft in de regel een team van personen die het fonds beheren, ofwel ‘managen’. Zij brengen het kapitaal bijeen, investeren dit namens het fonds in portfolio-ondernemingen met het oogmerk deze op termijn weer met winst te verkopen. In dit rapport gebruiken we voor hen de term ‘fondsmanagers’. Fondsmanagers zijn meestal in dienst bij de participatiemaatschappij of op een andere wijze daaraan gelieerd, bijvoorbeeld via een management-bv. De fondsmanagers hebben als doel een fonds op te zetten en deze te laten renderen. Ze werken in een managementteam dat meestal per fonds wordt aangesteld. Via een relatief geringe kapitaaldeelname in het fonds hebben de fondsmanagers recht op een deel van de overwinst in het fonds. Deze rechten worden ‘carried-interest’-rechten genoemd. De fondsmanagers genieten via de carriedregeling een deel van de (meer)opbrengst van het fonds. Zie voor een beschrijving van de rol van de fondsmanager onderdeel 2.2.9. In figuur 6 is de rol van de fondsmanager geaccentueerd weergegeven.

Figuur 6: De fondsmanager



2.2.4 Participeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen

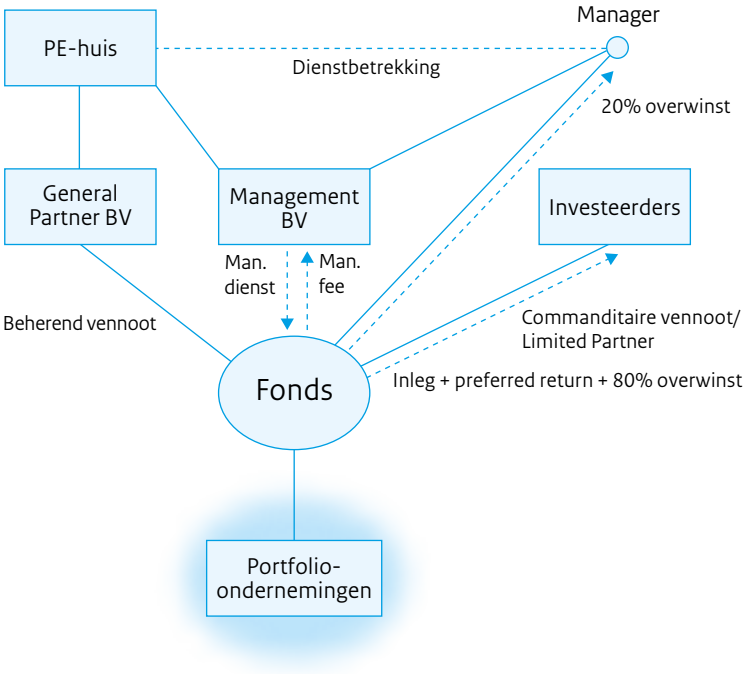
Als het kapitaal eenmaal bijeengebracht is in een fonds, is het de bedoeling dit fonds te laten renderen door te participeren in (niet-beursgenoteerde) ondernemingen. Dit vormt de derde zijde van de driehoek uit figuur 1. In letterlijke zin betekent participeren 'deelnemen in', 'aandeel hebben in'. Het is afgeleid van de Latijnse woorden 'pars' (deel) en 'cipere' (nemen). Het begrip participeren impliceert een bepaalde mate van activiteit, actieve betrokkenheid. Het kapitaal van het fonds wordt ingezet om te participeren, tijdelijk actief deel te nemen in een portfoliobedrijf. Het fonds wordt (meestal via een overnamestructuur) tijdelijk (mede)eigenaar, (mede)aandeelhouder van het portfolio-bedrijf, met als doel dit (deel van het) portfoliobedrijf met winst weer te verkopen.

In dit rapport spreken we van 'portfolio-ondernemingen', 'portfoliobedrijven' of 'targets' als het gaat om de bedrijven die met kapitaal uit private-equityfondsen worden gefinancierd.

Voor een participatiemaatschappij kan het aantrekkelijk zijn om via een fonds te participeren in een dergelijk bedrijf. Een participatiemaatschappij is betrokken bij haar participatie, heeft kennis in huis omtrent het laten groeien van het bedrijf en heeft een aantal mogelijkheden om, voordat tot participatie wordt overgegaan, de ins en outs van het portfoliobedrijf te onderzoeken. Hiertoe wordt nauw samengewerkt met het management van de portfolio-onderneming. Dat management neemt dikwijls via managementparticipatie deel in de portfolio-ondernemingen, om de belangen van de participatiemaatschappij en de managers op één lijn te houden. Zie onderdeel 3.3 voor een bespreking van de managementparticipatie.

Het fonds wordt (mede)aandeelhouder van het portfoliobedrijf. Er is dus sprake van eigen vermogen, van risicodragend vermogen. Dit betekent dat de eventuele waardestijgingen en waardedalingen van het portfoliobedrijf het fonds (mede) aangaan. De verschaffers van het risicodragend vermogen lopen het risico dat zij (bijvoorbeeld door verliezen) hun in het fonds gebrachte kapitaal kwijtraken. De vergoeding voor het ingebrachte eigen vermogen bestaat uit (tussentijds) dividend en een eventuele waardestijging van de aandelen die in het fonds vloeien en via de vooraf afgesproken 'distributiewaterval' toekomen aan de investeerders. De portfolio-onderneming is in figuur 7 geaccentueerd weergegeven.[29]

Figuur 7: De portfolio-ondernemingen



Afhankelijk van de (groei)fase van het bedrijf waarin wordt geïnvesteerd, zijn er verschillende typen financiering van bedrijven met private equity te onderscheiden. Deze worden veelal aangeduid met termen als 'venture capital', 'buy-out', 'buy-in', 'public-to-private' of 'turnaround'. Deze verschillende vormen van private equity worden beschreven in onderdeel 2.4.

Een onderneming wordt bij het aantrekken van private-equitykapitaal vaak geadviseerd door gespecialiseerde corporate-financeadviseurs. Soms ligt het initiatief voor het aantrekken van private-equitykapitaal bij de portfolio-onderneming zelf, als deze op zoek is naar ondernemingsfinanciering. Voor hen begint het traject van financiering via private equity meestal met het opstellen van een ondernemingsplan. Vaker zijn het echter de participatiemaatschappijen die actief op zoek gaan naar geschikte portfoliobedrijven (targets) om in te participeren. Zij kunnen daarbij putten uit veel informatiebronnen. Uiteindelijk wordt slechts in een fractie van alle onderzochte bedrijven geparticipeerd. Zie voor dit selectieproces van portfolio-ondernemingen verder onderdeel 4.3.1.1.

29 Eenvoudshalve is één portfolio-onderneming weergegeven. In de praktijk is sprake van meerdere portfolio-ondernemingen, die ieder via een overnamestructuur worden gehouden door het Fonds.

Als de participatiemaatschappij en de portfolio-onderneming met elkaar in contact zijn gekomen en wederzijds de intentie hebben geuit om met elkaar in zee te gaan, wordt meestal eerst een due diligence verricht. Daarna wordt onderhandeld met verschillende partijen, wordt de 'deal structure' vastgesteld en worden voorlopige- en definitieve koop- en overnamecontracten opgesteld. Zie voor een verdere beschrijving van het acquisitieproces onderdeel 4.3.1.

2.2.5 Zeggenschap in de portfolio-onderneming

Net als andere private kapitaalverschaffers wordt (het fonds van) de participatiemaatschappij (via een overnamestructuur) aandeelhouder van het bedrijf waarin zij participeert.

Participatiemaatschappijen financieren bedrijven door het verschaffen van eigen vermogen. Financieren met eigen vermogen betekent dat er grotere risico's worden gelopen dan bij het verschaffen van vreemd vermogen. In de regel nemen participatiemaatschappijen daarom een meerderheidsbelang of een belang waaraan een bepaalde mate van zeggenschap in – of controle over – het bedrijf is gekoppeld.

De participatiemaatschappijen verwerven via het fonds (een deel van) het risicodragend vermogen van de portfolio-onderneming. Vanwege de risico's die ze loopt door kapitaal in het bedrijf te steken, wil de participatiemaatschappij wel een stem hebben in het portfoliobedrijf. Uiteraard staat de zeggenschap vooral ten dienste van de (exit)strategie die de participatiemaatschappij voert. Daarom wil ze invloed hebben in de algemene vergadering van aandeelhouders en op de bedrijfsvoering. Deze zeggenschap kan op verschillende manieren worden gerealiseerd.

Hoe de zeggenschap wordt vormgegeven, is mede afhankelijk van de (groei)fase waarin de portfolio-onderneming zich bevindt en de beoogde manier waarop er meerwaarde in de portfolio-onderneming wordt gecreëerd. Zo vereist de voorbereiding van een bedrijf op een beursgang een andere manier en mate van bemoeienis dan het klaarmaken van een net startende onderneming voor wederverkoop.

De wijze en mate van zeggenschap en bemoeienis tussen (het management van) de participatiemaatschappij en de portfolio-onderneming leggen beide partijen bij de verwerving van de participatie contractueel vast. De mate van zeggenschap kan vastgelegd worden op aandeelhoudersniveau (via het nemen van een meerderheidsbelang of een controlerend aandelenbelang). Specifieke afspraken over de mate en wijze van zeggenschap worden vaak vastgelegd in een aandeelhoudersovereenkomst. Sinds de invoering van Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (hierna: Flex-bv) [30] per 1 oktober 2012 kunnen veel van deze afspraken ook in de statuten worden vastgelegd en aan specifieke aandelen worden gekoppeld.

Veelvoorkomende manieren waarop de participatiemaatschappij zeggenschap kan verkrijgen binnen een portfolio-onderneming zijn:
- een zetel in of het voorzitterschap van de raad van commissarissen,
- een zetel in of voorzitterschap van de raad van advies van een portfolio-onderneming,
- bevoegdheid tot het benoemen van de directie (in uitzonderingsgevallen inclusief het vervullen van een bestuursfunctie),
- vetorecht bij bepaalde besluiten,
- goedkeuring van de jaarrekening,
- het beschikbaar stellen van een kennis- en relatienetwerk.

In onderdeel 4.3.3.1 werken we de mate van zeggenschap in de portfolio-onderneming verder uit.

30 Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht) Stb. 2012, 299.

2.2.6 Realisatie op termijn

De participatiemaatschappij is er altijd op gericht om de verworven participatie in het portfolio-bedrijf op den duur weer (met winst) te vervreemden. Boot en Cools[31] noemen dit een 'buy to sell'-benadering.[32] Een fonds heeft meestal een looptijd van zo'n zeven tot tien jaar. Gebruikelijk is dat gedurende de eerste jaren van het fonds de meeste participaties worden verworven. Gedurende de laatste jaren zullen de meeste participaties weer worden vervreemd.

Bij de verwerving van de portfolio-onderneming maakt de participatiemaatschappij een plan met daarin onder andere de strategieën om het portfolio-bedrijf in waarde te laten toenemen, evenals de beoogde 'exitstrategie'. De exitstrategie is de strategie om het bedrijf uiteindelijk weer van de hand te doen. Een exit uit het fonds wordt ook wel 'desinvestering' genoemd.

Enkele methoden om het portfoliobedrijf te vervreemden zijn:
- verkoop (al dan niet in delen) aan derden (meestal betreft dit een verkoop aan strategische partijen, zoals een bedrijf dat op zoek is naar een aanvulling op zijn bedrijfsvoering),
- (terug)verkoop aan zittende aandeelhouders,
- verhandeling via de beurs (zowel tijdens als na beursintroductie),
- verkoop aan andere beleggers (zowel aan andere participatiemaatschappijen als aan bijvoorbeeld financiële instellingen).

Daarnaast kan het gebeuren dat een participatie wordt afgeschreven, bijvoorbeeld in verband met een sterke waardedaling van het portfoliobedrijf. Ook een faillissement van het portfoliobedrijf kan het einde van een participatie betekenen.

Volgens cijfers van de NVP[33] hebben participatiemaatschappijen in 2016 voor in totaal €3,7 miljard tegen kostprijs verkocht of op een andere manier gedesinvesteerd uit 193 Nederlandse bedrijven.

Venture capitalists hebben in 2016 104 Nederlandse bedrijven verkocht. In 15 gevallen ging het om verkoop aan strategische partijen. In 36 gevallen werden leningen terugbetaald en in 38 gevallen betrof het een faillissement of afboeking. Eén bedrijf ging naar de beurs (het life science bedrijf Merus).

Private-equityfirma's verkochten in 2016 21 grote bedrijven aan strategische partijen, bijvoorbeeld Luzac, Banketgroep en Continental Bakeries. Alleen Basic-fit ging naar de beurs. Bij 17 bedrijven was sprake van een verkoop aan een andere participatiemaatschappij, bijvoorbeeld bij Conclusion, Fletcher Hotels en Raet. Gemiddeld wordt er vijf tot zeven jaar[34] in een portfoliobedrijf geparticipeerd. In dit gemiddelde zitten participaties verwerkt die veel korter worden gehouden, bijvoorbeeld omdat zich al enkele maanden of jaren na verwerving een goede kans voordoet om het bedrijf te verkopen. Er zijn ook participaties die veel langer worden aangehouden, omdat de gewenste groei of waardestijging zich nog niet heeft voorgedaan of omdat de marktomstandigheden zijn veranderd.

In onderdeel 4.2.4 wordt de exitfase nader uitgewerkt.

---

31 A.W.A. Boot en K. Cools, 2007, Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, preadviezen 2007 jaarvergadering 11 december.

32 Hiertegenover staat het 'buy to keep'-model waarbij een bedrijf acquisities doet om deze in het kader van zijn eigen bedrijfsvoering te behouden.

33 http://www.nvp.nl/pagina/ondernemend%20vermogen/.

34 Zie voor een overzicht van Nederlandse portfolio-ondernemingen (ooit) gehouden door Nederlandse en internationale participatiemaatschappijen (stand februari 2016) en de bezitsperiodes http://www.nvp.nl/pagina/overzicht_portefeuillebedrijven/.

2.2.7 Leverage – het hefboomeffect

Een belangrijk principe dat zich voordoet bij private equity is het zogenoemde hefboomeffect, ook wel 'leverage' genoemd. Participatiemaatschappijen maken vrijwel altijd (op verschillende niveaus) gebruik van leverage. Bij het hefboomprincipe wordt een relatief kleine invloed aangewend om een groot effect te bereiken. Deze leverage doet zich bij PE voor op verschillende niveaus:

– Leverage op het niveau van de aandelen (gewone aandelen t.o.v. (cumulatief) preferente aandelen). Het fonds verschaft (een deel van) het risicodragend vermogen van het bedrijf. Het risicodragend vermogen bestaat meestal uit een deel gewone aandelen en een deel preferente aandelen. De gewone aandelen delen bij de uiteindelijke vervreemding van de portfolio-onderneming in de overwinst. Deze gewone aandelen hebben een hoog verwacht rendement maar ook een hoger risico. De (cumulatief) preferente aandelen (of vergelijkbare financiële instrumenten) hebben een vast, veelal hoog, jaarlijks rendement. Als een bedrijf in een bepaald jaar niet in staat is om dividend uit te keren, blijft het recht op dividend bij deze aandelen bestaan. Ze gaan vóór ten opzichte van gewone aandelen, maar zijn achtergesteld bij bijvoorbeeld bankfinanciering. Bij de uiteindelijke vervreemding van de portfolio-ondernemingen wordt de hoofdsom van de (cumulatief) preferente aandelen terugbetaald vóórdat de terugbetaling op de gewone aandelen plaatsvindt.

– Leverage op het niveau van de verhouding eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen. Vrijwel zonder uitzondering wordt de verwerving van de portfolio-onderneming, naast voornoemde mix van aandelenkapitaal, ook gefinancierd met een deel vreemd vermogen. Dit gebeurt bijvoorbeeld in de vorm van een achtergestelde of converteerbare lening. Dit vreemd vermogen wordt vaak verschaft door een of meerdere (samenwerkende) banken en/of aan het fonds gelieerde partijen (aandeelhoudersleningen). De waardeverandering van de aandelen is in zo'n geval extra groot in verhouding tot het per saldo geïnvesteerde kapitaal. Hoe groter het deel vreemd vermogen, des te hoger de leverage op het eigen vermogen.

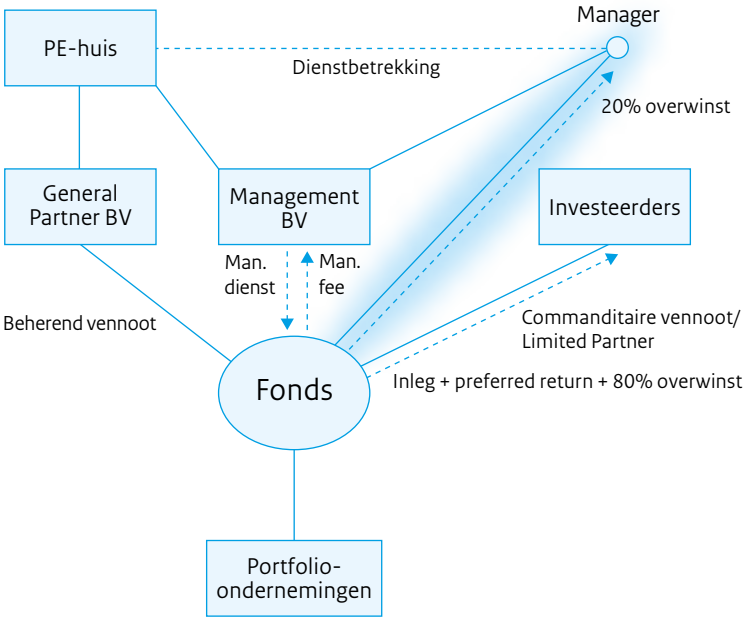
– Leverage komt ook voor op het niveau van de beloning van de fondsmanagers en het management van de portfolio-onderneming ten opzichte van de hoofdinvesteerders. De managers investeren door middel van gewone aandelen terwijl de hoofdinvesteerders naast gewone aandelen ook deelnemen middels (cum)prefs. De managers verwerven op deze manier een aandelenbelang in het fonds met de kans op een hoog rendement tegen een relatief lage inbreng. Voor de managers van een portfolio-onderneming geldt hetzelfde: zij verwerven een aandelenbelang in de portfolio-onderneming tegen een relatief lage inbreng met een kans op overwinst. Voor de participatiemaatschappij is deze vorm van aandelenparticipatie door het management van de portfolio-onderneming een manier om de belangen van het management en de belangen van de participatiemaatschappij om de waarde van de portfolio-onderneming te vergroten, op één lijn te houden ('alignment of interests'). Voor de managers vormt dit een onderdeel van de (arbeids) beloning, in die zin dat op de gewone aandelen, als hier eenmaal een winstuitkering op valt, (zeer) lucratieve rendementen worden behaald. Voor een goed begrip van het fenomeen carried interest is het noodzakelijk deze hefboomwerking goed te begrijpen.

Het hefboomeffect werken we met voorbeelden verder uit in onderdeel 3.4.

2.2.8 Carried interest

Een veel bediscussieerd fenomeen dat gekoppeld is aan participatiemaatschappijen die investeren door middel van private equity is de carried interest. Dit is de vergoeding die fondsmanagers (en vaak ook de managers van een portfolio-onderneming) ontvangen via een in verhouding geringe investering in gewone aandelen[35]. Het grootste deel van het kapitaal in het fonds wordt bijeengebracht door de investeerders. Zij ontvangen een bepaald basisrendement op de preferente aandelen. Omdat de aandelen van de fondsmanagers achtergesteld zijn bij de vergoeding aan de overige investeerders, brengen deze pas iets op als alle investeerders zijn afbetaald. Maar áls er eenmaal een meeropbrengst genoteerd wordt, neemt de opbrengst op de gewone aandelen meteen disproportioneel toe. Er is dan sprake van het in onderdeel 2.2.7 onder het derde gedachtestreepje omschreven hefboomeffect (leverage).

Figuur 8: De carried interest



Deze opbrengst voor fondsmanagers moet als arbeidsinkomen worden beschouwd, omdat er sprake is van een disproportionele verhouding tussen de hoogte van de investering het en het feit dat de (fonds) managers deze aandelen hebben verkregen dankzij hun betrokkenheid bij het fonds. Tegenover de stelling dat sprake is van arbeidsinkomen staat het argument dat de fondsmanagers gewoon een opbrengst op aandelen genieten die onder het regime van box 2 of box 3 valt. Vanaf 2009 is in Nederland de lucratief-belangregeling ingevoerd op grond waarvan de 'carried' als uitgangspunt belast wordt als resultaat uit overige werkzaamheden (ROW) in box 1, met als alternatief de zogenoemde 'aanmerkelijkbelangvariant' (heffing over de carried tegen aanmerkelijkbelangtarief). De lucratiefbelangregeling beschrijven we uitgebreid in hoofdstuk 9.

35 of andere vermogenstitels met een bepaalde mate van achterstelling.

2.2.9 Rol van de fondsmanagers

De fondsmanager, of het team van fondsmanagers, speelt een cruciale rol binnen private equity. De fondsmanagers zijn beeldbepalend voor 'hun' fonds. Investeerders achten het juiste team van fondsmanagers cruciaal als het gaat om de selectie van het private-equityfonds waarin ze hun kapitaal willen investeren.[36] De fondsmanagers zijn de personen die dit fondskapitaal binnenhalen. Zij onderhouden de contacten met de (institutionele) beleggers. Zij zijn ook degenen die het kapitaal binnen het fonds moeten laten renderen door participaties te verwerven. Zij onderhouden dus ook de contacten met de portfolio-ondernemingen. Bovendien hebben ze voor de financiering met vreemd vermogen contacten met de banken en andere financiers. Vaak hebben ze een groot relatienetwerk. Zij zijn actief betrokken bij de portfolio-ondernemingen en spelen zij een rol in de verkoop ervan. Fondsmanagers vervullen een schakelfunctie en zijn dus cruciaal in het private-equityproces.

Samengevat heeft een fondsmanager de volgende hoofdwerkzaamheden:
- kapitaal werven bij de investeerders,
- investeringen in portfolio-ondernemingen onderzoeken, selecteren en uitvoeren,
- de portfolio-ondernemingen managen, de exit-strategie doorvoeren,
- winsten realiseren door verkoop van de portfolio-ondernemingen: de exit.

Investeren in private bedrijven is een kwestie van lange termijn. De aandelen zijn niet gemakkelijk verhandelbaar en het geïnvesteerde kapitaal zit voor langere tijd vast in de portfoliobedrijven: een illiquide markt. Dit verklaart volgens Lerner[37] de beloningsstructuur van de fondsmanager: de fondsmanager moet zich voor langere tijd binden aan een fonds. Het moet voor hem al die tijd aantrekkelijk blijven om het fonds te laten renderen. Om ervoor te zorgen dat de belangen tussen investeerders en fondsmanagers gedurende langere tijd gelijk blijven, delen de fondsmanagers mee in de rendementen van het fonds (onder andere) via de carried-intereststructuur.

2.3 Afbakening: private equity ten opzichte van andere financieringsvormen

Private equity kan vergeleken worden met andere vormen van participeren in ondernemingen. We beschrijven in dit onderdeel enkele andere vormen van participeren door middel van het verschaffen van risicodragend kapitaal in ondernemingen, waarbij we voornamelijk de overeenkomsten en verschillen met private equity benadrukken. In dit onderdeel komen aan bod:
- een vergelijking tussen private equity en 'informal investors'(2.3.1),
- een vergelijking tussen private equity en hedgefondsen (2.3.2),
- een vergelijking tussen private equity en crowdfunding (2.3.3).

2.3.1 Informal investors

De term 'informal investor' wordt in het algemeen gebruikt voor een vermogende particulier[38] die investeert in bedrijven. Dat is een nogal ruime beschrijving. Een vermogende particulier kan zijn eigen geld rechtstreeks, zonder tussenkomst van een participatiemaatschappij, investeren in een bedrijf, of hij kan dit in een private-equityfonds steken. In dat laatste geval participeert hij via het fonds in de bedrijven. De term informal investor gebruiken we in dit rapport voor het eerstgenoemde fenomeen: het door een (vermogende) particulier rechtstreeks, zelfstandig en voor eigen rekening participeren in een bedrijf.

36 Zie bijvoorbeeld http://www.robeco.com/nl/professionals/visie-en-themas/pensioen/2015/private-equity-voor-pensioenfondsen-selectie-van-fondsmanager-is-cruciaal.jsp.
37 J. Lerner, F. Hardymon, A. Leamon, 2012, Venture capital and private equity, a casebook, pag. 8.
38 Of de beleggings- of investeringsvennootschappen van deze vermogende particulier.

Andere termen die in dit verband worden gebruikt zijn 'super informals' (zeer vermogende particulieren) en 'business angels' (vermogende personen die zelf ondernemer zijn of zijn geweest). Allen investeren dus eigen kapitaal in bedrijven. Een 'formal investor' is degene die via een geformaliseerd vermogensbeheersarrangement participeert in een bedrijf, bijvoorbeeld door te investeren via een fonds van een participatiemaatschappij.

Een bedrijf op zoek naar kapitaal zal bij een informal investor aankloppen als een bank of betrokken familieleden niet kunnen of willen financieren. Soms is een informal investor zelf ook ondernemer geweest en investeert hij het vermogen dat hij aan de verkoop van zijn eigen onderneming heeft overgehouden in bedrijven waar hij wat in ziet. Behalve het kapitaal brengt hij ook ondernemersexpertise, branchekennis en een relatienetwerk in. Omdat informal investors zelfstandig opereren, hebben zij minder kapitaal beschikbaar dan een private-equityfonds. De bedragen die worden geïnvesteerd zijn dan ook in het algemeen wat kleiner, maar daar staat tegenover dat het rendement niet gedeeld hoeft te worden met een participatiemaatschappij. Bovendien zijn de kosten voor het beleggen van het vermogen voor een informal investor vaak ook lager. Bedrijven die op zoek zijn naar een bepaald, niet te groot, kapitaal kloppen daarom eerder bij een informal investor aan. Deze zal eerder een minderheidsaandeel in een bedrijf nemen (de informal investor kan immers in zijn eentje minder zeggenschap uitoefenen bij de portfolio-onderneming en zal zijn risico's daarom willen spreiden), een participatiemaatschappij eerder een meerderheidsaandeel.

Er zijn in Nederland talloze netwerken waarin informal investors en bedrijven op zoek naar kapitaal elkaar ontmoeten.[39] Sommige informal investors, met name de zeer vermogenden, zijn gesteld op hun privacy en willen niet bekend worden bij het grote publiek. Daarom zullen ze juist meer op de achtergrond willen mee-investeren. Ook is het mogelijk dat een informal investor samen met andere informal investors investeert in een bedrijf via een samenwerkingsverband.

Soms spelen informal investors een rol bij private equity. Zij investeren dan op eigen titel en voor eigen rekening en risico in een portfolio-onderneming, buiten het PE-vermogensbeheerarrangement om. Het is goed om zich te realiseren wat de rol van een dergelijke informal investor in een private-equitystructuur kan zijn.

2.3.2 Hedgefondsen

Er zijn verschillen tussen participatiemaatschappijen en zogenoemde 'hedgefondsen'. Ook hedgefondsen participeren in ondernemingen, maar ze verschillen op essentiële punten van een participatiemaatschappij. Een hedgefonds is een beleggingsfonds dat open is voor een beperkt aantal investeerders, waarbij het hedgefonds tamelijk vrij is om in verschillende categorieën te beleggen. Zo kan een hedgefonds beleggen in derivaten, zoals opties en futures, en heeft het meer mogelijkheden om te speculeren. Een hedgefonds maakt vaak gebruik van leverage op het niveau van het fonds. In beginsel heeft een hedgefonds een onbeperkte looptijd, in tegenstelling tot een private-equityfonds, dat een beperkte looptijd heeft van meestal zeven tot tien jaar.

Een van de kenmerkende verschillen tussen een participatiemaatschappij en een hedgefonds is dat een hedgefonds in het algemeen participeert in beursgenoteerde bedrijven, terwijl participatiemaatschappijen investeren in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Ieder hedgefonds heeft zijn eigen investeringsstrategie. Binnen de hedgefondsen bestaat ook weer een grote diversiteit als het gaat om de te lopen risico's, beleggingsstrategie en mate van betrokkenheid bij het gekochte bedrijf. Een ander verschil is dat een hedgefonds meestal geen controlerend belang neemt, maar eerder minderheidsbelangen in de beursgenoteerde onderneming. Zoals we hiervoor schreven, is dit bij een participatiemaatschappij anders. Een ander verschil zit hem in de termijn waarin de participaties worden aangehouden. Bij een hedgefonds is de termijn veel korter.

39 Zie bijvoorbeeld www.investormatch.nl.

Hedgefondsen en participatiemaatschappijen hebben ook overeenkomsten. In beide gevallen wordt gewerkt met een (besloten) fondsstructuur waarbinnen een beperkte groep van beleggers deelneemt. Een andere overeenkomst is dat de fondsmanagers zelf ook deelnemen in het fonds. Maar een fondsmanager van een participatiemaatschappij participeert daarnaast veelal ook nog in de portfolio-onderneming, terwijl een hedgefondsmanager dat meestal niet doet. Ten slotte wordt in beide gevallen een bepaalde beheersvergoeding betaald door de investeerders aan het fonds, en wordt in beide gevallen in het algemeen gebruikgemaakt van leverage (zij het dus op verschillende niveaus).

In figuur 9 vatten we de verschillen samen.

Figuur 9: Verschillen tussen private-equityfondsen en hedgefondsen

	Private equity	Hedgefonds
Aandelenbelangen	Vrijwel nooit beursgenoteerd	Vrijwel altijd beursgenoteerd
Aandelenbelangen	Overwegend meerderheidsbelangen	Kleinere belangen
Duur participatie	Middellange termijn (3-7 jaar)	Kortere termijn (<3 jaar)
Duur van het fonds	Beperkt, veelal 10 jaar	Onbeperkt (in beginsel)
Financiering fonds	EV	EV/VV (leverage op fondsniveau)
Financiering portfolio-ondernemingen	EV/VV (leverage op deelnemingsniveau)	Er wordt niet echt gesproken van portfolio-ondernemingen
Invloed / bemoeienis portfolio-onderneming	Relatief veel	Weinig tot geen
Managementfee	1,5 - 2,5%	0,5 - 2%
Carried interest	ja	In principe performance fee

2.3.3 Crowdfunding

We spreken van crowdfunding als kapitaal[40] voor startende ondernemingen of projecten wordt aangetrokken zonder tussenkomst van financiële intermediairs, bijvoorbeeld via een platform op internet. Er is sprake van een relatief grote groep ('crowd') waarbij ieder individu een relatief klein bedrag investeert in het startende bedrijf of project. Crowdfunding kwam voor het eerst op rond 2004 in Amerika, waarbij het fenomeen werd ingezet voor de financiering van creatieve projecten in de muziek en van boeken.

Deelnemers kopen via crowdfunding een relatief kleine participatie in ruil voor een deel van de opbrengst van het bedrijf (winst en waardegroei). In de Verenigde Staten is het voor investeerders verboden om winst te behalen met crowdfunding. Investeren via aandelen is in de Verenigde Staten daarom niet mogelijk. In Europa is binnen bepaalde wettelijke grenzen crowdfunding via aandelen wel mogelijk. Zowel in Europa als in de Verenigde Staten is het crowdfundingplatforms verboden om advies uit te brengen over de op het platform aangeboden proposities.[41]

40 Er kan ook sprake zijn van leningen (loan based crowdfunding); hierna wordt gesproken over kapitaal (equity based crowdfunding).

41 https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/crowdfunding-overig.

In Nederland zijn enkele crowdfundingplatforms actief.[42] De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft op 19 december 2014 een rapport uitgebracht over het toezicht op crowdfunding.[43] Per 31 maart 2015 is de wet- en regelgeving aangepast, waardoor het in bepaalde gevallen nodig is een vergunning te hebben om een crowdfundingplatform te beginnen.[44]

In relatie tot private equity kan crowdfunding een rol spelen bij het aantrekken van 'seed capital' (start-kapitaal) voor ondernemingen in de (pre-)opstartfase. Seed capital kan bijvoorbeeld worden gebruikt voor de ontwikkeling van een prototype of voor marktonderzoek, in de fase vóórdat het bedrijf daadwerkelijk van start gaat.

2.4 Private equity als vorm van ondernemingsfinanciering

Vanuit het perspectief van een bedrijf met een behoefte aan kapitaal kan private equity gezien worden als een vorm van ondernemingsfinanciering. Niet-beursgenoteerde bedrijven zijn voor het aantrekken van risicodragend kapitaal (bijvoorbeeld voor start, groei of innovatie binnen het bedrijf) veelal aangewezen op particulier kapitaal. Een belangrijke bron is dan het aantrekken van risicodragend kapitaal via participatiemaatschappijen.

Private versus public

Private equity kan tegenover het begrip 'public equity' worden geplaatst. Public equity is kapitaal dat via de beurs publiek toegankelijk is. Private equity en public equity zijn beide vormen van eigen vermogen, waarbij de ene vorm van vermogen publiekelijk (via de beurs) wordt verschaft, en het andere op een private markt tot stand komt.

Eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen

Kapitaal als vermogensvorm kan ook worden geplaatst tegenover financiering door middel van schulden. Ook deze vermogensvorm kan worden opgedeeld in private, onderhandse schulden en beursgenoteerde schulden, zoals obligaties. Deze vermogensvormen kunnen betiteld worden als 'private debt' respectievelijk 'public debt'.

In schema zien deze vormen van ondernemingsfinanciering er als volgt uit:[45]

Figuur 10: Vormen van ondernemingsfinanciering

	Beursgenoteerd	Niet-beursgenoteerd
Aandelen	Public equity	Private equity
Schuld	Public debt	Private debt

Afhankelijk van de fase waarin een bedrijf verkeert, heeft het een bepaalde hoeveelheid en een bepaalde vorm van kapitaal nodig. Dit kan een vorm van eigen vermogen zijn (risicodragend kapitaal) of van vreemd vermogen. Elke kapitaalvorm heeft zijn specifieke voor- en nadelen voor een bedrijf, en kent eigen voorwaarden, risico's en condities.

42 Het grootste crowdfundingplatform is www.geldvoorelkaar.nl.
43 https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/crowdfunding-overig.
44 Wijzigingsbesluit financiële markten 2016, Amvb 31 maart 2015.
45 T. Rietveld, 2014, Handboek Investeren & financieren, p. 15.

Vreemd vermogen is in de kern een geldsom die terugbetaald moet worden en waarover de ondernemer als vergoeding rente moet betalen. Veelal gaat dit gepaard met enige vorm van (hoofdelijke) aansprakelijkheid voor de ondernemer. Bij eigen vermogen gaat het om het verwerven van kapitaal. Door aandelen uit te geven, komt er geld in de onderneming. De aandelen verwateren, het belang per aandeel neemt af. Een deel van de zeggenschap wordt uit handen gegeven en de winst moet verdeeld worden over meerdere aandeelhouders. Een voordeel van eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen is dat de ondernemer minder snel hoofdelijk aansprakelijk wordt gesteld. Er zijn veel mengvormen tussen eigen en vreemd vermogen mogelijk, zoals een lening met conversierechten. Onder bepaalde voorwaarden kunnen deze leningen omgezet worden in aandelenkapitaal. Elke onderneming zal streven naar een voor zijn bedrijf optimale mix van eigen en vreemd vermogen.

Vier investeringsvormen

Participatiemaatschappijen specialiseren zich veelal in een bepaalde vorm van investeren. Afhankelijk van de (groei)fase van de portfolio-onderneming kunnen op hoofdlijnen de volgende vormen van financiering door middel van PE-kapitaal worden onderscheiden:

- oprichting en startfase van een onderneming (venture capital),
- overname van onderneming (buy-out),
- verschaffen van groeikapitaal aan jonge(re) ondernemingen (growth capital),
- verschaffen van kapitaal aan verlieslatende ondernemingen (distressed situations/turnaround).

Venture capital richt zich op startende en jonge ondernemingen en wordt nader besproken in onderdeel 2.4.1. De overige vormen van financiering richten zich alle op volwassen(er) ondernemingen die al een zeker trackrecord hebben opgebouwd. Deze vormen van financiering worden gezamenlijk ook wel 'later stage'-financieringen genoemd. We bespreken ze in onderdeel 2.4.2.

Rietveld[46] onderscheidt afhankelijk van de cashflowsituatie van de portfolio-onderneming de volgende vier hoofdvormen van private equity:

Figuur 11: Hoofdvormen van private equity

	Leeftijd onderneming	
Cashflow	Jong	Oud
Positief	Growth capital	Growth & buy-out
Negatief	Venture capital	Distressed

Gebruik van vreemd vermogen binnen de structuur

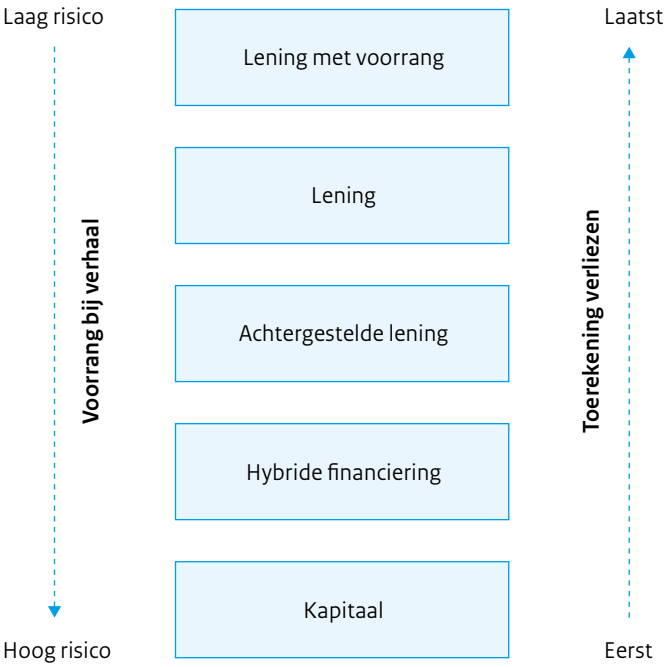
Naast private equity wordt vrijwel zonder uitzondering ook vreemd vermogen ingezet bij de financiering van een portfolio-onderneming. Dit vreemde vermogen wordt verstrekt door banken en ook door het private-equityfonds zelf of daaraan gelieerde lichamen (aandeelhoudersleningen). Zie voor een uitgebreidere beschrijving van het gebruik van vreemd vermogen binnen een private-equitystructuur onderdeel 7.1.

Ook voor banken of een consortium van samenwerkende banken kan het aantrekkelijk zijn om mee te doen in een PE-financieringsstructuur. Afhankelijk van onder andere de risico's en financiële stabiliteit worden een of meerdere leningen verstrekt. Veelal is de hoogte van het verstrekte vreemd vermogen een bepaald percentage van de aankoopprijs van de portfolio-onderneming. Afhankelijk van onder andere omvang en aankoopprijs wordt de schuld in verschillende tranches verstrekt, met een verschillend risicoprofiel.

46 T. Rietveld, 2014, Handboek Investeren & financieren, p. 15.

Met 'senior debt' wordt bedoeld de meest seniore lening. Deze wordt afgedekt met de bezittingen van het bedrijf en kent veelal de laagste rentepercentages. Daarna volgt (via een getrapte structuur) een aantal andere leningen met minder zekerheden. Omdat deze zijn achtergesteld op de 'senior lening' kennen ze een hoger rentepercentage. In de loop der tijd zijn er veel verschillende financieringsvarianten ontstaan. Figuur 12 beschrijft de verschillende tranches van vreemd vermogen ten opzichte van eigen vermogen.

Figuur 12: Verschillende tranches van vreemd vermogen ten opzichte van eigen vermogen



2.4.1 Venture capital

Venture capital wordt naast private equity vaak als afzonderlijke categorie genoemd. In dit rapport gebruiken we de term 'venture capital' als het gaat om het investeren met private equity in startende of jonge ondernemingen. Deze categorie wordt ook wel ook 'durfkapitaal' genoemd. Dit duidt al aan dat het gaat om het verstrekken van kapitaal waaraan relatief hoge risico's kleven.

Kenmerken venture capital

Voor startende of jonge, snel groeiende ondernemingen is het vaak moeilijk om financiering bij een bank te krijgen. Het risico om dergelijke ondernemingen te financieren is voor banken soms te groot of de rendementen niet aantrekkelijk genoeg. Daarom zijn beginnende ondernemingen vaak aangewezen op (door private equity verschaft) risicodragend kapitaal. Het gaat daarbij om ondernemingen die nog niet over een gevestigde positie beschikken, maar waarvan de investeerder verwacht dat ze die in de komende jaren kunnen opbouwen, bijvoorbeeld met de ontwikkeling van een nieuw product of een nieuwe dienst.

De investeerder verwacht dat het nieuwe bedrijf snel flink groeit waardoor het rendement van de investering ook hoog ligt. Aan de andere kant zijn de risico's voor de investeerder in het algemeen groter als hij investeert in startende, snel groeiende bedrijven ten opzichte van bestaande bedrijven. De kans dat de investering nooit de beoogde opbrengst behaalt, is relatief groot. Daarom is de bemoeienis van de potentiële investeerder met de portfolio-onderneming vaak ook groot. Die bemoeienis uit zich bijvoorbeeld in een zetel in de raad van commissarissen, het geven van adviezen of het beschikbaar stellen van een relatienetwerk. Samengevat: venture capital kent een 'hoog risico, hoog rendement' en is qua bemoeienis intensief.

Ontwikkeling venture capital

In Amerika is de venture-capitalmarkt van oudsher veel sterker ontwikkeld dan in Europa. Daar wordt deze markt ook wel kortweg aangeduid met de term VC. Europa was ten opzichte van de VS meer gericht op de zogenoemde buy-outs. In 2016 was in Nederland een uitzonderlijk hoog percentage van 48% van het geworven kapitaal bestemd voor venture capital (€ 725 miljoen) ten opzichte van 52% % voor financiering van volwassen ondernemingen (€ 1,5 miljard). Het hoge bedrag aan geworven venture capital in 2016 werd met name veroorzaakt doordat drie grote life sciencesfondsen (LSP, Gilde Healthcare en Forbion) tezamen bijna € 700 miljoen wisten te werven bij institutionele beleggers, family offices en corporates. In Amerika is venture-capitalfinanciering altijd minstens zo belangrijk geweest als de financiering van volwassen bedrijven. Venture capital nam een grote vlucht ten tijde van de internetrevolutie, in de tweede helft van de jaren 90. Op dat moment ontstond een groot aantal nieuwe bedrijven met een hele nieuwe visie op ondernemen. Participatiemaatschappijen investeerden toen volop in jonge internetondernemingen. De internetzeepbel barstte rond 2001. Veel investeringen werden verlieslijdend. Op dit moment wordt weer veel geïnvesteerd in start-ups en scale-ups.

Venture capital verder onderverdeeld

Venture capital is zelf ook weer op te delen in verschillende categorieën. Afhankelijk van de ondernemingsfase wordt gesproken van seed capital, investeringen in start-ups en later-stage-investeringen. Al deze vormen van financiering vinden dus plaats in de vroege fase van de onderneming.

Seed capital

We spreken van seed capital als kapitaal wordt verschaft in de allereerste ondernemingsfase, voor bijvoorbeeld markt- of haalbaarheidsonderzoek of het ontwikkelen van een initieel concept. Dit vindt plaats nog vóór de start-upfase. Meestal wordt dit kapitaal bijeengebracht door de ondernemer zelf of zijn directe familiekring. Mocht daarna nog meer kapitaal nodig zijn, dan kan de ondernemer proberen om seed capital te verwerven via participatiemaatschappijen. Dit komt niet zo heel vaak voor, omdat participatiemaatschappijen niet altijd de relevante expertise hebben om de startende onderneming te begeleiden. Bovendien zijn de kosten voor de begeleiding van de onderneming relatief hoog. Vaker wordt het seed capital verschaft door informal investors, uit overheidsfondsen of via crowdfunding. In 2016 investeerden participatiemaatschappijen (met name regionale investeringsmaatschappijen en corporate venture capital) in 33 bedrijven in totaal € 13,2 miljoen aan seed capital.

Start-ups

Van start-ups wordt gesproken als het gaat om het financieren van beginnende ondernemingen voor product-ontwikkeling of initiële marketingactiviteiten. Een start-up heeft nog geen uitontwikkeld businessmodel. In 2016 verschaften participatiemaatschappijen in totaal € 80,2 miljoen aan start-upkapitaal aan 134 bedrijven. Het meeste kapitaal werd verschaft door Nederlandse participatiemaatschappijen en door overheidsfondsen, maar ook een aantal buitenlandse participatiemaatschappijen investeerden in Nederlandse start-ups.[47]

47 Zie bijvoorbeeld https://mytomorrows.com/, http://www.catawiki.nl/, http://www.encarebiotech.com/ en https://thecloakroom.nl.

Later stage
Van later-stage-investeringen is sprake als een bedrijf al wel van start is gegaan maar nog in een jonge fase verkeert en (verdere) financiering nodig heeft. Gaat het om een start-up die doorgroeit naar een volgende fase, dan spreken we ook wel van een 'scale-up'. In 2016 hebben participatiemaatschappijen in totaal €90,9 miljoen aan later-stage-venturekapitaal verschaft.

Er zijn verschillende (onderdelen van) participatiemaatschappijen en participatiemaatschappijen met specifieke fondsen die investeren in startende ondernemingen.[48] Vaak specialiseren zij zich in een specifieke marktsector, zoals de gezondheidszorg (life sciences) of informatietechnologie. Nederlandse venture-capitalfondsen hebben in 2016 €725 miljoen aan nieuwe fondsen geworven. Dat is een recordbedrag.

De rol van de overheid bij het stimuleren van jonge, startende ondernemingen
De groei van venture capital is mede te verklaren door het van start gaan van verschillende overheidsinitiatieven zoals het Dutch Venture Initiative (DVI) en het European Investment Fund (EIF),[49] en de initiatieven rondom StartupDelta.[50]

Het Dutch Venture Initiative is een van de drie pijlers van het sinds 1 januari 2012 bestaande Innovatiefonds MKB+, een initiatief van de overheid om jonge en innovatieve bedrijven financieel te stimuleren. Het DVI behelst een fund-of-fund, waarbij private-venture-capitalfondsen een beroep kunnen doen op dit investeringsfonds van initieel €150 miljoen als het gaat om het investeren in innovatieve MKB-bedrijven. Het DVI wordt uitgevoerd door PPM Oost en hangt onder het EIF. Ook dit is een fund-of-fund: bedrijven kunnen niet rechtstreeks een beroep doen op het fonds, maar alleen via venture-capitalfondsen of andere financiële instellingen. Aandeelhouders van het EIF zijn de Europese Investeringsbank (62%), de EU (29%) en 30 Europese financiële instellingen (9%).[51] Inmiddels is ook een DVI-II fonds gelanceerd met een eerste closing op 31 maart 2016 van €200 miljoen.[52]

Naast het DVI heeft het Innovatiefonds MKB+ nog twee andere onderdelen, te weten de Innovatiekredietregeling voor alle innovatieve bedrijven en de Seed Capital-regeling voor technostarters en creative industries.[53] Deze twee onderdelen van het Innovatiefonds MKB+ worden uitgevoerd door de Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO).

2.4.2 Financiering door middel van private equity bij volwassen ondernemingen

Financiering van volwassen bedrijven door middel van private equity is een typische vorm van private equity. Volwassen bedrijven zijn ondernemingen met een bepaalde grootte of een bepaald trackrecord. Dergelijke ondernemingen kunnen op zoek zijn naar kapitaal omdat ze willen groeien of uitbreiden. Een onderneming kan op verschillende manieren groeien: autonoom, door producten verder te ontwikkelen of het aanbod te verbreden, nieuwe vestigingen te openen of internationaal te groeien. Private equity voor de groei van een onderneming kunnen we samenvatten onder de noemer 'groeikapitaal'. Ook kan private equity worden verstrekt voor het overnemen van (delen van) bedrijven. In dat geval spreekt men van een buy-out of een buy-in.

Het verstrekken van groei- en buy-outkapitaal is de meest aansprekende vorm van private equity. Het gaat om volwassen bedrijven die al een bepaalde naam en trackrecord hebben opgebouwd. Denk aan Greetz, Johma, Hema, Van Gansewinkel, Jumbo, Tommy Hilfiger, Marlies Dekkers, Hunkemöller en V&D.

48 Bijvoorbeeld http://www.primeventures.com/, http://www.lspvc.com/ en http://www.voccp.com/.
49 http://www.eif.org/what_we_do/resources/dvi/.
50 http://www.startupdelta.org/.
51 Per 15 juli 2015, www.eif.org.
52 http://www.eif.org/what_we_do/resources/dvi-ii/index.htm.
53 http://www.rvo.nl/onderwerpen/innovatief-ondernemen/innovatiefinanciering/innovatiefonds-mkb.

Allemaal bedrijven die met private-equitykapitaal zijn of werden gefinancierd. Dergelijke overnames door (fondsen van) participatiemaatschappijen halen dikwijls de kranten. De belangen, zowel in financiële maar ook in economisch bredere zin, zijn meestal groot.

Afhankelijk van de focus en specialisatie van de (fonds van een) participatiemaatschappij op een bepaalde marktsector, type transactie, investeringsbedrag of omvang van de onderneming zal een bepaald type investering in een volwassen bedrijf interessant zijn voor de participatiemaatschappij. De naam van de participatiemaatschappij of van een fonds duidt soms al aan waar de focus ligt, bijvoorbeeld Buy-outfonds IV.

Financiering bij volwassen bedrijven verder uitgesplitst
Financiering bij volwassen bedrijven valt verder uit te splitsen in verschillende categorieën. Afhankelijk van de (groei)fase waarin een onderneming zich bevindt, de manier waarop gebruikgemaakt wordt van overig vermogen en de wijze van deelname van het management kunnen verschillende typen worden onderscheiden:
- verschillende vormen van buy-outfinanciering:
  - leveraged buy-out
  - managementbuy-out
  - employee-buy-out
  - managementbuy-in
  - secondary en tertiary buy-out
- financiering bij beursgang
- financiering bij het van de beurs halen
- financiering aan noodlijdende bedrijven

We bespreken deze typen financieringen bij volwassen ondernemingen hierna.

Verschillende vormen van buy-out
Het woord buy-out wordt in verschillende betekenissen gebruikt. In het algemeen verwijst het naar een financieringsmethode. Als een bedrijf in verband met verzelfstandiging (van het hele bedrijf of een onderdeel ervan) nieuwe aandeelhouders krijgt, noemen we dit een buy-out: een uitkoop van de zittende aandeelhouders en een koop door nieuwe aandeelhouders. De term wordt ook vaak gebruikt bij private equity, maar heeft hier een bredere betekenis. Meestal gaat het dan over een zogenoemde leveraged buy-out, kortweg LBO. Een buy-out kan echter (ook bij private equity) ook betrekking hebben op een managementbuy-out of een employee-buy-out.

Leveraged buy-out
Bij een LBO berust de financiering van de verwerving van de portfolio-onderneming voor een groot gedeelte op vreemd vermogen. Dat moet later door het portfolio-bedrijf worden terugbetaald. De activa van het portfoliobedrijf worden als onderpand voor de lening gebruikt. Het vreemd vermogen wordt veelal verstrekt door een of meerdere banken en/of aan het fonds gelieerde partijen (aandeelhoudersleningen).

De omvang van het vreemd vermogen fungeert als hefboom en doet het rendement op het eigen vermogen toenemen. Een stijging van de waarde van het bedrijf verandert niets aan de tegenprestatie die een bank eist. Hierdoor blijft de volledige waardestijging van het portfoliobedrijf ten goede komen aan de verschaffer van het eigen vermogen, (het fonds van) de participatiemaatschappij.

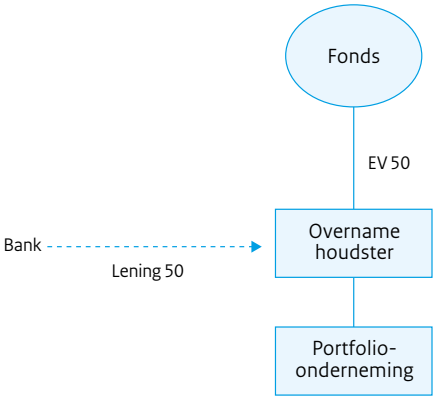
Uit de term leveraged buy-out blijkt al dat in deze vorm van financiering gebruik wordt gemaakt van het hefboomeffect. Maar dit is (anders dan de naam misschien doet vermoeden) zeker niet de enige vorm van financiering met private equity waarbij gebruik gemaakt wordt van leverage. Integendeel, bij vrijwel alle vormen van financiering met private equity wordt hiervan gebruikgemaakt.

Het is voor de participatiemaatschappij (en de portfolio-onderneming) zoeken naar een optimale mix tussen eigen en vreemd vermogen. Zoals hiervoor omschreven kunnen de rendementen op het eigen vermogen toenemen naarmate de portfolio-onderneming met méér vreemd vermogen is gefinancierd. In bedrijfseconomische zin ligt hier een stimulans om een transactie met zo veel mogelijk vreemd vermogen te financieren, de prijs die betaald wordt is het risico. Ook in fiscale zin ligt hier een stimulans vanwege de aftrekbaarheid van de kosten van het vreemde vermogen (binnen grenzen). Dit kan leiden tot grote risico's door overfinanciering met vreemd vermogen. Als de rentelasten stijgen en te hoog oplopen, is het portfoliobedrijf niet meer in staat om de financieringslasten te betalen met alle gevolgen van dien. Een kleine schommeling in de markt, het financiële klimaat of van andere externe factoren kan dan een groot effect hebben op de portfolio-onderneming. Hierna volgt een eenvoudig voorbeeld van een leveraged buy-out. Zie voor een uitgebreide beschouwing over leverage onderdeel 3.4.

Voorbeeld

Een portfoliobedrijf is te koop voor een miljoen. Een jaar later is het bedrijf, na een reorganisatie en strategie-wijziging, twee miljoen waard. Als het fonds van een participatiemaatschappij de volledige koopsom van een miljoen zelf had gefinancierd, had ze op haar miljoen 100% rendement gehad. Een mooi rendement, maar als de participatiemaatschappij in dezelfde situatie een leveraged buy-out gedaan had en de helft van het kapitaal bij een bank had geleend, dan had de participatiemaatschappij maar een half miljoen eigen vermogen hoeven te investeren. De lening zou uiteraard terugbetaald moeten worden aan de bank, maar het rendement dat het halve miljoen oplevert is nog steeds geheel voor het fonds van de participatie-maatschappij. Van een half miljoen heeft de participatiemaatschappij anderhalf miljoen gemaakt. Een rendement op het eigen vermogen van, los van de rentelasten voor de lening van de bank, 200%. De rest van kapitaal in het fonds kan ze op deze manier inzetten bij een andere investering. In beide situaties is de winst een miljoen, los van de extra rentelasten in de tweede situatie. De rente is overigens veelal aftrekbaar voor de Vpb (zie onderdeel 7.1). Bij een leveraged buy-out kan met minder geld ongeveer hetzelfde resultaat behaald worden en is procentueel het rendement op het eigen vermogen veel hoger.

Figuur 13: Voorbeeld leveraged buy-out



Managementbuy-out

Bij een managementbuy-out wordt (een deel van) de aandelen verworven door het zittende management van een bedrijf. Dit zittende management heeft tot dan toe nog geen aandelen in het bedrijf. Bij een grotere managementbuy-out is het management meestal niet in staat om het gehele kapitaal van de te verwerven onderneming te financieren. Een deel van de aandelen kan dan door een participatiemaatschappij worden gekocht en een deel door het zittende management.

Een managementbuy-out kan om verschillende redenen plaatsvinden: een bedrijfsopvolging, het zittende management heeft het vertrouwen verloren in de directie, of het zittende management ziet (groei)kansen voor het bedrijf die de aandeelhouders niet zien en wenst om deze reden een aandeelhoudersbelang te nemen in het bedrijf. Voor een participatiemaatschappij heeft een managementbuy-out als voordeel dat het management dezelfde belangen heeft als de participatiemaatschappij, en daardoor gemotiveerd is om de winsten en resultaten van het portfoliobedrijf te optimaliseren. Voor het zittende management dat de aandelen wil overnemen van de eigen werkgever, kan er snel een 'conflict of interests' ontstaan tussen de managers/werknemers en verkoper/werkgever. Dit soort managementbuy-outs wordt (daarom) vaak begeleid door verschillende adviseurs.

Employee-buy-out
De term employee-buy-out wordt gebruikt als (een deel van) de aandelen worden gekocht door de werknemers van een bedrijf. Ook hier kan een participatiemaatschappij een rol spelen door een deel van de aandelen te kopen.

Managementbuy-in
In geval van een managementbuy-in worden de aandelen (deels) verworven door een managementteam dat nog niet eerder werkzaam was binnen het aan te kopen bedrijf of bedrijfsonderdeel. Bij grotere managementbuy-ins wordt veelal een deel van de aandelen gekocht door het nieuwe management en een deel door bijvoorbeeld een participatiemaatschappij.

Secondary en tertiary buy-out
De termen secondary en tertiary buy-out worden gebruikt om aan te duiden dat zowel de koper als verkoper van de portfolio-onderneming een participatiemaatschappij is. Met andere woorden: de portfolio-onderneming gaat over van het ene fonds van een participatiemaatschappij naar het andere. Deze vorm van exit (de verkoop aan een andere participatiemaatschappij) wordt voor de verkopende partij wel als onaantrekkelijk gezien: als de verkopende partij van de portfolio-onderneming af wil, bijvoorbeeld omdat het al (te) lang in portefeuille wordt gehouden en er kennelijk te weinig winstkansen zijn, waarom zou een andere participatiemaatschappij deze dan willen overnemen? Toch wordt een steeds groter aantal portfoliobedrijven verkocht aan andere participatiemaatschappijen.

In 2016 werd 55% van de exits gerealiseerd door verkoop aan een andere participatiemaatschappij. Dit wordt wel toegeschreven aan de toename van het beschikbare investeringskapitaal binnen de fondsen. Deze fondsen zitten vol met nog ongebruikt investeringskapitaal ('dry powder') en willen graag investeringen doen. Als bijvoorbeeld een portfoliobedrijf een hoge cash-flow genereert, dan kan het (toch) aantrekkelijk zijn voor een andere participatiemaatschappij om dit bedrijf te kopen. Een secondary buy-out kan voor de verkopende partij voordelen hebben ten opzichte van andere vormen van exit: een overname door een andere participatiemaatschappij brengt sneller liquide middelen op voor de participatiemaatschappij dan een beursgang.

Een tertiary buy-out behelst hetzelfde: de overname door een participatiemaatschappij is al eens voorafgegaan door eenzelfde overname door een participatiemaatschappij. In feite wordt het portfoliobedrijf voor de derde opeenvolgende keer overgenomen door een participatiemaatschappij.

Overbruggingsfinanciering voor een beursgang
Private equity wordt ook wel ingezet als overbruggingsfinanciering, bijvoorbeeld voorafgaand aan een beursgang. Voor de eerste gang naar de beurs wordt vaak de term IPO gebruikt (Initial Public Offering). Voor de participatiemaatschappij is een beursgang van het portfoliobedrijf een manier om de participatie te vervreemden. Zie ook onderdeel 4.3.4 over de verschillende exitmogelijkheden.

Financiering in verband met het van de beurs halen van een bedrijf
Soms zijn participatiemaatschappijen betrokken bij de financiering van een bedrijf in verband met het weer van de beurs halen van dit bedrijf ('public-to-private', ook wel 'delisting'). Deze aan een beursgang omgekeerde situatie maakt dat het vermogen van een portfoliobedrijf weer geheel privaat wordt. Een voorbeeld van een bedrijf dat met private equity van de beurs is gehaald, is Douwe Egberts. Dit bedrijf is overgenomen door een groep Duitse investeerders.[54]

Financiering bij herstructurering
Turnaroundmanagement is een gangbare term voor een herstructurering, verbetering, omslag of omkeer binnen een bedrijf. Bij herstructurering ('turnaround') wordt de focus of financieringsstructuur van een bedrijf gewijzigd. Sommige participatiemaatschappijen hebben zich in dit onderdeel van private equity gespecialiseerd. Zij financieren met name volwassen bedrijven in moeilijke (financiële) omstandigheden met als doel deze gezond te maken, bijvoorbeeld door afsplitsing, afstoten van onrendabele onderdelen, aanbrengen van management-focus, om ze zo met winst weer te kunnen verkopen.

2.5 Private equity als vorm van belegging

Private equity is vanuit het perspectief van de investeerders, de verschaffers van het kapitaal, een vorm van beleggen. Beleggingen kunnen als volgt worden onderverdeeld:
- aandelen (public equity)
- obligaties (fixed income)
- alternatieve beleggingen
- liquiditeiten

De eerste twee vormen (aandelen en obligaties) worden daarbij beschouwd als de meest gangbare en meest liquide manier van beleggen. Daarnaast bestaan dus alternatieve vormen van beleggen. De categorie alternatieve beleggingen ('alternative investments') kan ook weer worden onderverdeeld:
- private equity (inclusief venture capital)
- hedgefondsen
- onroerend goed
- overige, zoals energie en andere natuurlijke bronnen, vreemde valuta

Elke vorm van beleggen kent zijn eigen risico- en rendementsprofiel. Voor grote, institutionele beleggers is het zaak om hun omvangrijke bezittingen zodanig te beleggen dat er een optimale mix ontstaat tussen de te lopen risico's en het te behalen rendement. Daarom zal elke grote belegger een mix creëren waarbij in verschillende categorieën wordt belegd.

Hoe hij dit doet, is afhankelijk van de doelen die de (grote) belegger zichzelf stelt. Zo heeft een pensioenfonds een andere behoefte aan liquiditeit dan een verzekeringsmaatschappij of een particulier met een groot beleggingsvermogen.[55] Afhankelijk van zijn profiel zal elke categorie beleggers al dan niet een gedeelte (of het geheel) van zijn bezittingen beleggen in private equity.

54 In oktober 2012 werd het aandeel D.E Master Blenders 1753 opgenomen in de AEX index. Op 28 maart 2013 maakte Douwe Egberts bekend onderhandelingen te voeren met een groep Duitse investeerders om DE over te nemen. Op 18 september 2013 werd het bod onvoorwaardelijk.

55 Zie bijvoorbeeld http://www.robeco.com/nl/professionals/visie-en-themas/pensioen/2015/private-equity-voor-pensioenfondsen-hoe-het-juiste-fonds-te-selecteren.jsp.

Voor veel institutionele beleggers (zoals pensioenfondsen) vormt private equity een vast onderdeel van de beleggingsportefeuille. Private equity kent meestal een hoger rendement dan aandelen en obligaties. Private equity zorgt voor diversificatie in het beleggingspakket. Beleggingen in private equity liggen voor langere tijd vast, en zijn dus minder liquide dan aandelen en obligaties. Verder kan nog een rol spelen dat de belegger in private equity (via het fonds) een iets grotere betrokkenheid kan hebben bij de bedrijven waarin hij investeert, bijvoorbeeld door zitting te nemen in het investeringsadviescomité van een private-equityfonds.

2.5.1 Investeerders in private equity

De Nederlandse private-equitymarkt kent een aantal bronnen van geworven kapitaal. In dit rapport duiden we deze partijen, de verschaffers van het kapitaal aan de fondsen, ook wel aan met de term investeerders.

We onderscheiden de volgende categorieën van verschaffers van kapitaal:
- banken
- pensioenfondsen
- verzekeringsmaatschappijen
- fonds-in-fonds
- publieke sector (overheidsinstanties)
- vermogende privépersonen en family offices
- grote ondernemingen
- academische instellingen en sovereign wealth funds

In 2016 is een bedrag van € 2,4 miljard aan nieuw kapitaal opgehaald bij investeerders. Dit betreft zowel private-equitykapitaal als venture capital (€ 260 miljoen in 2016). Door de lage rente, maar ook door de onzekerheid op de aandelenbeurzen, zoeken grote beleggers naar alternatieven die rendement opleveren, zoals private equity. Ongeveer € 1,7 miljard van het private-equitykapitaal kwam van institutionele beleggers.

Van het totaal geworven private equity-kapitaal tussen 2007 en 2016 kwam ongeveer 8% van family offices en vermogende particulieren. Overheidsinstanties leverden 5,77% van het totaal geworven kapitaal. 17,67% van het kapitaal kwam van fonds-in-fonds, 8,35% van verzekeringsmaatschappijen, 16,42% van pensioenfondsen. Verder was het kapitaal afkomstig van banken (16,77%), stichtingen en nalatenschappen (5,02%), sovereign wealth funds (4,55%) en overig (14,3%).

Er zijn verschillen tussen de venture-capitalfondsen en de buy-outfondsen. Grote kapitaalverschaffers voor venture capital zijn de overheidsinstanties (24,05% over de periode 2007-2016). Nederlandse pensioenfondsen investeren daarnaast veel in buitenlands private equity. Het ABP bijvoorbeeld is voor de Amerikaanse private-equitymarkt een belangrijke speler.

Voor alle hiervoor genoemde categorieën van investeerders gelden enkele bijzonderheden.

Banken

Banken verschaften in de periode 2007-2016 16,77% van het totaal bijeengebrachte kapitaal. Hierbij gaat het om kapitaal dat wordt verschaft aan participatiemaatschappijen die niet zijn gerelateerd aan de banken zelf. Veel banken kennen een eigen afdeling of dochteronderneming die kapitaal op private-equityachtige wijze belegt. Deze fungeert voor de banken als eigen participatiemaatschappij. Als het (grootste gedeelte van het) fondskapitaal afkomstig is van de moedermaatschappij, noemen we dit een 'captive fonds' (zie over captive en non-captive onderdeel 2.7.1). Dit kan zich ook voordoen bij verzekeringsmaatschappijen, bij grote institutionele beleggers en bij zeer vermogenden.

De rol van banken in private equity is dus meervoudig: enerzijds als investeerder van kapitaal in captive- en non-captivefondsen. Anderzijds als verschaffer van leningen (vreemd vermogen) bij overnames van portfoliobedrijven (bijvoorbeeld bij een leveraged buy-out).

Pensioenfondsen

Zowel in Nederland als wereldwijd behoren pensioenfondsen qua omvang en belang tot de grootste investeerders in private equity. Pensioenfondsen zijn organisaties waarin bijdragen van individuele werknemers en werkgevers bij elkaar worden gebracht (veelal in een fonds) met als doel financiële zekerheid op termijn (pensioen) te verkrijgen voor werknemers en hun nabestaanden. In die hoedanigheid hebben de pensioenfondsen grote hoeveelheden kapitaal onder hun hoede. Dat kapitaal kan op verschillende manieren worden belegd, afhankelijk van de toekomstige geldstromen die het fonds moet uitbetalen aan de pensioengerechtigden. Omdat pensioenfondsen een maandelijkse kasstroom hebben die vrij hoog ligt, kiezen zij in het algemeen voor beleggingen die gemakkelijk liquide te maken zijn en in mindere mate voor alternatieve beleggingen. De fondsen beleggen met publiek geld en er gelden strenge regels voor de manier waarop zij dit mogen beleggen.[56] Ook het maatschappelijke debat over een verantwoord beleggingsbeleid heeft zijn weerslag gevonden in de manier waarop het pensioenkapitaal belegd wordt.[57] Het ABP, met een totaal belegd vermogen van €356 miljard[58], streeft ernaar dat 5% van zijn beleggingen uit private equity bestaat. In de periode 2007-2016 was 16,42% van het totaal door participatiemaatschappijen geworven private-equitykapitaal afkomstig van pensioenfondsen. Grote Nederlandse pensioenfondsen beleggen hun kapitaal voornamelijk via grote buitenlandse participatiemaatschappijen. AlpInvest Partners bijvoorbeeld belegt kapitaal voor ABP en het Pensioenfonds Zorg en Welzijn (voorheen PGGM).[59] AlpInvest is sinds 2011 eigendom van de Amerikaanse Carlyle Group.

Verzekeringsmaatschappijen

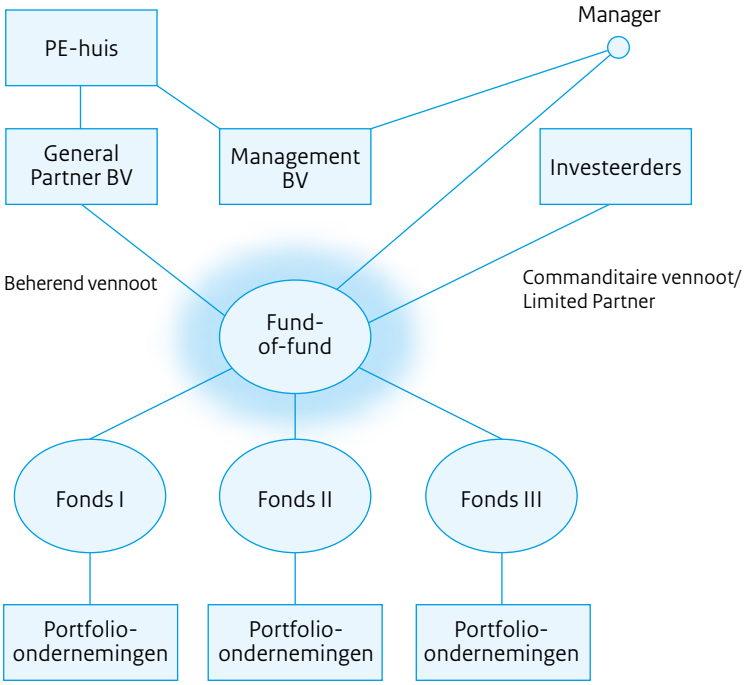
Van het totaal in de periode 2007-2016 geworven kapitaal is 8,35% afkomstig van verzekeringsmaatschappijen. Verzekeringsmaatschappijen ontvangen premies van hun verzekerden, en wel 'up front'. Deze premies dienen zij zo goed mogelijk beleggen om te kunnen uitkeren als de verzekerde risico's zich voordoen. Ook gelden allerlei (wettelijke) buffers van aan te houden kapitaal. Dit maakt dat een verzekeringsmaatschappij in het algemeen kiest voor beleggingen met een laag risico die snel liquide zijn te maken (bijvoorbeeld obligaties) en minder snel zal beleggen in private equity.[60]

Fonds-in-fonds (fund of funds)

Kort gezegd is een 'fund of funds' een fonds dat in andere fondsen deelneemt. Een gedeelte van het kapitaal van het fonds wordt dus niet bestemd voor rechtstreekse participatie in een portfolio-onderneming, maar geïnvesteerd in een ander fonds. Zo ontstaat een indirecte structuur. Het investerende fonds kan zowel een andere participatiemaatschappij zijn als een ander type zelfstandig beleggingsfonds, dat op zijn beurt het kapitaal weer kan verdelen over verschillende participatiemaatschappijen. Voor een institutionele belegger heeft deelname in een fund of funds als voordeel dat hij zijn beleggingskapitaal kan spreiden over verschillende fondsen (via het fonds-in-fonds). Het fonds-in-fonds fungeert als (deskundig) tussenpersoon zodat de institutionele belegger zelf de onderhandelingen niet hoeft te doen. Een fund of fund hanteert in het algemeen zo'n 0,75% jaarlijkse beheersvergoeding gecombineerd met een carried-interestregeling.[61]

56 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', John Wiley & Sons, pag. 13.
57 Zie bijvoorbeeld het ABP Verslag Verantwoord Beleggen 2014.
58 Per 30 juni 2015, www.abp.nl/over-abp/resultaten/rendementen.
59 www.alpinvest.com/independent_investors.
60 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', John Wiley & Sons, pag. 25.
61 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', John Wiley & Sons, pag. 22.

Figuur 14: Fund of fund



De laatste jaren lijkt deze fonds-in-fondsmanier van financieren een tamelijk omvangrijk onderdeel uit te maken van het geworven kapitaal van fondsen. In de periode 2007-2016 was dit 17,67% van het totaal geworven kapitaal. Dat betekent dat fondsen op tamelijk grootschalige wijze ook in elkaar beleggen.

Publieke sector

De publieke sector is een opkomende categorie van private-equitykapitaal.[62] Overheidsinstanties beleggen vooral in venture capital. In de periode 2007-2016 was 24,05% van het totaal geworven venture kapitaal afkomstig uit de publieke sector, bijvoorbeeld kapitaal uit het Dutch Venture Initiative. Dit kapitaal wordt vooral geïnvesteerd in venture-capitalfondsen, dus om te investeren in jonge, startende ondernemingen (zie onderdeel 2.4.1).

Vermogende personen en families

Zeer vermogende personen worden soms aangeduid met de term 'high net worth individuals' (HNWI's). Iemand wordt in het algemeen als HNWI beschouwd als hij of zij een te beleggen vermogen heeft van minstens $ 1 miljoen. Een ultra-HNWI heeft een netto te investeren vermogen van ten minste $ 30 miljoen. Eind 2016 waren er wereldwijd 13 miljoen HNWI's.[63] Volgens het Cap Gemini RBC Wealth Management World Wealth Report 2016 wonen in Azië/China/India de meeste HNWI's ter wereld, met Amerika op een tweede plaats.[64] Vermogenden zijn van oudsher een belangrijke bron van private-equitykapitaal, zowel in de vs als in Europa. Volgens Amerikaans onderzoek is de belangrijkste reden voor zeer vermogenden om hun kapitaal te beleggen het behoud van het vermogen over de generaties heen.

62 http://www.nvpportal.nl/document/23/NVPH026%20Ondernemend%20Vermogen%20screen%20sRGB%20WTK%5B1%5D.pdf, pag. 14.
63 https://en.wikipedia.org/wiki/High-net-worth_individual.
64 https://www.nl.capgemini.com/resource-file-access/resource/pdf/world_wealth_report_wwr_2016_netherlands_june2016.pdf.

Hoewel zij in het algemeen conservatief zijn ingesteld als het gaat om de wijze van beleggen van hun kapitaal[65], investeren ook vermogende personen en families de laatste jaren steeds vaker in private equity. Zowel procentueel als in absolute getallen neemt hun deelname in private-equityfondsen toe, ondanks de vaak hoge minimuminvestering die is vereist in een fonds. In de periode 2007-2016 was 8% van het totaal geworven private-equitykapitaal afkomstig van vermogende particulieren en zogenoemde family offices (zie ook onderdeel 2.6.4).

Niet-financiële instellingen

Niet-financiële instellingen, zoals goededoelenstichtingen, spelen in de Nederlandse private-equitymarkt nauwelijks een rol. In Amerika is dit anders, getuige de vele 'foundations' (afgescheiden vermogens, meestal bestemd voor liefdadigheid). De grootste foundation is de Bill & Melinda Gates Foundation met een totaal vermogen eind 2015 van $ 39,6 miljard.[66] In Amerika hadden in 2008 de 75.000 grootste foundations een gezamenlijk vermogen van $ 583 miljard, waarvan zo'n 24% belegd werd als private equity. In Nederland was in de periode 2007-2016 5% van het geworven private-equitykapitaal afkomstig van stichtingen en nalatenschappen.

Academische instellingen

In de Nederlandse private-equitymarkt spelen academische instellingen als investeerder in private equity nauwelijks een rol. De laatste jaren is minder dan 1% van het geworven kapitaal van Nederlandse participatiemaatschappijen afkomstig van een academische instelling. In Amerika zijn de zeer grote 'endowments' ((steun)fondsen van grote universiteiten en andere non-profitorganisaties) grote spelers in de private-equitymarkt. Deze steunfondsen bestaan voornamelijk uit donaties van particulieren en bedrijven, bijvoorbeeld voor het instellen van een leerstoel of voor beurzen en prijzen.[67]

Sovereign wealth funds

Een 'sovereign wealth fund' is een beleggingsfonds dat beheerd wordt door de overheid van een land en waarin die overheid een overwegende mate van zeggenschap heeft over het beleggingsbeleid.

De middelen van het fonds zijn veelal afkomstig uit opbrengsten uit de winning van delfstoffen (vaak olie). Schattingen lopen erg uiteen als het gaat om het totale wereldwijde vermogen van sovereign wealth funds: van $ 900 miljard tot $ 2.400 miljard, terwijl de Financial Times het gezamenlijke vermogen ultimo 2007 op $ 3.300 miljard raamde. Het IMF raamde in september 2011 dat sovereign wealth funds in totaal circa $ 4.700 miljard aan bezittingen hadden. Per instelling kan het om zeer grote bedragen gaan. Noorwegen kent bijvoorbeeld een sovereign wealth fund met een totaal geschat vermogen van $ 818 miljard; ook landen als China en Saudi-Arabië kennen grote sovereign wealth funds. In de periode 2007-2016 vertegenwoordigden sovereign wealth funds 4,55% van het totaal geïnvesteerd kapitaal in Nederlandse private-equityfondsen.

2.5.2 Co-investeringen

Private equity hebben we hiervoor omschreven als een vermogensbeheerarrangement waarbij kapitaalverschaffers ofwel investeerders kapitaal bijeenbrengen in een fonds met het doel een bepaald rendement te behalen door het aan- en vervolgens weer verkopen van portfolio-ondernemingen. Naast deelname in een dergelijk vermogensbeheerarrangement, nemen investeerders ook op andere wijze deel in het kapitaal van het fonds of van een portfolio-onderneming. Dit noemen we 'co-investering' (of 'co-invest').

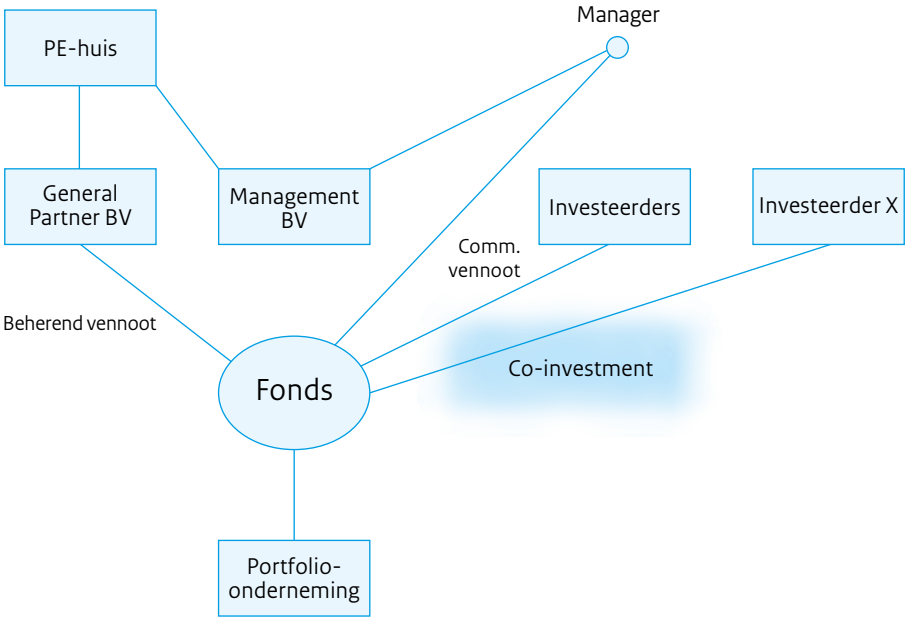
65 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', John Wiley & Sons, pag. 26.

66 http://www.gatesfoundation.org/Who-We-Are/General-Information/Foundation-Factsheet.

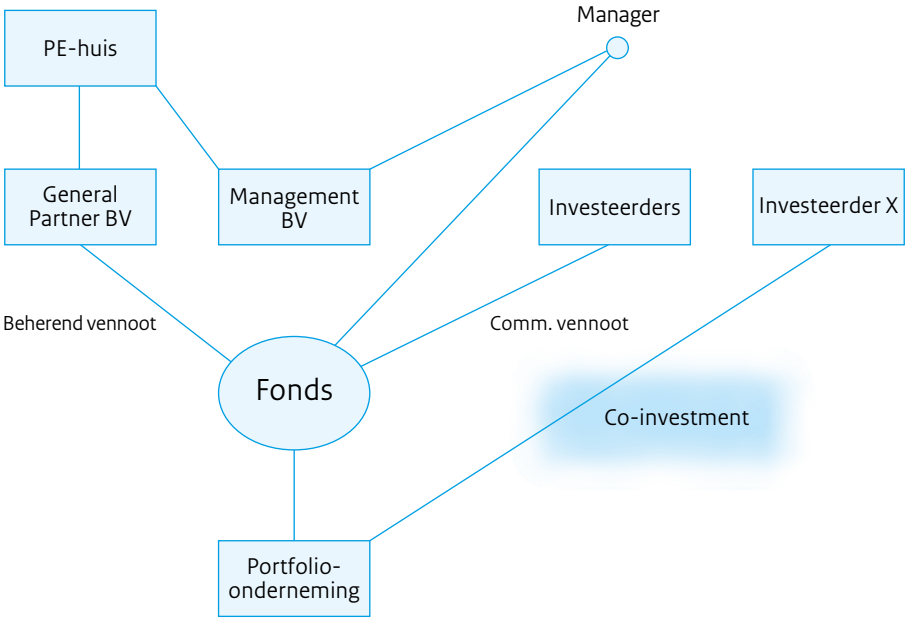
67 De steunfondsen van Harvard en Yale bijvoorbeeld hadden in 2010 een vermogen van respectievelijk $ 27,6 en $ 16,7 miljard en zijn grote investeerders in private equity. Het Yale endowment bijvoorbeeld investeerde in datzelfde jaar 33% van zijn vermogen in private equity. M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', John Wiley & Sons, pag. 15-16, tabel 1.5 en 1.6.

Een co-investering is een rechtstreekse investering door de investeerder of kapitaalverschaffer naast het private-equityfonds waarbij niet wordt deelgenomen aan het vermogensbeheerarrangement van dit fonds. De co-investering kan plaatsvinden in het fonds, maar ook in de portfolio-onderneming.

Figuur 15: Co-investering op het niveau van het fonds



Figuur 16: Co-investering op het niveau van de portfolio-onderneming



Er zijn verschillende redenen waarom gebruikgemaakt wordt van co-investment. Een daarvan is dat er meer kapitaal beschikbaar komt in het fonds of in de portfolio-onderneming, vaak tegen 'vriendelijke' voorwaarden. Dat kapitaal kan voor één specifieke investering worden aangewend, waar het fonds bijvoorbeeld grotere investeringen kan doen zonder dat het op zoek hoeft te gaan naar extern kapitaal. Een andere reden voor een co-investering kan zijn gelegen in de omstandigheid de risico's van een bepaalde investering beter te spreiden. Co-investments worden ook wel tegen vriendelijke voorwaarden aangeboden aan de grootste en belangrijkste investeerders als een stimulans om te investeren in toekomstige fondsen. Op dezelfde wijze worden co-investments aangeboden aan andere private-equityhuizen, bijvoorbeeld met het oog op een toekomstige samenwerking of omdat het andere huis specifieke expertise in huis heeft ten aanzien van de investering. Over de co-invest worden in het algemeen geen managementfees betaald, of minder dan over het kapitaal in het fonds zelf. Bij de totstandkoming van de voorwaarden van de co-investering zal worden onderhandeld of er ook carried-interestrechten worden opgebouwd over de co-investering. Ook de fondsmanagers zelf nemen veelal deel in een co-investeringsprogramma.

De omvang van co-investeringen is de laatste jaren flink toegenomen.[68] Onderzoek uit 2014 leert dat van de Amerikaanse investeerders 73% in het verleden wel eens heeft deelgenomen in een co-investering. Hetzelfde onderzoek laat zien dat 40% van de investeerders actief op zoek is naar co-investeringsmogelijkheden en dat 37% co-investeert als daar kansen voor zijn. Ook in Europa en Nederland nemen de omvang en het belang van co-investeringen toe.[69]

In de fondsvoorwaarden is veelal opgenomen onder welke condities een co-investering mag plaatsvinden. De bestaande investeerders zullen hiervan op de hoogte moeten zijn, omdat een deel van de opbrengst (onder soms andere, meer aantrekkelijke) condities vloeit naar de co-investeerders. Dit kan een potentiële belangentegenstelling in zich hebben. De co-investment zelf is veelal vastgelegd in een 'side letter', en wordt pas definitief vastgelegd op het moment dat de co-investeringskans zich voordoet.

2.6 Participatiemaatschappijen

Het begrip participatiemaatschappij speelt een belangrijke rol binnen private equity. Participatiemaatschappijen worden via hun fondsen tijdelijk aandeelhouder in verschillende bedrijven met het doel deze op termijn weer met winst te verkopen. Hierna behandelen we verschillende soorten participatiemaatschappijen.

2.6.1 Verschillende soorten participatiemaatschappijen

Participatiemaatschappijen zijn onder te verdelen in diverse vormen. Wat zij met elkaar gemeen hebben, is dat zij via hun fondsen de schakel vormen tussen de investeerders van het kapitaal en de portfolio-ondernemingen waarin wordt geparticipeerd. De bij de participatiemaatschappij betrokken fondsmanagers beheren het vermogen van de investeerder onder vooraf overeengekomen condities. Deze condities zien onder meer op het te behalen rendement, doelgroepen, selectiecriteria, beloningsstructuur en besluitvorming en worden vastgelegd in een aantal overeenkomsten. Zie hierover onderdeel 3.2.

De onderverdeling in soorten participatiemaatschappijen is grofweg als volgt:
- private-equityhuizen (2.6.2)
- participatiemaatschappij van banken, verzekeringsmaatschappijen en andere financiële instellingen (2.6.3)
- participatiemaatschappij van vermogende personen of families (2.6.4)
- participatiemaatschappij van grote ondernemingen (2.6.5)
- participatiemaatschappij van regionale ontwikkelingsmaatschappijen (2.6.6)

68 Preqin, 2014, The State of Co-Investments, https://www.preqin.com/docs/newsletters/pe/Preqin_PESL_Mar_14_Co_Investments.pdf.
69 Zie bijvoorbeeld http://fd.nl/ondernemen/1112312/pggm-gaat-meer-zelf-doen-bij-private-equity en http://www.forbes.com/sites/antoinedrean/2014/03/17/in-private-equity-the-popularity-of-investing-alongside-managers-not-in-their-funds-soars/.

Mengvormen
Sommige participatiemaatschappijen zijn niet zo gemakkelijk in een van bovenstaande categorieën onder te verdelen. Het zijn vaak samenwerkingsverbanden tussen verschillende grote investeerders zoals banken en pensioenfondsen en/of groepen vermogende particulieren.

In een groot aantal gevallen zal een participatie in een onderneming niet worden genomen door één participatiemaatschappij maar door een samenwerkingsverband van verschillende investeerders. In zo'n consortium wordt meestal ook samengewerkt met verschillende banken en andere verstrekkers van vreemd vermogen.

2.6.2 Private-equityhuizen

Zelfstandige participatiemaatschappijen zijn participatiemaatschappijen die zelfstandig opereren, kapitaal werven uit de gehele markt en voor het verwerven van het kapitaal niet gebonden zijn aan een moeder-bedrijf of één grote kapitaalverschaffer. We noemen ze ook wel private-equityhuizen. Vaak zijn ze opgericht door een of meerdere fondsmanagers die een bepaald trackrecord hebben opgebouwd. De fondsmanagers zijn het gezicht van de participatiemaatschappij. Hun kennis, ervaring en trackrecord bepalen hoeveel kapitaal zij uit de markt kunnen halen, de condities waartegen zij het kapitaal kunnen beheren en daarmee uiteindelijk ook de mate van succes van het betreffende fonds.

Private-equityhuizen kennen allemaal hun eigen specialisaties op het gebied van grootte van de investeringen, grootte van de participaties, bedrijfstak, land of regio, en groeifase van de portfolio-ondernemingen waarin wordt geparticipeerd. Voorbeelden van in Nederland gevestigde participatiemaatschappijen zijn Waterland[70] en Egeria.[71] Grote buitenlandse participatiemaatschappijen zijn Lion Capital,[72] KKR,[73] Blackstone,[74] Carlyle[75] en cvc Capital Partners.[76] In 2016 was de top 10 van grootste private-equityhuizen als volgt:

Figuur 17: Top 10 wereldwijd grootste private-equityhuizen 2016 [77]

		Fundraising Total ($M)	Headquarters
1	The Blackstone Group	$ 59,986.92	New York
2	KKR	$ 35,249.40	New York
3	Warburg Pincus	$ 28,630.00	New York
4	Advent International	$ 27,010.37	Boston
5	The Carlyle Group	$ 25,677.59	Washington, DC
6	Apollo Global Management	$ 24,131.00	New York
7	cvc Capital Partners	$ 23,464.04	London
8	EnCap Investments	$ 21,128.33	Houston
9	TPG	$ 20,709.00	Fort Worth
10	EQT Partners	$ 18,523.93	Stockholm

Het eerste Nederlandse private-equityhuis in deze top 300 van grootste private equity-huizen staat op plaats 33 (Alpinvest) en de tweede op plaats 105 (Waterland).

70 http://www.waterland.nu/.
71 https://egeria.nl/.
72 http://www.lioncapital.com/.
73 http://www.kkr.com/.
74 https://www.blackstone.com/businesses/aam/private-equity.
75 https://www.carlyle.com/.
76 http://www.cvc.com/.
77 https://www.privateequityinternational.com/pei300/.

2.6.3 Participatiemaatschappijen van banken of verzekeraars

Banken en verzekeringsmaatschappijen zijn financiële instellingen die meestal ook kapitaal beschikbaar hebben dat via private equity geïnvesteerd kan worden. Banken en verzekeringsmaatschappijen kunnen zelf een participatiemaatschappij houden. Ze kunnen hun kapitaal echter ook investeren via een onafhankelijke participatiemaatschappij.

Voorbeelden van participatiemaatschappijen van banken zijn ABN Amro Participaties,[78] Van Lanschot Participaties[79], Rabo Private Equity[80] en Robeco Private Equity.[81]

In het recente verleden was het aantal PE-gerelateerde activiteiten bij banken en verzekeraars veel groter. De laatste jaren zijn veel PE-activiteiten van banken en verzekeringsmaatschappijen verzelfstandigd of verkocht aan andere partijen. De activiteiten van de participatiemaatschappijen pasten niet langer binnen het profiel van bedrijfsvoering van de bank. Banken waren wel verantwoordelijk voor het management van hun dochterondernemingen, maar de dochterondernemingen opereerden tamelijk zelfstandig, de activiteiten waren behoorlijk risicovol en de banken moesten bovendien (relatief hoge) beheers-vergoedingen betalen aan hun dochterondernemingen. De activiteiten van deze PE-takken pasten steeds minder binnen de verscherpte kapitaalseisen die aan banken worden gesteld. Verzelfstandiging bood kansen voor deze participatiemaatschappijen: een aantal participatiemaatschappijen is de afgelopen jaren uitgegroeid tot zelfstandige participatiemaatschappijen. Voorbeelden hiervan zijn AAC Benelux Holding BV[82] (voorheen onderdeel van ABN Amro), Gilde Equity Management BV[83] (voorheen Rabobank) en Parcom Capital[84] (Nationale Nederlanden).

2.6.4 Vermogende personen en family offices

Een gedeelte van het via een private-equityfonds te investeren kapitaal is afkomstig van vermogende personen of families. Soms investeren zij hun kapitaal in zelfstandige participatiemaatschappijen. Het gebeurt echter ook dat het te beheren vermogen van deze personen of families zo groot is, dat zij hun eigen participatiemaatschappij oprichten en fondsmanagers in dienst nemen om dit vermogen te laten renderen via private equity. In dat geval hebben zij hun eigen participatiemaatschappij. Zie voor een voorbeeld van een structuur van een participatiemaatschappij van een vermogende figuur 49 in onderdeel 6.3.3.

Deze participatiemaatschappijen van vermogende particulieren of families worden ook wel family offices genoemd. Soms wordt de term ook gebruikt voor een type dienstverlening aan vermogende families in bredere zin, zoals estate planning, optimale taxplanning van het vermogen, en vermogensbeheer in brede zin. Voorbeelden van participatiemaatschappijen van vermogende particulieren of families zijn De Hoge Dennen Capital[85] en HB Capital.[86]

78 https://www.abnamro.com/nl/klanten/international-clients/equity-participations/abnamro-participaties/index.html.
79 http://www.kempen.nl/investments/.
80 http://www.raboprivateequity.nl/.
81 https://www.robeco.com/en/strategies/alternative-strategies/private-equity.html..
82 http://www.aaccapitalpartners.com/.
83 http://gembenelux.com/.
84 http://www.parcomcapital.com/.
85 http://www.dehogedennen.nl/.
86 http://www.hbcapital.nl/.

2.6.5 Bedrijven met een eigen participatiemaatschappij

Ten slotte zijn er nog een aantal (zeer) grote bedrijven die een gedeelte van hun kapitaal beschikbaar hebben om via private equity te investeren. Omdat ze grote bedragen aan investeringskapitaal hebben, beschikken deze ondernemingen vaak over een eigen venture-capital- of PE-afdeling. Dit kapitaal wordt bijvoorbeeld aangewend om te investeren in jonge, startende bedrijven of in spin-offs die in de toekomst van strategisch belang kunnen zijn voor de betreffende multinational. Het doel is dat het verworven bedrijf op termijn weer wordt verkocht. Het belang van dergelijk 'corporate venture capital' groeit de laatste tijd, aldus de NVP.[87]

2.6.6 Regionale ontwikkelingsmaatschappijen

Regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) zijn gericht op het ontwikkelen en stimuleren van de regionale economie. De meeste ontwikkelingsmaatschappijen zijn opgezet vanuit het ministerie van Economische Zaken en hebben daarnaast vaak nog een aantal andere overheidsaandeelhouders, zoals provincies. Regionale ontwikkelingsmaatschappijen beschikken over verschillende instrumenten om de economische structuur in een bepaalde regio te stimuleren. Een van de instrumenten is participatie in bedrijven in de regio. Dit kan via een participatiemaatschappij die onderdeel is van de regionale ontwikkelingsmaatschappij. Dit gebeurt vaak in co-investering met een commerciële participatiemaatschappij.

De afgelopen jaren hebben de regionale ontwikkelingsmaatschappijen een steeds belangrijker positie gekregen bij het financieren van bedrijven. Met name als het gaat om het stimuleren van jonge, startende ondernemingen in een bepaalde regio, zijn regionale ontwikkelingsmaatschappijen bereid om seed- en start-upkapitaal te verschaffen, al dan niet in samenwerking met (commerciële) participatiemaatschappijen. Waar de risico's voor het commerciële kapitaal (nog) te groot zijn, kunnen ROM's fungeren als voortrekker voor het stimuleren van nieuwe ondernemingsactiviteiten in een bepaalde regio.

Regionale ontwikkelingsmaatschappijen concurreren niet of nauwelijks met commerciële participatiemaatschappijen. De doelstellingen zijn anders: ROM's zijn met name gericht op het stimuleren van de regionale economie en hebben overheidsorganen als aandeelhouders. Vergeleken met commerciële participatiemaatschappijen investeren regionale ontwikkelingsmaatschappijen relatief kleine bedragen in kleinere bedrijven. Ook het totale volume van de investeringen van ROM's is veel kleiner dan dat van een commerciële participatiemaatschappij. In 2016 investeerden ROM's in 150 bedrijven, waarvan 124 bedrijven die een vorm van venture capital ontvingen. Zij investeerden in totaal €58 miljoen, waarvan €40 miljoen als venture capital (22% van het venture capital totaal).Voorbeelden van regionale ontwikkelingsmaatschappijen zijn de Brabantse Ontwikkelings Maatschappij[88], het MKB fonds Flevoland en Technofonds Flevoland[89] en de NV NOM (provincies Groningen, Friesland en Drenthe).[90]

2.7 Private-equityfondsen

Een participatiemaatschappij heeft meestal meerdere fondsen onder beheer. Een participatiemaatschappij zal tijdens of na een succesvol eerste fonds een volgend fonds in de markt willen zetten, eventueel gevolgd door meer fondsen. Deze opeenvolgende fondsen krijgen meestal dezelfde naam, gevolgd door een nummer (fonds I, II, III, IV etc.). Meestal wordt het jaartal erbij vermeld waarin het fonds van start is gegaan, ook wel aangeduid als het 'vintagejaar'. Gelet op de gebruikelijke looptijd van een fonds kan het dus zo zijn, dat verschillende fondsen elkaar qua looptijd overlappen. Het eerste fonds van een private-equityorganisatie wordt 'first fund' genoemd, gevolgd door een of meerdere 'follow on funds'.

87 http://www.nvp.nl/pagina/investeringen/.
88 http://www.bom.nl/portal.
89 http://www.mkbfondsen-flevoland.nl/.
90 https://www.nom.nl/.

Een fonds heeft een beperkte looptijd. Vaak is de looptijd zo'n zeven tot tien jaar, al dan niet met een uitloopperiode van twee jaar.[91]

Elk fonds heeft zijn eigen focus en specialisatie. Deze specialismen ontwikkelen zich veelal gedurende de looptijd van een aantal fondsen. De fondsmanagers bouwen een bepaalde (markt)ervaring op. Zij richten zich vaak op een specifieke vorm van investeren, waarbij onder meer van belang zijn de (groei)fase waarin de portfolio-onderneming zich bevindt, de sector en de omvang van de investering.

Deze specialismen kunnen bijvoorbeeld zijn:
- investeren in jonge, startende bedrijven vs. het investeren in volwassen bedrijven,
- investeren in een bepaalde marktsector, bijvoorbeeld zorg, gezondheid, hightech of industrie,
- investeringen met een bepaalde (maximum- of minimum)kapitaalsomvang,
- investeringen in bedrijven met een bepaalde omvang (MKB, MKB+, grote of zeer grote ondernemingen),
- investeringen in bepaalde innovatieve bedrijven,
- investeren in een bepaalde regio of in een bepaald land of werelddeel,
- investeren in bedrijven in financieel moeilijke omstandigheden en deze weer gezond maken (turnaroundmanagement).

2.7.1 Captive- en non-captivefondsen

'Captive' betekent letterlijk 'gevangen'. Het onderscheid 'captive' of 'non captive' wordt gemaakt per fonds. We gebruiken de term captive voor fondsen die bij de verwerving van hun kapitaal gebonden zijn aan hun moedermaatschappij (vaak een bank of een verzekeringsmaatschappij) of aan één grote verstrekker van kapitaal (bijvoorbeeld kapitaal van een groot concern dat een eigen participatiemaatschappij heeft of van een vermogende familie). Zo kan een participatiemaatschappij die onderdeel is van een bank zowel captive- als non-captivefondsen onder haar beheer hebben. Voor de captivefondsen kan (nagenoeg) uitsluitend een beroep worden gedaan op het kapitaal van de moedermaatschappij. Voor de non-captivefondsen kan ook elders uit de markt kapitaal geworven worden.

2.7.2 Verschillende typen fondsen

Ten slotte noemen we hier een aantal typen fondsen.

Revolverend fonds

Kort gezegd moeten bij een 'revolverend fonds' de opbrengsten van het fonds (verplicht) weer in het fonds worden gestopt om nieuwe investeringen mee te doen.

Closed-end- versus open-endfondsen

Bij fondsen kan onderscheid gemaakt worden tussen zogenoemde 'closed-end-' en 'open-endfondsen'. Een closed-endfonds is een fonds waarbij het aantal aandelen gedurende de looptijd van het fonds vast-staat. Een open-endfonds is een fonds waarbij het aantal aandelen gedurende de looptijd van het fonds niet vast staat. Naar aanleiding van vraag en aanbod kan besloten worden om extra aandelen uit te geven of aandelen in te nemen.

AIF's versus retailfondsen

Ten slotte wordt nog onderscheid gemaakt tussen 'alternative investment funds' (AIF's) en 'UCITS' (ook wel retailfondsen genoemd), waarbij UCITS staat voor 'undertakings for collective investment in transferable securities'. De retailfondsen staan open voor kleinere particuliere investeerders die (anders dan professionele instellingen) minder grote bedragen kunnen inleggen. De retailfondsen vallen daardoor onder een zwaarder financieel toezicht.

91 Hoofdstuk 4 gaat in op de vormgeving en looptijd van een private-equityfonds.

2.8 Private-equitystructuren beoordeeld vanuit verschillende invalshoeken

In de voorgaande onderdelen hebben we beschreven wat private equity is. Voor een goed begrip zullen we het fenomeen in dit onderdeel vanuit verschillende invalshoeken belichten.

Deze invalshoeken kunnen van belang zijn bij het doorgronden en (fiscaal) beoordelen van de verschillende aspecten van private equity:
- nationaal versus internationaal
- economisch versus juridisch
- verschillende betrokkenen in verschillende hoedanigheden
- tijdsaspect
- ondernemen versus beleggen

2.8.1 Nationaal versus internationaal

Wie een private-equitystructuur wil doorgronden en beoordelen, moet zich realiseren dat zich op alle niveaus in de structuur zowel nationale als internationale aspecten kunnen voordoen. De markt voor private equity is sterk internationaal georiënteerd.

Een aantal buitenlandse participatiemaatschappijen heeft een kantoor in Nederland. Ook zijn er in Nederland gevestigde participatiemaatschappijen met vestigingen elders in de wereld, en gebruiken Nederlandse participatiemaatschappijen buitenlandse rechtspersonen voor hun structuren.

Vanuit het perspectief van de investeerders kan ook sprake zijn van een internationale component. Buitenlandse investeerders kunnen participeren in een Nederlands fonds, en Nederlandse investeerders kunnen investeren in een buitenlands fonds. Ook portfoliobedrijven kunnen zowel in Nederland als daarbuiten zijn gevestigd.

Fondsmanagers en managers van portfoliobedrijven ten slotte kunnen zowel in Nederland als daarbuiten wonen en/of werken, en een binnenlands en/of buitenlands fonds managen. Fondsmanagers hebben een grote mate van mobiliteit. De private-equitymarkt is sterk gericht op het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

De fiscaliteit speelt vaak ook een belangrijke rol bij de keuze hoe de structuur (internationaal) wordt vormgegeven. Vaak worden hiervoor lichamen opgericht in landen die op dit vlak een gunstige (fiscale) jurisdictie hebben. Uiteraard verschilt dit per land en situatie waarin de participatiemaatschappij zich bevindt. Vanuit Nederlands fiscaal perspectief zien we structuren waarbij gebruik wordt gemaakt van rechtspersonen in bijvoorbeeld (maar niet gelimiteerd tot!) Luxemburg, Guernsey, Jersey en de Kaaiman-eilanden. Ook het Nederlandse fiscale regime zelf kan als relatief gunstig worden beschouwd, onder andere vanwege het uitgebreide verdragennetwerk en de toepassing van de deelnemingsvrijstelling. Zie hierover verder onderdeel 5.5.

2.8.2 Economisch versus juridisch

Wie private-equitystructuren wil beoordelen, loopt tegen zeer ingewikkelde civieljuridische structuren aan, en moet tegelijkertijd proberen de economische werkelijkheid achter deze ingewikkelde structuren te doorgronden. De juridische structuren bestaan uit een veelheid van rechtspersonen, overeenkomsten, verschillende vormen van eigen en vreemd vermogen, en een veelheid aan financiële producten waarvan uit de naamgeving lang niet altijd af te leiden is wat de functie ervan is. In hoofdstuk 5 van dit rapport omschrijven we de hoofdlijnen van de verschillende gebruikte juridische structuren.

2.8.3 Verschillende betrokkenen in verschillende hoedanigheden

Hiervoor hebben we omschreven welke verschillende partijen er in ruime zin betrokken zijn bij private equity.

Deze betrokkenen zijn onder meer:
- investeerders in private equity
- participatiemaatschappijen
- fondsmanagers
- portfolio-ondernemingen
- managers van portfolio-ondernemingen
- banken
- informal investors

Bij het (fiscaal) interpreteren van een private-equitystructuur moet u zich realiseren dat één betrokkene soms in verschillende hoedanigheden betrokken kan zijn bij deze private-equitystructuur.

Zo kunnen bijvoorbeeld:
- banken zowel investeerder zijn maar ook verschaffer van vreemd vermogen;
- fondsmanagers zowel beheerders als ook investeerders zijn;
- vermogende particulieren naast investeerders in het fonds soms ook informal investor zijn.

Bij de uiteindelijke (fiscale) beoordeling van een private-equitystructuur moet u zich daarom altijd afvragen in welke hoedanigheid een bepaalde (rechts)persoon betrokken is bij de transactie of de structuur en wat de functie is van een betreffende (rechts)persoon binnen de structuur. Zie hierover ook hoofdstuk 5 (Hoe zitten private-equitystructuren in elkaar?).

2.8.4 Tijdsaspect

Ook moet de beoordelaar van een private-equitystructuur zich realiseren dat een fonds een bepaalde looptijd heeft en dat de transacties die plaatsvinden ergens op die tijdlijn moeten worden geplaatst. Gaat het om het investeren, het beleggen, dan vindt dit plaats in de startfase van een fonds. Daarna wordt doorgaans in een aantal jaren een aantal participaties verworven in portfoliobedrijven. Vervolgens zullen enkele exits plaatsvinden. De verdeling van de opbrengsten in het fonds kunnen tijdens de looptijd van het fonds plaatsvinden en/of aan het einde van het fonds. Voor een uitgebreide beschrijving van de chronologie van een fonds, zie hoofdstuk 4.

2.8.5 Ondernemen versus beleggen

In dit hoofdstuk hebben we private equity gedefinieerd als het bijeenbrengen van kapitaal waarmee wordt geparticipeerd in niet-beursgenoteerde bedrijven, door het verschaffen van risicodragend vermogen, waarbij zeggenschap en aandeelhouderschap wordt verkregen, met het doel realisatie op (middellange) termijn. Voor de (fiscale) beoordeling ervan is het van belang dat u zich realiseert dat er sprake is van een bepaald vermogensbeheersarrangement tussen investeerder en de participatiemaatschappij. Een van de leidende vragen voor de fiscaliteit is of private equity gezien moet worden als ondernemen dan wel als beleggen. Deze vraag is voor vrijwel alle belastingmiddelen relevant en is uitgewerkt in onderdeel 6.3 (Private equity en ondernemen).

Terug naar inhoud

3 De 'economics' van private equity

In dit hoofdstuk diepen we de economische basisgedachten achter private equity uit. Na het lezen van dit hoofdstuk weet u wie er kapitaal inlegt in een PE-fonds en hoe de opbrengst van zo'n fonds verdeeld wordt. Ook weet u in grote lijnen hoe de distributiewaterval van een PE-fonds werkt. U bent na lezing van dit hoofdstuk op de hoogte van de hoofdlijnen van een managementparticipatie. De fenomenen carried interest en leverage werken we verder uit en tot slot gaan we in op governance rondom private equity.

3.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 gaven we een algemene beschrijving van het fenomeen private equity en gingen we in op de manier waarop private equity in economische zin functioneert. In dit hoofdstuk werken we de economische basisgedachte van private equity in vier onderdelen nader uit:

In onderdeel 3.2 staan de interne verhoudingen binnen een fonds centraal. Wie legt wat in en wie krijgt welk deel van de opbrengst? In dit onderdeel wordt de distributiewaterval van de fondsopbrengsten beschreven.

Vervolgens gaan we in onderdeel 3.3 dieper in op de managementparticipatie. Hoe nemen het fondsmanagement en het management van een portfolio-onderneming deel in het fonds en/of in de portfolio-onderneming?

In onderdeel 3.4 bespreken we het fenomeen leverage, en de manieren waarop dit binnen private equity wordt gebruikt.

Ten slotte komt in onderdeel 3.5 de governance rondom private equity aan bod. In dit onderdeel gaan we kort in op de verschillende manieren van intern en extern toezicht bij private equity.

3.2 De distributiewaterval

Private equity is in feite een vermogensbeheersarrangement waarbij verschillende partijen betrokken zijn. In hoofdlijnen zijn dat de investeerders/kapitaalverschaffers, de participatiemaatschappij/fondsmanagers en de portfolio-ondernemingen/managers. Binnen het vermogensbeheersarrangement worden afspraken gemaakt tussen de verschillende partijen over de kapitaalstortingen in het fonds, de toewijzing en verdeling van de resultaten van het fonds, de terugstorting van het ingelegde kapitaal, de beloning van de fondsmanagers, de beheerskosten en overige kosten van het fonds. In feite betreft dit dus het (interne) verdienmodel van het fonds: de verdeling van de risico's en rendementen tussen de verschillende belanghebbenden bij het fonds.

3.2.1 Afspraken verschillen per fonds

De specifieke afspraken over de verdeling van opbrengsten en het neerleggen van de risico's verschillen van geval tot geval. De geldende voorwaarden tussen partijen zijn onder andere afhankelijk van het trackrecord van het door de fondsmanagers gevormde managementteam van het fonds, de preferred return voor de investeerders, de hoogte van de managementfee en andere fees, de specifieke investeringsdoelen van het fonds, de structuur van het fonds, en de andere kosten van het fonds.

Ook per regio zijn er verschillen: in de Verenigde Staten worden andere afspraken gemaakt dan in Europa. Zo verschilt onder andere de wijze waarop de carried interest wordt vastgesteld en uitbetaald (zie onderdeel 3.2.9). Ten slotte heeft ook de stand van de economie invloed op de (interne) verdienmodellen binnen private equity: is er veel investeringskapitaal beschikbaar, dan kunnen de participatiemaatschappijen scherpere voorwaarden stellen waaronder zij dit kapitaal gaan beheren in hun fondsen.

Gedurende de jaren 2002 tot 2007 was het relatief gemakkelijk voor een fonds om kapitaal aan te trekken. Dat gold voor zowel eigen als vreemd vermogen. Daardoor had de general partner (GP – de participatiemaatschappij/fondsmanagers) een sterke onderhandelingspositie. De toentertijd tot stand gekomen fondsvoorwaarden waren in het algemeen 'GP-friendly', ofwel gunstig voor de fondsmanagers. Tijdens en na de financiële crises, in de jaren vanaf 2008, is hier wat verandering in gekomen. De limited partners (LP's) (kapitaalverschaffers/ investeerders) konden meer eisen stellen aan de voorwaarden waaronder zij hun kapitaal inbrachten in een fonds. Zodoende kwam een aantal fondsvoorwaarden, waaronder onderdelen van de distributiewaterval, meer in het voordeel van de limited partners.[92] Ook nu nog blijven investeerders kritisch op de kosten die hun in rekening worden gebracht voor het fondsbeheer.[93]

In 2011 zijn in de VS nieuwe richtlijnen verschenen van de ILPA[94] (de Institutional Limited Partners Association). De ILPA is een Amerikaanse belangenvereniging waarin meer dan driehonderd grote Amerikaanse institutionele beleggers in private equity zijn verenigd. In deze 'ILPA Private Equity Principles' zijn (niet-bindende) richtlijnen vastgelegd die volgens de ILPA een evenwichtige verdeling van de risico's en rendementen tussen de limited partners en de general partners representeren. De ILPA heeft overigens ook richtlijnen opgesteld voor financiële rapportages en bijvoorbeeld financiële regelgeving op het gebied van private equity.

3.2.2 De economische basisgedachte van een private-equityfonds

Hoewel elk fonds dus zijn eigen afspraken kent, kan gezegd worden dat elk private-equityfonds steunt op dezelfde basisgedachte. Een private-equityfonds is een totaalpakket aan afspraken over:
- de kapitaalinleg van de investeerders/kapitaalverschaffers en de andere deelnemers in het fonds, en
- de toedeling en verdeling van winsten en verliezen van het fonds over de verschillende participanten.

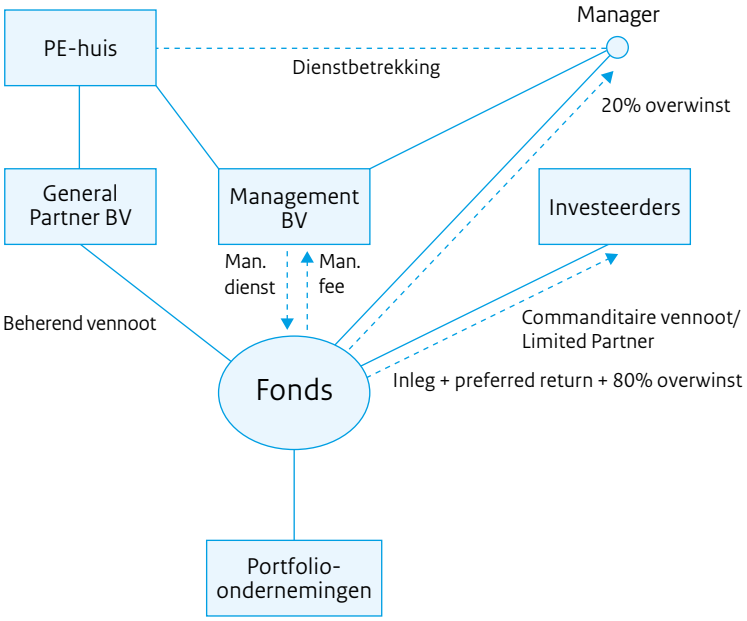
De toedeling van winsten en verliezen van het fonds en het tijdstip waarop de winsten worden uitgekeerd, wordt ook wel de distributiewaterval van het fonds genoemd. Daaronder vallen de volgende afspraken tussen de investeerders en de fondsmanagers over:
- de preferred return en de terugbetaling van kapitaal van de investeerders (3.2.6 en 3.2.7),
- de carried interest en catch-up (3.2.9 en 3.2.8),
- een eventuele clawback (3.2.11),
- een terugbetaling van kapitaal bij eventuele aansprakelijkheden en vrijwaringen (3.2.12),
- de belastingkosten (3.2.13),
- de managementfee die wordt betaald aan het management van het fonds (3.2.14):
  - op het niveau van het fonds (3.2.15)
  - op het niveau van de portfolio-onderneming (3.2.16),
- de (overige) kosten van het fonds (3.2.17),
- de kosten van de organisatie (3.2.18),
- de overige operationele kosten (3.2.19),
- de kosten van de 'manager'/general partner (3.2.20).

Hierna lichten we de verschillende elementen verder toe.

Voor de duidelijkheid geven we hierna figuur 2 nogmaals weer, die een schematisch overzicht geeft van de verschillende (hoofd)belanghebbenden bij een PE-fonds, hun (kapitaal)deelname en de verdeling van de opbrengsten.

92 A. Hudec, 2009, Negotiating Private Equity Fund Terms in 2010 – Will the ILPA Principles make a difference?
93 Zie voor het dilemma bijvoorbeeld https://fd.nl/ondernemen/1116495/abp-legt-zich-erbij-neer-private-equity-is-duur.
94 http://ilpa.org/wp-content/uploads/2011/01/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf.

Figuur 2: Private equity als vermogensbeheersarrangement



3.2.3 Kapitaalcommitment van de investeerders

De investeerders zijn degenen die het overgrote deel van het kapitaal in het fonds storten. Bij het aangaan van de participatie in het fonds binden zij zich om een bepaald kapitaal in het fonds te storten. Dit wordt ook wel het 'kapitaalcommitment' van de investeerders genoemd.

Gewoonlijk hoeft een investeerder bij de start van het fonds maar een klein percentage van het door hem toegezegde kapitaal ter beschikking te stellen. De eerste storting wordt gewoonlijk gevolgd door verdere stortingen. Investeerders moeten voldoende liquide middelen ter beschikking hebben om op afroep aan hun stortingsverplichtingen te voldoen ('capital call'). Bij te late storting kunnen zij een boete krijgen of, in extreme gevallen, het belang in het fonds verliezen. Uitkeringen uit het fonds vinden met enige regelmaat plaats vóórdat het gehele toegezegde bedrag door het fonds is opgevraagd, waardoor het ongebruikelijk is dat het hele bedrag waartoe een belegger zich heeft verplicht, uiteindelijk ook wordt beheerd door de fondsmanagers.

3.2.4 Commitment van de fondsmanagers

Bij de onderhandelingen bij het tot stand komen van de fondsovereenkomst eisen de investeerders meestal dat de fondsmanagers zelf ook enig (privé)kapitaal investeren. En wel tot een zodanig bedrag dat de fondsmanagers in privé enig risico lopen. De gedachte hierachter is dat dit de stabiliteit van het fonds ten goede komt, dat het vertrouwen van het fondsmanagement in het fonds hiermee tot uitdrukking komt en dat dit de uiteindelijke opbrengsten van het fonds ten goede komt. Dit laatste punt is echter omstreden.[95]

De kapitaalinleg door de fondsmanagers wordt eveneens 'commitment' genoemd. In dit geval drukt het begrip het privérisico van de fondsmanager uit. Het wordt ook wel 'skin in the game' genoemd: iemand moet iets te verliezen hebben, er moet iets op het spel staan.

95 http://en.wikipedia.org/wiki/Skin_in_the_game_(phrase).

Het commitment van de fondsmanagers staat in relatie tot het zogenoemde 'principal-agent problem'. De ene partij, de 'agent' (de fondsmanagers), treedt op namens de 'principal' (de investeerders), maar de belangen van deze twee partijen lopen uiteen. De fondsmanagers zijn aangesteld om het geld van de investeerders te beheren en beleggen, maar zij zouden in de verleiding kunnen komen hierbij hun eigen belangen voorop te stellen, waardoor er een belangentegenstelling ontstaat. De fondsmanagers zouden daardoor te grote risico's kunnen nemen met het kapitaal van de investeerders, puur voor hun eigen gewin. Binnen de fondsstructuur is het daarom nodig dat er een bepaalde 'alignment of interests' ontstaat, ofwel een gezamenlijk belang voor alle partijen.

Zie verder onderdeel 3.3.2 voor een uitwerking van het begrip alignment of interests.

3.2.5 De distributiewaterval van het fonds

Het fonds is een transparant lichaam met een beperkte looptijd, waarvan het doel is om de gegenereerde opbrengsten toe te wijzen aan (allocatie) en te verdelen onder (verdeling) de participanten van het fonds.

Hierboven wordt gesproken van twee aparte begrippen: allocatie en verdeling. Allocatie houdt in de toedeling van de resultaten van het fonds op jaarbasis aan de respectievelijke participanten in het fonds. Dit stelt de investeerders en fondsmanagers in staat om jaarlijks opgave te doen van hun aandeel in het fonds.

De verdeling betreft de verdeling van de kasstromen die door het fonds heen lopen op het moment dat er opbrengsten worden gegenereerd bij de exit van een portfoliobedrijf. Dit is de eigenlijke distributiewaterval van het fonds. Dit betreft de uitvoering van de afspraken die tussen de limited partners (kapitaalverschaffers/investeerders) en de general partner (participatiemaatschappij/fondsmanagers) zijn overeengekomen.

Hieronder werken we de distributiewaterval nader uit. De term 'waterval' benadrukt dat de verdeling van de opbrengsten gebeurt in verschillende tranches. Elk van die tranches heeft zijn eigen prioriteit. De distributie van de cashopbrengsten gebeurt in deze, vooraf overeengekomen, volgorde. Pas als een van de tranches vol is, komt de volgende tranche aan de beurt, totdat de totale opbrengst is uitgekeerd en uiteindelijk het fonds aan het einde van de looptijd wordt afgewikkeld.

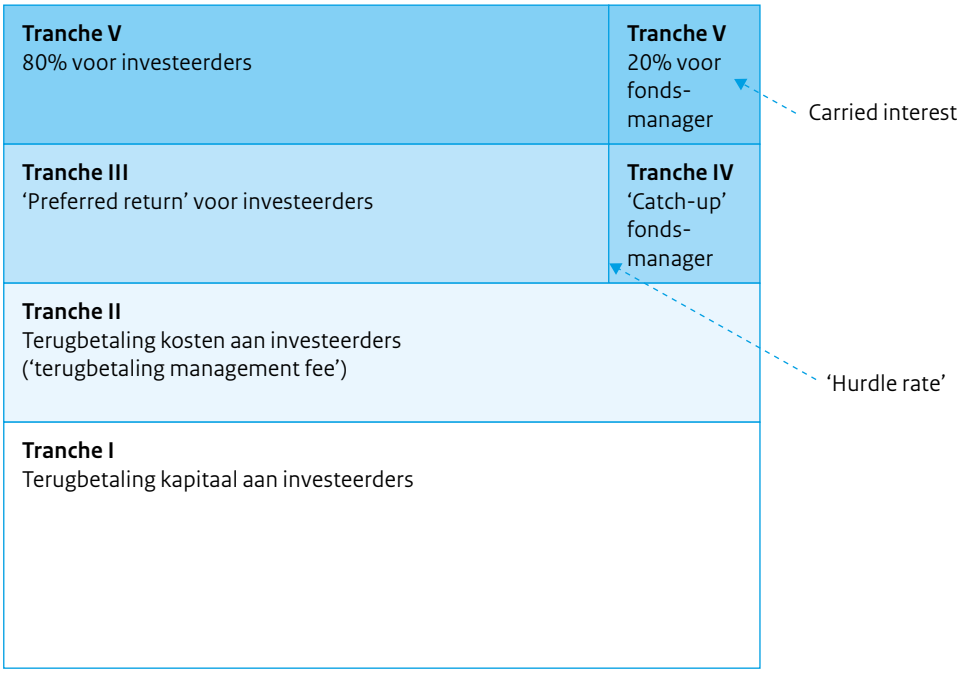
In het algemeen verloopt de verdeling van de opbrengsten als volgt:

I Eerst zijn de investeerders aan de beurt, totdat zij hun gehele kapitaalinleg terug hebben ontvangen.
II Als er dan nog opbrengst over is, wordt dit uitgekeerd aan de investeerders totdat zij een aan de kapitaalinleg gekoppeld percentage hebben terugontvangen. Dit percentage representeert de kapitaalinleg in relatie tot de betaalde managementfees en andere kosten van het fonds (het 'goedmaken' van de door de investeerders betaalde kosten).
III Als er dan nog opbrengst over is, wordt dit uitgekeerd aan de investeerders totdat zij een vooraf bepaald rendement (preferred return) hebben ontvangen op het kapitaal uit de eerste en tweede tranche. Dit wordt ook wel de 'hurdle' genoemd.
IV Als er dan nog opbrengst over is, wordt een aandeel aan de fondsmanagers uitgekeerd tot 20% van het bedrag dat onder de eerste drie tranches aan de investeerders is uitgekeerd. Dit is in feite een 'inhaal' voor de fondsmanagers totdat zij op hetzelfde niveau zitten als de investeerders (de 'catch-up').
V Daarna wordt een bepaald percentage (vaak 20%) van de resterende opbrengst toebedeeld aan de fondsmanagers en een bepaald percentage (vaak 80%) van de resterende opbrengst aan de investeerders.

Hierna gaan we in op elk van deze tranches. Daarna komen ook de managementfee en de verschillende soorten kosten aan bod.

Schematisch ziet de distributiewaterval er als volgt uit:

Figuur 18: Schematisch overzicht distributiewaterval



3.2.6 Terugbetaling van kapitaal aan de investeerders

De tranches I en II in figuur 17 zijn de terugbetaling van kapitaal aan de investeerders. Beide betreft de terugbetaling van het oorspronkelijk ingelegde kapitaal.

In tranche I wordt het kapitaal terugbetaald voor zover het ziet op de investering(en) in portfoliobedrijven. In het algemeen komen de partijen overeen dat allereerst het door de investeerders ingelegde kapitaal voor die specifieke investering wordt terugbetaald; pas daarna worden de opbrengsten verder verdeeld. In aanvulling hierop kan worden overeengekomen dat in de eerste tranche ook wordt terugbetaald:

- het deel van de kapitaalstorting dat ziet op investeringen die permanent zijn afgeschreven,
- al het kapitaal dat ziet op eerdere investeringen die nog niet eerder zijn terugbetaald,
- al het nog niet eerder terugbetaalde kapitaal.

In tranche II volgt een terugbetaling van het kapitaal voor zover dat ziet op uit dit kapitaal voldane kosten, zoals de managementfees en andere kosten. In feite wordt de managementfee die de investeerders aan de beheerders van het fonds hebben betaald hiermee 'goedgemaakt'.

3.2.7 Preferred return voor de investeerders

Vervolgens volgt een preferred return op het ingelegde kapitaal, tranche III in het schema (figuur 17). Dit wordt ook wel de hurdle rate of de minimum acceptable rate of return (MARR) genoemd. Vaak is dit een percentage van het ingelegde kapitaal uit de tranches I en II. De meest gebruikelijke rendements-percentages zijn 7 tot 9% van het ingelegde kapitaal. Dit kan op basis van enkelvoudige interest of op basis van samengestelde interest worden berekend, afhankelijk van de specifieke afspraken die in de fondsovereenkomst zijn gemaakt.

In feite fungeert de preferred return als een gegarandeerd rendement voor de investeerders, vóórdat de fondsmanagers enig deel van de opbrengst genieten. De preferred return wordt uitgekeerd voordat de rest van de opbrengst wordt verdeeld.

3.2.8 Catch-up voor de fondsmanagers

Nadat de investeerders de preferred return hebben genoten, volgt in fase IV een betaling aan de investeerders, die in de regel gelijk staat aan 20% van het bedrag van de eerste drie tranches. De fondsmanagers halen hiermee de investeerders qua rendement in tot aan het bedrag van de preferred return. Qua prioriteit volgt deze catch-up pas als er nog opbrengsten over zijn nadat de eerste drie tranches zijn voldaan. De catch-up is in feite dus achtergesteld bij de drie eerste tranches. Zie ook figuur 17 voor een weergave van deze tranches.

Overigens komt het voor dat in de fondsvoorwaarden wordt overeengekomen dat de catch-up niet voor 100% aan de fondsmanagers toekomt maar dat hiervoor een verdeling wordt gemaakt tussen fondsmanagers en investeerders, bijvoorbeeld eveneens in een 20-80%- of in een 50-50%-verhouding. 100% voor de fondsmanagers komt het meeste voor.

3.2.9 Verdeling van de overwinst, carried interest

Als de catch-up is betaald en er nog steeds iets te verdelen valt, is er sprake van 'overwinst'. Deze overwinst wordt verdeeld tussen fondsmanagers en investeerders (zie figuur 17). De meest gebruikelijke verdeling is 80% voor de investeerders en 20% voor de fondsmanagers. Het percentage dat toekomt aan de fondsmanagers wordt het carried-interestpercentage genoemd.

In de praktijk worden verschillende methodes gehanteerd om de carried interest te bepalen. De meest gebruikelijke methodes zijn:
- deal-by-deal carry (American style carry)
- deal-by-deal carry met carry-forward van de verliezen
- back-end carry (European style carry)

Deal-by-deal carry (American style carry)

Als deze carryregeling is afgesproken, krijgen de fondsmanagers de carried interest uitbetaald per afgeronde succesvolle exit, ongeacht of er eerder in het fonds verliezen zijn geleden op minder succesvolle exits. In feite worden fondsmanagers per exit uitbetaald. Investeerders zouden bij deze vorm van carry een groter deel van de verliezen voor hun rekening kunnen krijgen omdat de verliezen niet worden gecompenseerd met de succesvolle exits. Deze vorm komt in de praktijk steeds minder vaak voor. Alleen bij fondsen waarin het logisch is om de winsten en verliezen per investering te berekenen, is soms nog sprake van deal-by-deal carry, bijvoorbeeld als investeerders de mogelijkheid hebben 'uit te stappen' bij latere investeringen.

Deal-by-deal carry met carry-forward van de verliezen

In deze situatie wordt de carry wel per investering uitbetaald, maar pas nadat de eventuele verliezen uit eerdere deals en afschrijvingen zijn verrekend. Als er na de betaling van de carry in een later stadium van het fonds alsnog verliezen ontstaan, moeten de fondsmanagers alsnog een deel van de carry terugbetalen (zie hierna onderdeel 3.2.11, de clawback). Op deze wijze profiteren de fondsmanagers wel al gedurende de looptijd van het fonds van eventuele positieve resultaten. Zij zijn echter wel verplicht om deze voordelen terug te betalen in geval van latere verliezen in het fonds.

Back-end carry (European style carry)
Bij back-end carry ontvangen de investeerders eerst hun gehele kapitaalinleg terug en wordt de carry pas uitgekeerd aan de fondsmanagers aan het einde van de looptijd van een fonds. In dergelijke gevallen is er geen clawbackregeling nodig.

Dit zijn de hoofdvormen van carried-interestregelingen. In de praktijk komen deze zuivere hoofdvormen vrijwel nooit voor. Er zullen altijd variaties zijn aangebracht, afhankelijk van de omstandigheden.

Hieronder geven we een rekenvoorbeeld van een distributiewaterval.

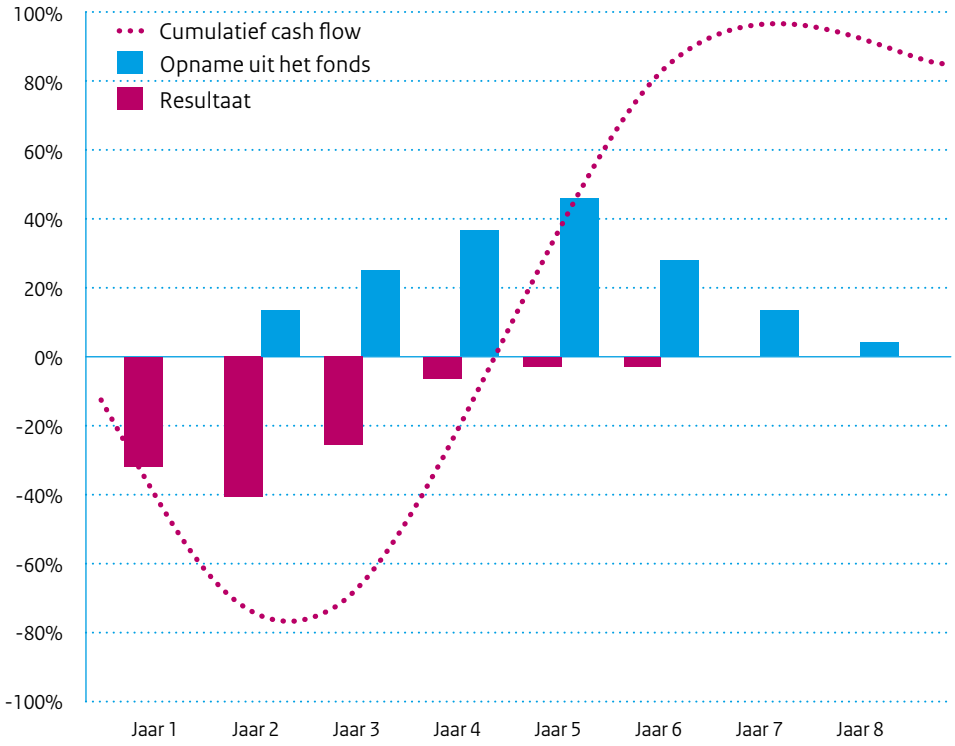
Voorbeeld berekening distributiewaterval
Omwille van de eenvoud hebben we in dit voorbeeld geen rekening gehouden met de preferred return voor de investeerder en met de overige kosten van het fonds.

Investeerder stort kapitaal in fonds	€	100
Managementfee	€	20
Fondsomvang gerealiseerd na 1 jaar	€	200
LP (investeerder) winstdeel		80%
GP (fondsmanagers) winstdeel		20%
I Investering		
Kapitaal ingelegd door investeerder	€	100
+ Betaalde managementfees	€	20
Totale kosten investering	€	120
II Realisatie van het voordeel		
Fondsomvang na 1 jaar	€	200
Kapitaalteruggave investeerder	€	100
Terugbetaling managementfee aan investeerder	€	20
Totaal terugbetaling investeringskosten	€	120
III Nettowinst fonds		
Nettowinst (€ 200 - € 100 - € 20)	€	80
Waarvan:		
20% netto winstaandeel naar fondsmanagers (20% x € 80)	€	16
80% netto winstaandeel naar investeerder (80% x € 80)	€	64
IV Totaal naar investeerder		
Kapitaalsinvestering	€	100
Terugbetaling managementfee	€	20
80% winstaandeel over nettowinst van € 80	€	64
Totale cashflow naar investeerder	€	184
V Totaal naar fondsmanagers		
Managementfee	€	20
20% van het netto winstaandeel (20% x € 80)	€	16
Totale cashflow naar fondsmanagers	€	36

3.2.10 J-curve van het fonds

De netto-opbrengsten van het fonds zijn in de beginperiode van het fonds meestal laag of negatief. Dit wordt met name veroorzaakt door het aanvankelijk geringe geïnvesteerde kapitaal (dat pas op afroep hoeft te worden gestort in het fonds) ten opzichte van de oprichtingskosten, managementvergoedingen en operationele kosten. Naarmate er meerdere portfolio-ondernemingen worden aangekocht en vervolgens weer verkocht, worden er meer opbrengsten uitgekeerd. Als de investeringen en opbrengsten gecombineerd worden tot nettokasstromen vertaalt zich dit normaliter in een 'J-curve'. In figuur 19 is de J-curve aangegeven met de zwarte lijn: de cumulatieve cash-flow. Hoe steiler de J-curve omhooggaat, hoe sneller de investeerders hun ingelegde kapitaal en rendementen in de vorm van cash terugkrijgen.

Figuur 19: J-curve van een PE-fonds



3.2.11 Clawback

De clawbackregeling in de fondsvoorwaarden behelst een terugvorderingsregeling van eerder genoten carried interest. Bij bepaalde gebeurtenissen, bijvoorbeeld een later verlies veroorzaakt door een niet-succesvolle exit, moeten de fondsmanagers hun eerder genoten carry terugbetalen aan het fonds. Zouden ze dat niet hoeven te doen, dan wordt de eerder overeengekomen verdeling van de totale opbrengsten, bijvoorbeeld 80% voor de investeerders en 20% voor de fondsmanagers, geen gestand gedaan. De fondsmanager geniet dan in feite te veel.

Omdat het in de praktijk soms lastig is om carry-uitkeringen weer terug te vorderen van een fondsmanager, wordt in de fondsvoorwaarden wel overeengekomen dat een gedeelte van de carry moet worden uitbetaald op een geblokkeerde rekening, een 'escrow'-rekening. Slechts als aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan, kan het geld van de geblokkeerde rekening afgehaald worden. Een 'escrow' is een geblokkeerde rekening (soort pandrecht) waar de andere partij niet aan kan komen. Dit is als het ware een garantie voor de investeerder dat daadwerkelijk de afgesproken 80-20%-verdeling wordt bereikt.

De Institutional Limited Partners Association (ILPA) heeft over de clawback de aanbeveling[96] opgenomen ten minste 30% van de carry op een escrow te storten, en niet alleen de general partner als rechtspersoon maar ook de fondsmanagers in privé en hun familieleden aansprakelijk te laten zijn voor een eventuele terugbetaling van de carry.

3.2.12 Teruggaven door de investeerders

In de fondsovereenkomst zijn meestal voorwaarden opgenomen voor een eventuele terugbetaling door de investeerders van eerder uitbetaalde bedragen aan deze investeerders. Dit zou men ook 'reverse clawbacks' of 'investor clawbacks' kunnen noemen. In het algemeen zijn investeerders gehouden bedragen terug te betalen aan het fonds in het geval van een eventuele aansprakelijkheid vanwege de aan- of verkoop van een bepaalde portfolio-onderneming of andere aansprakelijkheden van het fonds. Deze terugbetalingsverplichtingen van de investeerders zijn in het algemeen geclausuleerd, bijvoorbeeld in de tijd (het bedrag kan bijvoorbeeld maximaal drie jaar na uitbetaling worden teruggevorderd door het fonds) of tot een bepaald maximumbedrag (bijvoorbeeld maximaal 50% van de totale door de investeerder gedane kapitaalstorting kan worden teruggevorderd).

Zie voor een bespreking van aansprakelijkheden en vrijwaringen bij de acquisitie van de portfolio-onderneming onderdeel 4.3.2.

3.2.13 Afspraken over belastingkosten

In sommige gevallen kan er bij de fondsmanagers sprake zijn van 'phantom income' door uitbetalingen aan de investeerders (zie onderdeel 9.4.3.5). De (fonds)managers genieten nog geen cash, maar voor belastingdoeleinden wordt bij hen wel belastbaar inkomen geconstateerd. Voor dergelijke gevallen wordt wel de clausule in de fondsvoorwaarden opgenomen dat tegelijk met de uitbetaling aan de investeerders een bedrag toekomt aan de fondsmanagers, zodat zij de belastingschuld kunnen voldoen die op dat moment ontstaat. Deze bedragen worden uiteindelijk weer verrekend met de carry die zij ontvangen.

3.2.14 De managementfee

Bij het opzetten van een fonds richt de participatiemaatschappij meestal een lichaam op dat dient als de 'managementcompany' (ook wel: 'investment adviser'). Soms bestaat dit lichaam al, omdat het al is opgericht voor een eerder fonds. De managementcompany sluit een managementovereenkomst met de general partner (de beherend vennoot van het fonds). Hierin wordt de managementcompany aangewezen om verschillende managementactiviteiten uit te voeren voor het fonds. In ruil hiervoor betaalt het fonds een bepaalde managementfee aan de managementcompany. De managementcompany verbindt zich om de fondsmanagers in dienst te nemen, de (potentiële) investeringen in portfolio-ondernemingen te managen en andere voorkomende werkzaamheden te verrichten voor het fonds.

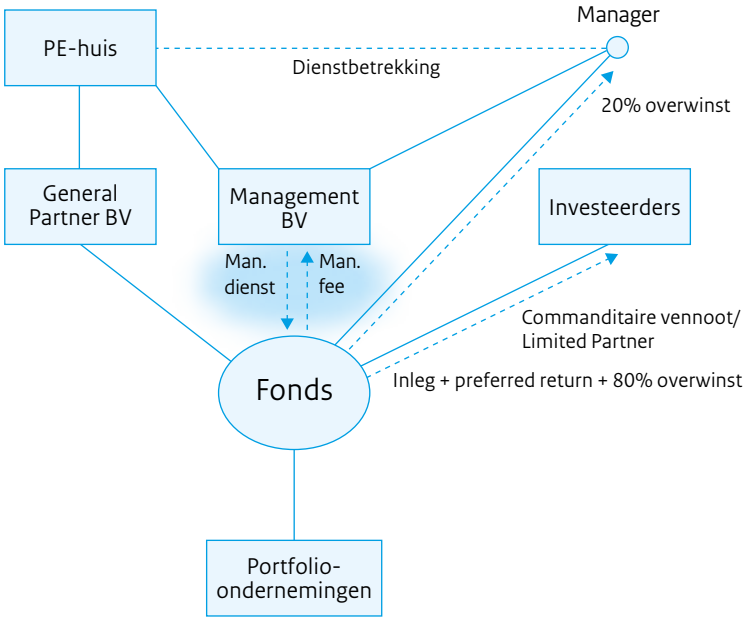
Bij het aangaan van een investering in een portfolio-onderneming worden ook management-service-overeenkomsten aangegaan met de individuele portfolio-onderneming. Onder deze overeenkomst ontvangt de managementcompany rechtstreeks een managementfee van het portfoliobedrijf in ruil voor bepaalde diensten, zoals adviesdiensten of consultancy voor de portfolio-onderneming.

Er is dus sprake van managementfees op twee niveaus:
- op het niveau van het fonds (zie 3.2.15 en figuur 20);
- op het niveau van de portfolio-onderneming (zie 3.2.16 en figuur 21).

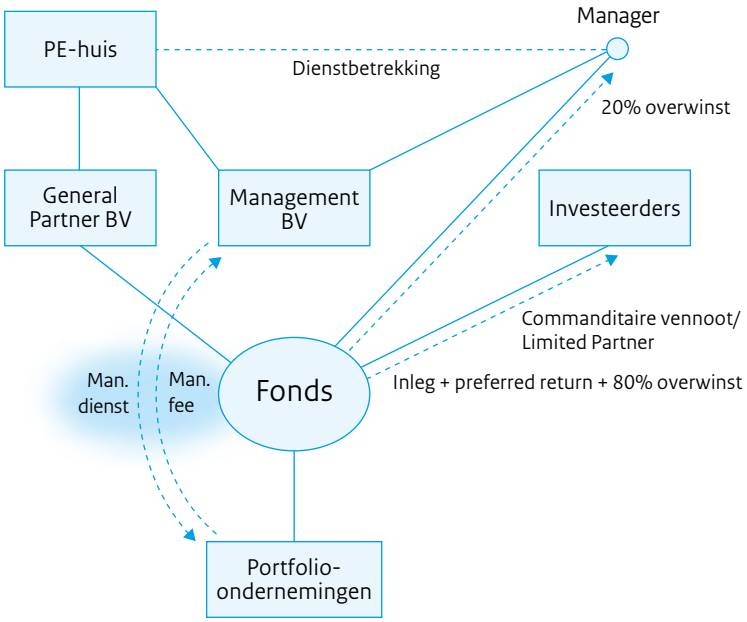
96 http://ilpa.org/wp-content/uploads/2011/01/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf.

Terug naar inhoud

Figuur 20: Managementfee op het niveau van het fonds



Figuur 21: Managementfee op het niveau van de portfolio-onderneming



3.2.15 Managementfee op het niveau van het fonds

De managementcompany sluit een overeenkomst met het fonds om het fonds te managen. Hiervoor wordt een managementfee in rekening gebracht aan het fonds.

De hoogte van de in rekening te brengen managementfee varieert, meestal in een bandbreedte van 1,5 tot 2,5%. De hoogte van de managementfee is onder andere afhankelijk van de totale omvang van het fonds. Gebruikelijk is dat de managementfee gedurende de investeringsperiode van het fonds wordt berekend over het totaalbedrag aan afgegeven kapitaalcommitment (de 'assets under management' of 'capital under management'), en dat de managementfee in de daarop volgende jaren wordt afgebouwd tot een percentage van 0,5 tot 1%. Veelal wordt de managementfee vanaf dat moment berekend over het nog daadwerkelijk geïnvesteerde kapitaal. Ook wordt wel overeengekomen dat voor een opvolgend fonds lagere managementfees in rekening worden gebracht. Managementfees worden in het algemeen per kwartaal of per half jaar in rekening gebracht.

In het verleden was het zeer gebruikelijk een managementfee overeen te komen van 2% per jaar over het totaalbedrag aan door de investeerders afgegeven kapitaalcommitment. Hoewel de hoogte van de managementfee enigszins onder druk kwam te staan, maar zijn er recentelijk ook weer stijgende 'tarieven' te zien in de branche.[97] Hoewel de managementfee beoogt bepaalde kosten te dekken die de managementcompany maakt, zoals salariskosten en kantoorkosten, wordt ook wel gesteld dat de managementfee meer dan alleen de kosten dekt, en voor een deel ook als beloning voor het fondsmanagement fungeert.[98] Dit is een blijvend spanningsveld in de onderhandelingspositie tussen de investeerders, die de managementfee moeten voldoen, en het fondsmanagement. Hoe sterker het fondsmanagement, hoe beter zijn onderhandelingspositie.[99]

De managementfee wordt voldaan uit het fonds en in feite betaald door de investeerders. Investeerders zijn zich hier de laatste jaren meer bewust van geworden en eisen tegenwoordig vaker inzicht in de budgetten van de managementcompany. In de onderhandelingen over de hoogte van de managementfees stemmen ze hun aanbod bovendien meer af op de werkelijk door de managementcompany te maken kosten.[100]

3.2.16 Management- en andere fees op het niveau van de portfolio-onderneming

Ook op het niveau van de portfolio-onderneming brengt (de managementcompany van) het fonds of de fondsmanagers kosten in rekening. Fondsmanagers kunnen ook management-activiteiten uitvoeren voor specifieke portfolio-ondernemingen. Welke dat zijn, hangt af van het type portfolio-onderneming en de specifieke expertise van het managementteam van fondsmanagers.

Daarnaast is het mogelijk dat het fonds andere bedragen ontvangt die samenhangen met de investering in de portfolio-onderneming. Denk bijvoorbeeld aan bepaalde directie- of commissarisbeloningen. Ook kan er sprake zijn van een 'breakup-fee'. Dit houdt in dat de (toekomstige) portfolio-onderneming een bedrag moet betalen aan de oorspronkelijke (beoogde) koper in het geval dat de portfolio-onderneming uiteindelijk besluit niet met deze koper in zee te gaan, maar met een concurrerende koper met een aantrekkelijker bod. Een breakup-fee kan dan een andere koper ontmoedigen om te bieden op de portfolio-onderneming, omdat de kosten van de deze fee niet opwegen tegen de geboden prijs.

97 https://www.pressreader.com/netherlands/de-telegraaf/20161228/282187945681495.
98 http://www.ft.com/cms/s/0/9dd43216-0857-11e4-9afc-00144feab7de.html: managementfees fungeren als 'hidden dividends'.
99 Zie bijvoorbeeld http://fd.nl/ondernemen/1149419/kosten-blijven-een-heikel-punt, waarin deze tegenstelling aan de orde komt.
100 A. Hudec, 2009, Negotiating Private Equity Fund Terms in 2010 – Will the ILPA Principles make a difference? en meer recent http://fd.nl/ondernemen/1113981/pggm-eist-volledige-openheid-private-equity-over-kosten.

Ook kan er sprake zijn van 'abort fees': er wordt dan een fee in rekening gebracht aan de target in verband met kosten (bijvoorbeeld de kosten van due diligence, legal) als de beoogde transactie uiteindelijk niet doorgaat.

Ook bij deze fees is de tendens waar te nemen dat de investeerders willen delen in de door de portfolio-bedrijven betaalde bedragen. Vloeiden deze bedragen voorheen in hun geheel richting management-company, nu zien we steeds vaker dat ze na onderhandeling (deels) richting het fonds vloeien en bijvoorbeeld worden afgezet tegen de door het fonds in rekening gebrachte managementfee aan de investeerders.[101]

3.2.17 De (overige) kosten van het fonds

Er zijn verschillende overige kostensoorten die verband houden met een private-equityfonds. Bijvoorbeeld:
- kosten van het opzetten en structureren van een nieuw fonds, 'organizational expenses' (3.2.18)
- operationele kosten (3.2.19)
- kosten van de managementcompany, 'manager expenses' (3.2.20)

3.2.18 Organizational expenses

In de fondsvoorwaarden zijn afspraken opgenomen over de kosten van het opzetten en structureren van het fonds. Deze organisatorische kosten omvatten de kosten die de fondsmanagers maken bij het opzetten van het fonds, zoals drukwerk, reiskosten, advieskosten, en juridische kosten.

In de regel komen de organisatorische kosten voor rekening van de investeerders en worden ze voldaan uit hun kapitaalstorting in het fonds. Meestal zijn ze gemaximeerd als percentage van de totale omvang van het kapitaal in het fonds. De fondsmanagers dragen zelf het bedrag boven dit maximum.

3.2.19 Operationele kosten

Gedurende de looptijd van het fonds worden kosten gemaakt, onder meer op het gebied van:
- aankoop, behouden en verkopen van portfolio-ondernemingen,
- diensten van derden zoals administratiekosten, bewaarnemingskosten, advies, accountancy,
- vervaardigen en verspreiden van financiële rapportages aan de deelnemers,
- verzekeringen, aansprakelijkheid en juridische kosten,
- belastingen en andere overheidsheffingen.

Net zoals de organisatorische kosten worden ook de operationele kosten in de regel voldaan door de investeerders uit hun kapitaalstortingen in het fonds. Deze kosten zijn meestal niet gemaximeerd en worden meestal volledig gedragen door de investeerders.

3.2.20 'Manager expenses'

De fondsmanagers dragen meestal zelf de administratieve en overheadkosten die worden opgeroepen door het managen van het fonds.

101 S.W. Naidech, 2011, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company, pag. 9.

3.3 Managementparticipatie

3.3.1 Inleiding

In het volgende onderdeel beschrijven we de wijze waarin het management participeert in de portfolio-onderneming. De beschrijving is met name ontleend aan de praktijk bij leveraged buy-outs, waarbij bestaande ondernemingen worden gekocht door een (fonds van een) participatiemaatschappij. Ook bij venture capital zal zich een bepaalde vorm van managementparticipatie voordoen, zij het vaak op een iets andere manier. Het zittende management heeft dan een andere rol, in de regel zal sprake zijn van medeeigendom van de portfolio-onderneming.

Het onderdeel is geschreven met het oog op de participatie van de managers van de portfolio-onderneming. Er zijn echter ook andere personen die (kunnen) participeren op het niveau van de portfolio-onderneming, bijvoorbeeld fondsmanagers en anderen voor wie wordt beoogd 'alignment of interests' te creëren, zoals bepaalde adviseurs. Voor hen geldt in grote lijnen hetzelfde.

Voor (de belanghebbenden bij) het fonds is het belangrijk dat een overgenomen portfolio-onderneming meerwaarde gaat opleveren. Het management van de portfolio-onderneming is hierbij voor de participatiemaatschappij van groot belang. Het management kent de activiteiten van de portfolio-onderneming immers het best en ook de markt waarin zij actief is ('understanding the business'). Soms worden voor de overname ook nieuwe managers aangenomen die ervaring hebben in de bedrijfstak waarin de portfolio-onderneming actief is.

Een van de manieren waarop het management van de portfolio-onderneming en de participatiemaatschappij op één lijn komen te staan, is door het management van de portfolio-onderneming te laten participeren in de portfolio-onderneming. Het management laat daarmee zien dat het vertrouwen heeft in het businessplan en dat het de plannen van de participatiemaatschappij steunt. Anderzijds is de participatiemaatschappij voor een groot deel afhankelijk van datzelfde management als het gaat om het verwezenlijken van de doelstellingen, en dus ook voor het realiseren van de meerwaarde van de portfolio-onderneming. Hoewel de participatiemaatschappij een zekere bemoeienis heeft bij de portfolio-onderneming, ligt de verantwoordelijkheid voor het dagelijks bestuur en de kennis van de portfolio-onderneming bij het management van de portfolio-onderneming. De participatiemaatschappij zal dan ook willen dat het management van de portfolio-onderneming meedoet in een overnamedeal om zodoende bij de exit beloond te worden voor het (mede) realiseren van de meerwaarde. In die zin kan de managementparticipatie dan ook worden gezien als een vergoeding (bij de exit) voor de arbeid van de managers van de portfolio-onderneming.

3.3.2 Alignment of interests

De participatiemaatschappij stelt het management van de portfolio-onderneming in de gelegenheid om een belang te nemen in (de overnameholding van) de overgenomen portfolio-onderneming. Hierdoor staan de belangen van het management van de portfolio-onderneming (de vennootschap) en de private-equity-maatschappij op één lijn. Dit noemen we ook wel alignment of interests. Door de investering van de managers in de portfolio-onderneming lopen beide partijen risico wat betreft het (onzekere) rendement. Beide partijen zijn gebaat bij een zo groot mogelijk rendement.

Uittien en Alleman[102] merken op dat er slechts ten dele kan worden gesproken van een gelijk oplopend belang, omdat het risicoprofiel en de uiteindelijke vergoeding van het management en de overige participanten niet hetzelfde zijn. Er is in hun visie dus slechts tot op zekere hoogte sprake van alignment of interests.

Behalve door het creëren van een aandeelhoudersbelang kan 'alignment' ook nog op andere manieren worden bereikt. Bijvoorbeeld door voorafgaand aan de overname overeenstemming te bereiken over het te voeren beleid, de 'governance' en de managementdoelstellingen van de portfolio-onderneming. Deze afspraken worden vastgelegd in de aandeelhoudersovereenkomst. Hierin worden (ook) de onderlinge verhoudingen vormgegeven, onder andere de mate van betrokkenheid en controle van de partijen (zie verder onderdeel 4.3.3.2).

3.3.3 Conflicts of interests

Behalve alignment of interests zijn er ook potentiële belangenconflicten (conflicts of interests) tussen het management van de portfolio-onderneming en de participatiemaatschappij. Het management is immers bestuurder van de portfolio-onderneming en moet zich in de eerste plaats richten naar het vennootschappelijk belang. Dat vennootschappelijke belang hoeft niet per definitie gelijk te zijn aan het aandeelhoudersbelang. Het kan ook voorkomen dat de manager zijn (privé-) aandeelhoudersbelangen laat prevaleren boven de belangen van de vennootschap.[103]

Conflicts of interests kunnen zich bijvoorbeeld voordoen als het slecht gaat met de portfolio-onderneming. De leningen van de overnamehoudster (die bij de verdeling van het vermogen van de portfolio-vennootschap voorgaan op de gewone aandelen in de overnamehoudster) kunnen dan niet volledig worden afgelost en staan 'onder water'. Omdat de overnamehoudster de leningen niet helemaal kan terugbetalen, hebben de gewone aandelen in de overnamehoudster een zeer lage waarde of zijn ze nagenoeg waardeloos. Het management, dat uitsluitend deelneemt in de gewone aandelen van de overnamehoudster, kan dan in de verleiding komen om in de portfolio-onderneming risicovolle(re) projecten op te starten ('asset substitution'). De kans is dan groot dat de verwachte waarde van de onderneming alleen maar minder wordt, zodat de participatiemaatschappij nog minder van haar lening terugziet, terwijl de managers niets te verliezen hebben. In de huidige situatie zijn hun gewone aandelen toch niet of nauwelijks iets waard, en in de nieuwe, risicovollere situatie bestaat er een (kleine) kans dat de gewone aandelen wel wat waard worden.

Bij fondsmanagers kunnen conflicts of interests zich voordoen als het gaat om (besteding van) tijd, bijvoorbeeld het tijdstip waarop een opvolgend fonds (successor fund) zal worden opgestart, of om de hoeveelheid tijd die zij (moeten) besteden aan dat specifieke fonds. Conflicts of interest kunnen zich ook voordoen in de selectie van portfolio-ondernemingen (welke 'deal flow' gaat naar welk fonds?) en het doen van eigen (privé-)investeringen van managers. De investeerders zullen wensen dat de fondsmanagers en hun team slechts investeren via het fonds en niet rechtstreeks, terwijl het voor de fondsmanagers soms aantrekkelijk is om privé mee te investeren in een bepaalde deal.

102 H. Uittien en S.A. Alleman, Managementparticipatie bij private equity investeringen (I), Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk 2010/8.

103 Zie bijvoorbeeld de beschikking van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam in de PCM-zaak, Hof Amsterdam 27 mei 2010, nr. 200.024.956 OK, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, JOR 2010/189.

3.3.4 Vormen van managementparticipatie

Het management van het portfolio-bedrijf kan op verschillende manieren participeren in de portfolio-onderneming. Gewoonlijk komen deze participaties boven op het normale salaris van de managers.

In hoofdlijnen onderscheiden we de volgende vormen van managementparticipatie:
- managementparticipatie in de vorm van geld
- managementparticipatie in de vorm van leningen
- managementparticipatie in de vorm van aandelen

Managementparticipatie in de vorm van geld

Het management kan beloond worden in de vorm van geld. Het gaat dan om aan het salaris verbonden 'incentives', bijvoorbeeld een bonus die afhankelijk is van bepaalde winst- of managementdoelstellingen. Deze beloningsvorm wordt vaak gekozen als de managers niet vanuit privé mee willen of kunnen investeren of als het niet wenselijk is dat de managers participeren in het aandelenkapitaal van de portfolio-onderneming.

Managementparticipatie in de vorm van leningen

Het management kan ook participeren via winstdelende en/of converteerbare leningen, bijvoorbeeld via een zogenoemde 'PIK-lening' (payment in kind). Dit is een zwaar achtergestelde lening waarbij in het algemeen geen jaarlijkse rente wordt vergoed, maar waarbij de vergoeding winst- of resultaatafhankelijk is en pas wordt uitbetaald bij de exit.

Managementparticipatie in de vorm van aandelen

Managementparticipatie via aandelenkapitaal is de meest gebruikelijke variant. Meestal wordt gebruik gemaakt van verschillende soorten aandelen (of certificaten) die variëren in achterstelling en/of winstrecht. Deze vorm verschilt van de andere twee vormen in die zin dat de manager (vanuit privé) kapitaal in de portfolio-onderneming dient te storten (commitment moet tonen) en dat de aandelen de manager in beginsel binden aan de portfolio-onderneming tot aan het moment van exit.

3.3.5 Vormgeving van de managementparticipatie

In het 'information memorandum' (ook: 'investment memorandum' of IM) laat de participatiemaatschappij aan de managers zien wat de economische gevolgen van hun investering kunnen zijn. Het information memorandum is voorlichtingsmateriaal voor onder anderen de investeerders/kapitaalverschaffers en de managers. In het IM staan onder meer de rendementsprognoses voor de participatiemaatschappij, de investeerders en de managers vermeld. Deze mogelijk te behalen voorbeeldrendementen worden vaak uitgedrukt in de 'internal rate of return' (IRR). De verwachte IRR is het verwachte jaarlijkse rendement op de investering van de verschillende participanten. De verwachte IRR zegt iets over de winstgevendheid van de investering. Hoe hoger de IRR, hoe hoger het rendement op de investering.

Zijn de managers onder de gestelde voorwaarden bereid om te participeren, dan worden de rechten en verplichtingen van de partijen vastgelegd. Meestal wordt de managementparticipatie vormgegeven door een managementparticipatieplan vast te stellen in combinatie met een aandeelhoudersovereenkomst ('shareholders agreement') en/of statutaire afspraken: afspraken omtrent certificering en/of afspraken in de arbeids- en/of managementovereenkomst. Vaak betreft het complexe juridische structuren en financiële vermogenstitels.

Uit efficiencyoverwegingen wordt voor de participatie van het management veelal een aparte rechtspersoon gebruikt. Alle aandelen van het management worden dan gehouden door middel van een bv of ander lichaam. In de praktijk worden de aandelen ook vaak gehouden door een stichting administratiekantoor (STAK) die vervolgens certificaten uitreikt aan de betreffende managers. Zie voor een beschrijving van een STAK onderdeel 5.4.7.

Welke vorm (of combinatie) van managementparticipatie wordt gekozen, is afhankelijk van arbeidsrechtelijke en fiscale omstandigheden. Vaak is sprake van een combinatie van verschillende financiële instrumenten, soms ook nog gedifferentieerd naar bepaalde 'klassen' van het management. Vaak wordt gebruikgemaakt van een 'vestingschema', waarbij gedurende een vooraf bepaalde periode bepaalde rechten stapsgewijs onvoorwaardelijk worden, afhankelijk van vooraf vastgestelde managementresultaten en/of bijvoorbeeld de periode van in dienst zijn.

Hieronder beschrijven we enkele veelgebruikte termen en voorwaarden in managementparticipaties. In de praktijk zien we veel variaties hierop. De fiscale aspecten behandelen we in hoofdstuk 8 (loon- en inkomstenbelasting) en hoofdstuk 9 (lucratief belang).

3.3.6 Aandelenparticipatie

In de meeste gevallen zal het management participeren door middel van gewone aandelen. De participatiemaatschappij neemt het grootste deel van het eigen vermogen voor haar rekening door middel van (cumulatief) preferente aandelen en/of achtergestelde aandeelhoudersleningen naast een gedeelte in gewone aandelen. In het algemeen zal de vergoeding op de cumulatief preferente aandelen (of rente op aandeelhoudersleningen) niet worden betaald op jaarbasis, maar worden bijgeschreven. Hierdoor ontstaat een steeds groter wordend bedrag dat eerst moet worden afgelost voordat het management een vergoeding ontvangt op de gewone aandelen.

3.3.7 Envy ratio, sweet equity

Door gebruik te maken van verschillende soorten aandelen met ieder een verschillend risico- en rendementsprofiel wordt een verschillend rendement gecreëerd op het geïnvesteerde vermogen. De normale aandelen zijn achtergesteld (komen als laatste aan de beurt) maar ontvangen wel een potentieel zeer hoog rendement (hefboomeffect). Het op deze manier vormgegeven hogere rendement op de normale aandelen voor de managers van de portfolio-onderneming wordt ook wel 'envy ratio' genoemd. Een vertaling hiervan zou 'gunfactor' kunnen zijn. De envy ratio drukt de factor uit van de hoogte van de investering en het verkregen belang van de participatiemaatschappij ten opzichte van de hoogte van de investering en het verkregen belang van de managers van de portfolio-onderneming.

Voor de totale investering van de participatiemaatschappij tellen alle aandelen mee, zowel gewone als preferente, als ook eventuele aandeelhoudersleningen. In een formule wordt de envy ratio als volgt uitgedrukt:

Figuur 22: Formule envy ratio

$$\frac{\text{Totale investering participatiemaatschappij/belang participatiemaatschappij}}{\text{Totale investering management/belang management}}$$

Hoe hoger de envy ratio, hoe gunstiger de deal is voor de managers. Bij een hoge envy ratio wordt ook wel gesproken van 'sweet equity'.

Voorbeeld

Als (het fonds van) de participatiemaatschappij € 500 miljoen heeft betaald voor 80% van de aandelen, en het managementteam van de portfolio-onderneming heeft € 60 miljoen betaald voor 20% van de aandelen van de portfolio-onderneming, is de envy ratio (500/80)/(60/20) = 2,08. In feite heeft de participatiemaatschappij 2,08 keer zo veel betaald als de managers voor eenzelfde aandeel.

3.3.8 Overhang en catch-up

Doordat de gewone aandelen een achterstelling hebben bij de preferente aandelen kan het voorkomen dat de aandeelhouders van de laagst preferente klasse niet aan bod komen bij een exit. Dit verschijnsel wordt ook wel 'overhang' genoemd. Ook vanuit het perspectief van de participatiemaatschappij is zo'n situatie niet wenselijk. De 'alignment' kan hierdoor verstoord raken, de managers van de portfolio-onderneming zullen niet meer zo gemotiveerd zijn en kunnen (te) grote risico's nemen om hun privé-investeringen in het aandelenkapitaal van de portfolio-onderneming alsnog veilig te stellen. Daarom wordt in het management-participatieplan vaak ook een catch-upmogelijkheid opgenomen. Dit is een regeling waarbij onder omstandigheden bijvoorbeeld de preferentie ten gunste van de gewone aandelen kan worden aangepast of wordt voorzien in de toekenning van een exit-bonus in geld aan de managers van de portfolio-onderneming.

3.3.9 Optierecht

Naast de mogelijkheid om direct aandelen te verwerven, kan het management van de portfolio-onderneming ook optierechten krijgen om aandelen te verwerven in de portfolio-onderneming. De mogelijkheid tot het uitoefenen van opties kan afhankelijk worden gesteld van allerlei voorwaarden, waaronder tijdverloop maar ook het behalen van bepaalde managementdoeleinden.

3.3.10 Ratchet

'Ratchets' zijn een vorm van managementparticipatie die een variëteit van complexe financiële afspraken omvatten. In essentie zijn ratchets contractuele afspraken tussen (het fonds van) de participatiemaatschappij en de managers van de portfolio-onderneming. Bij een ratchet spreken zij af dat, als een gewenst rendement wordt behaald bij een exit (of eerder, bijvoorbeeld bij een herfinanciering), een groter gedeelte van de overwinst toekomt aan het management. Dit gaat dan ten laste van de winstaanspraken van de participatiemaatschappij. Bij een 'reverse ratchet' moeten winstaanspraken van het management weer worden prijsgegeven op het moment dat bepaalde doelstellingen niet worden behaald. Dit financiële instrument zouden we kunnen omschrijven als het 'vastklikken' van een bepaald rendement. In tegenstelling tot een aandelenparticipatie loopt een manager bij een ratchet en bij een reverse ratchet geen risico, want hij legt geen eigen kapitaal in.

Een ratchet of een reverse ratchet kan op verschillende manieren worden vormgegeven. Bijvoorbeeld als rechtstreekse aanspraak van het management jegens het fonds van de participatiemaatschappij, het intrekken van een door het fonds van de participatiemaatschappij gehouden klasse aandelen om niet, of een conversie van aandelen van het fonds van de participatiemaatschappij in aandelen met een gelijke nominale waarde maar met minder winstrechten. De ratchet kan tot uitkering komen bij exit, maar soms ook al bij een tussentijds 'liquidity event', zoals een gedeeltelijke verkoop of herfinanciering van de portfolio-onderneming.

3.3.11 Bijkomende bepalingen bij managementparticipatie

In de relevante overeenkomsten zullen naast de financiële participatie een aantal bijkomende rechten en verplichtingen worden opgenomen. Deze bepalingen hebben meestal geen direct financieel belang[104], maar zijn wel relevant voor de positie van het management ten opzichte van de participatiemaatschappij.

Veelvoorkomende bepalingen in een managementparticipatieplan zijn:
- bepaalde (veto)rechten omtrent besluitvorming in de aandeelhoudersvergadering,
- overdrachtsbeperkingen (bijvoorbeeld in de vorm van een lock-up),
- aanbiedingsverplichtingen en leaverbepalingen,
- rechten bij vervolgfinanciering en verwatering,
- bepalingen over de positie van de managers bij een exit: drag-along- en tag-along-rechten.

104 Deze bijkomende rechten kunnen wel fiscale gevolgen hebben, zie 9.4.7.2.

Sommige bepalingen werken ten gunste van het management van de portfolio-onderneming (besluitvormingsrechten, good-leaverbepalingen, tag-along). Andere bepalingen dienen ter bescherming van de positie van de participatiemaatschappij (bad-leaverbepalingen, drag-along en lock-upbepalingen). Hierna worden ze kort beschreven.

Schoolmeesters[105] merkt op dat een aantal van deze bepalingen een alles-of-niets-karakter heeft. Het al dan niet inroepen van een drag-along-recht bijvoorbeeld kan tot gevolg hebben dat een voorgenomen overname in zijn geheel niet doorgaat. Hij merkt op dat het al dan niet kunnen inroepen en afdwingen van deze bepalingen dan ook mede beheerst wordt door de redelijkheid en billijkheid.

3.3.12 Besluitvorming bepaalde aandeelhoudersbesluiten

Bepalingen omtrent de besluitvorming bij bepaalde aandeelhoudersbesluiten worden meestal opgenomen ter bescherming van de managers als minderheidsaandeelhouder. Voor bepaalde besluiten van de vergadering van aandeelhouders wordt een gekwalificeerde meerderheid of zelfs unanimiteit verlangd. In dat laatste geval hebben de managers in feite een vetorecht. Vaak zijn dat besluiten omtrent beperking of uitsluiting van het voorkeursrecht of aantasting van de aan de aandelen verbonden rechten. Aan de ene kant mogen deze rechten de bedrijfsvoering niet te veel beperken; aan de andere kant zullen de managers een zekere bescherming verlangen ten aanzien van hun minderheidspositie, bijvoorbeeld bij een voorgenomen verkoop van de aandelen van de portfolio-onderneming.

3.3.13 Overdrachtsbeperkingen, lock-up

Bepalingen omtrent overdrachtsbeperkingen en 'lock-ups' bevatten voorwaarden waaronder en het tijdstip waarop een aandeelhouder zijn belang in de portfolio-onderneming mag overdragen aan een derde. Meestal wordt de overdracht van de aandelen van onder anderen de managers voor een bepaalde periode uitgesloten: een zogenoemde lock-upregeling. Het doel van deze regeling is om de markt (bijvoorbeeld na beursgang) niet te overspoelen met aandelen; dit zou de prijs van het aandeel flink drukken.

Vóór inwerkingtreding van de flex-bv konden dergelijke bepalingen niet of nauwelijks in de statuten worden opgenomen en was men aangewezen op een aandeelhoudersovereenkomst. Met de invoering van de regels voor de Flex-bv kwam de mogelijkheid tot een statutaire lock-up op grond van artikel 2:195 lid 3 van het BW. Dit artikel bepaalt dat in de statuten de overdraagbaarheid van aandelen tijdelijk kan worden uitgesloten. Deze lock-upregeling kan alleen met instemming van de betrokken aandeelhouders worden ingevoerd. Het is daarnaast (nog steeds) mogelijk om een overdrachtsbeperking op te nemen in de aandeelhoudersovereenkomst. Het verschil tussen beide vormen is dat bij een statutaire beperking de beperking blijft bestaan, ook na een aandeelhouderswissel. De beperking kleeft aan het aandeel. Bij een beperking op grond van de aandeelhoudersovereenkomst zijn slechts de partijen die de overeenkomst zijn aangegaan hieraan gebonden. Eventuele opvolgende aandeelhouders die niet hebben meegedaan aan de aandeelhouderovereenkomst zijn hier niet aan gebonden.

3.3.14 Aanbiedingsverplichtingen en leaverbepalingen

Gedurende de periode dat (het fonds van) de participatiemaatschappij de portfolio-onderneming in bezit heeft, kunnen zich omstandigheden voordoen waaronder het niet langer wenselijk is dat een of meerdere managers van de portfolio-onderneming nog langer aandeelhouder blijft. Daarom wordt meestal een 'leaverregeling' opgenomen. Good-leaver- en/of bad-leaverbepalingen regelen onder welke omstandigheden een manager zijn aandelen moet aanbieden aan de overige aandeelhouders als de manager vertrekt. In feite is bij leaverbepalingen sprake van een aanbiedingsplicht al dan niet in combinatie met een prijsbepalingsregeling omtrent de aandelen. De leaverbepalingen kunnen geregeld zijn in de statuten, in een aandeelhoudersovereenkomst en/of in de arbeids- of managementovereenkomst.

105 M.A.F.J. Schoolmeesters, Actieve bemoeienis door een participatiemaatschappij: mogelijkheden en risico's, V&O 2003, nr. 3.

De prijs die de aanbiedende aandeelhouder voor de aandelen ontvangt, hangt af van de reden van het vertrek van de aandeelhouder en in hoeverre hem ter zake een verwijt te maken is. Komt bijvoorbeeld de manager de gemaakte afspraken niet na, dan krijgt hij een lagere prijs voor de aandelen dan wanneer hij bijvoorbeeld uit dienst treedt omdat hij arbeidsongeschikt is geworden.

3.3.15 Bad leaver

Omstandigheden die van iemand een bad leaver maken, zijn bijvoorbeeld het beëindigen van het arbeids- of managementcontract op initiatief van de manager zelf binnen de vastgestelde lock-upperiode, of beëindiging van de arbeids- of managementovereenkomst door de participatiemaatschappij vanwege dringende of gewichtige redenen (artt. 7:678 BW en 7:685 BW). Fraude, grove misdragingen, maar ook belangenverstrengeling of het overschrijden van bepaalde bevoegdheden kunnen van iemand een bad leaver maken.

Het gaat er bij een bad-leaverbepaling niet alleen om het dienstverband van de manager te beëindigen, maar hier ook een bepaald negatief gevolg aan te verbinden. Meestal moet de manager zijn aandelen aanbieden tegen een korting of tegen de laagste van een aantal waarden, of vervallen zijn optierechten.

3.3.16 Good leaver

Net als bij een bad leaver bestaan er binnen de bepalingen van de managementparticipatie veel verschillende definities wat onder een good leaver moet worden verstaan. Soms is opgenomen dat een ieder die niet kwalificeert als bad leaver een good leaver is. Soms is er nog sprake van een tussencategorie van intermediate leavers. Vaak wordt van een good leaver ook een beschrijving opgenomen. Een good leaver is bijvoorbeeld iemand die door arbeidsongeschiktheid zijn arbeids- of managementcontract moet beëindigen, of door andere redenen die buiten iemands wil liggen, zoals overlijden. Ook in deze gevallen geldt dan meestal een aanbiedingsplicht en een prijsbepalingsregeling, die er bij een good leaver vaak op neerkomt dat de aandelen moeten worden aangeboden tegen de waarde economisch verkeer op het moment van het beëindigen van het arbeids- of managementcontract.

3.3.17 Vervolgfinanciering en (anti)verwatering

In bepaalde gevallen heeft de portfolio-onderneming vervolgfinanciering nodig, bijvoorbeeld voor groei of door onvoldoende prestaties. Vervolgfinanciering kan op verschillende manieren plaatsvinden, bijvoorbeeld door het aangaan van extra bankleningen, het verstrekken van extra (achtergestelde) aandeelhoudersleningen of het uitgeven van nieuw aandelenkapitaal. De minderheidsaandeelhouders (de managers van de portfolio-onderneming) moet de kans worden geboden om naar rato van hun belang te participeren. Als een manager niet meedoet bij de vervolgfinanciering, wijzigt zijn belang en zal zijn belang verwateren.

Om dit verwateren tegen te gaan, zijn in een aandeelhoudersovereenkomst meestal ‘anti-verwateringsclausules’, ofwel ‘anti-dilutionbepalingen’ opgenomen. De minderheidsaandeelhouders wordt het recht gegeven om pro rata van hun belang mee te doen in een vervolgfinanciering. Mocht de manager van de portfolio-onderneming niet over het kapitaal beschikken om mee te doen in deze vervolgronde, dan worden soms leningen verstrekt aan de manager of worden extra preferente aandelen uitgegeven aan de managers. Deze bepalingen worden ook wel ‘subscription rights’, ‘preemptive rights’ of ‘subscription privileges’ genoemd.

Er zijn grofweg twee typen anti-dilutionbepalingen; de 'weighted-averagebepaling' en de 'ratchet-based-bepaling'. Het eerste type bepaling verleent de aandeelhouders het recht om aandelen te verwerven tegen een prijs die het verschil in prijs verdisconteert tussen de reeds verworven en de nieuw te verwerven aandelen. De 'ratchet-based' bepalingen verlenen de aandeelhouders het recht om aandelen te verwerven tegen de nieuwe, lagere prijs.

3.3.18 Exitbepalingen, drag-along en tag-along

'Drag-along-' en 'tag-alongrechten' vormen een vast onderdeel van de exit-bepalingen in de management-participatie. De bepalingen bieden bescherming van bepaalde belangen van de managers en van bepaalde belangen van de participatiemaatschappij.

Een drag-alongbepaling (ook wel 'meesleeprecht' genoemd) houdt in dat een aandeelhouder die zijn aandelen wil verkopen, zijn medeaandeelhouder(s), de managers van de portfolio-onderneming, kan verplichten ook de door hen gehouden aandelen te verkopen, om zo te bewerkstelligen dat alle aandelen kunnen worden verkocht en geleverd aan een koper. Als er onenigheid is tussen de participatiemaatschappij en het management van de portfolio-onderneming over een (al dan niet) exit, kunnen de drag-along-bepalingen ervoor zorgen dat de managers verplicht worden om mee te doen aan de verkoop van de aandelen. Daarnaast wordt ook wel een 'right of first refusal' gegeven aan de managers. Op grond hiervan krijgt het management de gelegenheid de aandelen van de participatiemaatschappij te kopen tegen een prijs die gelijk is aan het bod van de derde. Een dergelijke regeling kan ook inhouden dat de medeaandeel-houders een andere gegadigde kunnen aanwijzen aan wie de aandelen moeten worden aangeboden.

Een tag-alongbepaling (ook wel 'meeverkooprecht' genoemd) is een recht van de minderheidsaandeel-houder (de managers van de portfolio-onderneming) om zijn aandelen te mogen 'meeverkopen' aan een koper die een bod doet op de aandelen van de meerderheidsaandeelhouders. De minderheidsaandeel-houder is dan wel gehouden zijn aandelen te verkopen onder de voorwaarden die de meerderheidsaandeel-houder met de koper is overeengekomen.

Andere exitbepalingen die wel worden opgenomen gaan bijvoorbeeld over het verlenen van medewerking van het management aan een eventuele verkoop.

3.4 Leverage

In onderdeel 2.2.7 is leverage geschetst als een veelvoorkomend fenomeen bij private equity. Een financiële hefboom (leverage) is het economische verschijnsel waarbij gebruik wordt gemaakt van een verschil in verhouding tussen risico's en rendementen. Een financiële hefboom kan zich in allerlei situaties manifesteren.

Bij private equity doet een hefboom zich typisch voor:
- in de verhouding tussen gewone aandelen en (cumulatief) preferente aandelen,
- in de verhouding tussen financiering met eigen vermogen en vreemd vermogen,
- of in een mix hiervan.

De hefboom kan zich bijvoorbeeld voordoen tussen het fonds en de bank en in de verhouding tussen het fonds en de managers van de portfolio-onderneming. Door de positie van de participatiemaatschappij is het fonds in staat om optimaal gebruik te maken van genoemde hefbomen. Vaak is er sprake van een dubbele (of driedubbele) hefboom.

In onderdeel 3.4.1 gaan we in op de hefboomwerking van (cumulatief) preferente aandelen ten opzichte van gewone aandelen. In onderdeel 3.4.2 werken we de leverage in de verhouding eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen nader uit. In onderdeel 3.4.3 wordt het hefboomeffect uitgewerkt bij de positie van de managers van de portfolio-onderneming. Dit onderdeel is van belang bij het doorgronden van het fenomeen carried interest.

3.4.1 Leverage: gewone aandelen ten opzichte van (cumulatief) preferente aandelen

In dit onderdeel gaan we eerst in op het begrip 'preferent aandeel'. Daarna werken we de hefboom nader uit.

Preferent aandeel

Het begrip preferent aandeel kent geen wettelijke (civielrechtelijke of fiscale) definitie. Wel wordt het begrip preferente aandelen genoemd in de aanmerkelijkbelangwetgeving als het gaat om de doorschuifregeling in het kader van de bedrijfsopvolgingsregeling (BOR). Steeds zal aan de hand van de kenmerken van het aandeel moeten worden beoordeeld of er al dan niet sprake is van een (cumulatief) preferent aandeel in het licht van de betreffende regeling.

Preferente aandelen hebben economisch gezien veel weg van leningen.[106] In civielrechtelijke zin is sprake van een aandeel (eigen vermogen dus), maar net als bij een lening wordt op een preferent aandeel een vast preferent dividendpercentage over de nominale waarde vergoed, en wordt het kapitaal bij ontbinding van de vennootschap eerder terugbetaald dan op de gewone aandelen. Het preferente dividend heeft bij de verdeling van de winst voorrang op de gewone aandelen (is dus preferent), maar is achtergesteld bij de rente die over een lening moet worden vergoed. Bij de verdeling van de opbrengst van de vennootschap komen de gewone aandelen als allerlaatste aan de beurt en lopen de gewone aandelen ook het grootste risico.

Cumulatief preferente aandelen lijken veel op preferente aandelen. Het enige verschil is dat als de winst in een bepaald jaar niet voldoende is om de cumulatief preferente aandeelhouder volledig te kunnen voldoen, het ontstane tekort in een later jaar wordt ingehaald.

Het preferente dividend is niet aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting. De opbrengst van de preferente aandelen valt bij een deelname van 5% of meer in het (totale) nominale aandelenkapitaal van de vennootschap onder de deelnemingsvrijstelling voor de private-equitymaatschappij en is daar voor de heffing van vennootschapsbelasting dus onbelast. Vergelijk een rentevergoeding over een lening: de rentekosten kunnen voor de overnamehoudster aftrekbaar zijn en de rentebate is belast. Hieruit volgt dat het in beginsel voor de private-equity-maatschappij niet uitmaakt of de overnamehoudster met preferente aandelen of met leningen wordt gefinancierd.

Hefboomeffect

Gewone aandelen zijn achtergesteld ten opzichte van (cumulatief) preferente aandelen. Winstuitkeringen zullen eerst op de (cum)prefs vallen. Pas als er nog winst over is, komt dit ten goede aan de gewone aandelen. Het rendement op de gewone aandelen wordt hoger als er meer winst kan worden uitgekeerd dan het rendement op de prefs en het normale rendement op de gewone aandelen. Alle potentiële overwinst valt dus op de gewone aandelen: hier doet zich de hefboom voor.

106 J.M. van Dijk, Van prefs die vreemd vermogen zijn, Ondernemingsrecht 2004, p. 211 e.v.

3.4.2 Leverage: eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen

Als de kosten van vreemd vermogen lager zijn dan de rentabiliteit van het totale vermogen wordt er verdiend op het aangetrokken vreemd geld: er wordt een positieve leverage behaald. De verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen bepaalt in welke mate dit voordeel wordt behaald. Is de rentabiliteit van het totale vermogen lager dan de kosten van vreemd vermogen, dan treedt er een negatieve leverage op. Hoe groter het aandeel van vreemd vermogen in de financiering van de onderneming, des te sterker werkt het (positieve of negatieve) hefboomeffect.

Het hefboomeffect in de verhouding vreemd vermogen-eigen vermogen kan als volgt in een formule worden weergegeven:

Figuur 23: Leverage

$$\text{rentabiliteit van het totale vermogen - kosten vreemd vermogen} \times \frac{\text{vreemd vermogen}}{\text{eigen vermogen}}$$

Dit verschijnsel wordt hieronder verder uitgewerkt.

In een perfecte markt (zonder belastingen en kosten) maakt het voor de waarde van de onderneming niet uit of de onderneming met eigen of met vreemd vermogen gefinancierd wordt. Hieronder maken we dit aan de hand van enkele cijfervoorbeelden duidelijk.

Voorbeeld 1

Balans vennootschap X BV (t=0)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 1.000.000	Gewoon AK	€ 1.000.000
Totaal	€ 1.000.000	Totaal	€ 1.000.000

Vennootschap X BV behaalt een bedrijfsresultaat van € 100.000 per jaar. Het bedrijfsresultaat is de opbrengst van een onderneming voor aftrek van belastingen en rente. In dit geval is het bedrijfsresultaat van X BV gelijk aan de winst van X BV omdat er geen rente hoeft te worden betaald.

Het aandelenkapitaal bestaat uit 1.000 gewone aandelen van € 1.000 nominaal per aandeel.

De winst per gewoon aandeel X BV na 1 jaar = (€ 100.000 / € 1.000) = € 100 per aandeel X. Het rendement op de gewone aandelen X BV = (€ 100.000 / € 1.000.000) = 0,1 = 10% na 1 jaar. Van belang is om te zien dat alle aandelen X BV *evenredig delen* in de winst van X BV. Daarom behaalt ieder aandeel X BV dus een rendement van 10% na 1 jaar.

Voorbeeld 2

Balans vennootschap X BV (t=0)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 1.000.000	Gewoon AK	€ 500.000
		Lening	€ 500.000
Totaal	€ 1.000.000	Totaal	€ 1.000.000

In plaats van de onderneming van vennootschap X BV geheel te financieren met eigen vermogen, besluit de leiding van vennootschap X BV de vennootschap voor € 500.000 met gewone aandelen te financieren en voor € 500.000 met een lening tegen een rente van 4%. Het aandelenkapitaal bestaat nu uit 500 gewone aandelen van € 1.000 nominaal per aandeel (€ 500.000 eigen vermogen). Het totale vermogen van X BV is ook nu weer € 1.000.000.

Het bedrijfsresultaat van vennootschap X BV is wederom € 100.000 aan het eind van het jaar. Wat is de winst per gewoon aandeel X BV op t=1?

Van het bedrijfsresultaat moet eerst de rente worden betaald: € 20.000 rente. Van de winst blijft dus nog € 80.000 over voor de gewone aandelen X BV. De winst per gewoon aandeel X BV = (€ 80.000 / 500) = € 160 per aandeel X BV. Het rendement op de aandelen X BV is nu: (€ 80.000 / € 500.000) = 0,16 = 16% na 1 jaar. De gewone aandelen X BV behalen nu dus een rendement van 16%, in plaats van 10% rendement in het vorige scenario.

Voorbeeld 3

Balans vennootschap X BV (t=0)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 1.000.000	Gewoon AK	€ 250.000
		Lening	€ 750.000
Totaal	€ 1.000.000	Totaal	€ 1.000.000

De leiding van vennootschap X BV besluit uiteindelijk om de vennootschap voor € 250.000 met gewone aandelen te financieren en voor € 750.000 met leningen tegen een rente van 4%. Het aandelenkapitaal bestaat nu uit 250 gewone aandelen van € 1.000 nominaal per gewoon aandeel X BV.

Vennootschap X BV maakt weer een bedrijfsresultaat van € 100.000 aan het einde van het jaar. Wat is de winst per gewoon aandeel X BV op t=1?

Van het bedrijfsresultaat moet eerst de rente worden betaald: € 30.000 rente. De winst is dan nog € 70.000 voor de gewone aandelen X BV. De winst per gewoon aandeel X BV = (€ 70.000 / 250) = € 280 per aandeel X BV. Het rendement op de aandelen X BV is nu: (€ 70.000 / € 250.000) = 0,28 = 28%. De gewone aandelen X BV behalen nu dus een rendement van 28% aan het eind van jaar 1, in plaats van 16% of 10%. De toename van het rendement op de gewone aandelen X BV van 10% naar 28% komt doordat de verschillende vermogensbestanddelen (leningen, gewone aandelen) waarmee X BV gefinancierd is, *niet evenredig* delen in de winst.

Merk op dat met de financiering van vennootschap X BV met steeds meer vreemd vermogen, het rendement op de gewone aandelen X BV (sterk) stijgt. Zijn de gewone aandelen X BV nu meer waard geworden? Dat hangt ervan af of het risico van de gewone aandelen X BV niet ook gestegen is door vennootschap X BV te financieren met vreemd vermogen.

Voorbeeld 4

Balans vennootschap X BV (t=0)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 1.000.000	Gewoon AK	€ 250.000
		Lening	€ 750.000
Totaal	€ 1.000.000	Totaal	€ 1.000.000

Vennootschap X BV is nog steeds gefinancierd voor € 750.000 met leningen tegen een rente van 4% per jaar. Het aandelenkapitaal bestaat uit 250 gewone aandelen van € 1.000 nominaal per aandeel. Stel dat het bedrijfsresultaat nu maar € 30.000 is aan het einde van jaar 1. Wat is de winst per gewoon aandeel X BV op t=1?

Van het bedrijfsresultaat moet eerst de rente worden betaald. Nu blijft er geen winst over voor de gewone aandelen X BV; de winst per gewoon aandeel X BV = € nihil op t=1. Op t=1 zijn de gewone aandelen op dat moment (nog) niks waard, ervan uitgaande dat de aandelen X BV op dat moment verkocht zouden worden (of X BV geliquideerd wordt).

Door vennootschap X BV voor een zeer groot deel te financieren met vreemd vermogen, neemt het risico voor de gewone aandelen X BV enorm toe. Bij de verdeling van het bedrijfsresultaat moet immers eerst de vergoeding over het vreemde vermogen worden betaald. Als het bedrijfsresultaat aan de lage kant is, kan het zijn dat er na aftrek van de rentelasten geen, of weinig, winst voor de gewone aandelen X BV overblijft. Dit is het gevolg van het extra risico dat voor de gewone aandelen X BV is ontstaan vanwege het gedeeltelijk financieren van X BV met vreemd vermogen. Maar als het wél goed gaat met de onderneming van X BV kunnen de rendementen voor het gewone aandelenkapitaal extreem hoog worden.

Concluderend: door vennootschap X BV in de voorbeelden 2 tot en met 4 gedeeltelijk te financieren met vreemd vermogen, in plaats van geheel met gewoon aandelenkapitaal (eigen vermogen) zoals in voorbeeld 1, is sprake van een toename van zowel het rendement als het risico op de gewone aandelen X BV.

In de voorbeelden wordt duidelijk dat bij financiering met vreemd vermogen het rendement op de gewone aandelen toeneemt, maar dat ook het risico op die gewone aandelen toeneemt. De stijging van het rendement op de gewone aandelen valt weg tegen de toename van het risico. Immers, van het bedrijfsresultaat moeten eerst de rentekosten worden betaald. Nadat de rente is betaald, resteert er voor de gewone aandeelhouders hopelijk nog een restantopbrengst: de winst. Is het bedrijfsresultaat aan de lage kant, dan ontvangen de aandeelhouders niets.

De waarde van de gewone aandelen wordt in een perfecte markt niet beïnvloed door de beslissing om al dan niet te financieren met vreemd vermogen. Volgens de economische theorie is een perfecte markt een markt zonder bijkomende kosten als belastingen, transactie-, faillissements- en agencykosten. Marktimperfecties zijn er echter een voorname oorzaak van dat vennootschappen toch gedeeltelijk met vreemd vermogen worden gefinancierd.

Marktimperfecties: belastingen
De bekendste marktimperfectie is dat de vergoeding over het vreemde vermogen (de rente) in beginsel aftrekbaar is van de vennootschapsbelasting, terwijl de vergoeding van eigen vermogen (het dividend) dat juist niet is. Dit belastingvoordeel slaat in beginsel neer bij de gewone aandeelhouders. Deze marktimperfectie is dus voordelig voor de houders van gewone aandelen.

Marktimperfecties: faillissementskosten
Een nadelige marktimperfectie is de kosten van een faillissement. Bij financiering met veel vreemd vermogen neemt de kans op een faillissement toe: de rente moet immers verplicht betaald worden, in tegenstelling tot dividend. Als een onderneming failliet gaat, betekent dit dat de schuldeisers het bestuur van de vennootschap eigenlijk overnemen en de vennootschap uiteindelijk geliquideerd moet worden. Hieraan zijn kosten verbonden die aanzienlijk kunnen zijn (denk aan advocaatkosten en het tegen uitverkoopprijzen verkopen van bezittingen). Al bij het aangaan van een (aanzienlijke) lening wordt rekening gehouden met de kans op een faillissement. Dit risico zal in de leningvoorwaarden worden verdisconteerd.

Marktimperfecties: agencykosten
Agencykosten zijn kosten die voortkomen uit tegenstrijdige belangen. Een manager (de 'agent'), kan een ander (eigen) belang hebben dan de vennootschap of het fonds (de 'principal') die de manager inhuurt. Deze potentiële belangentegenstelling tussen de agent en zijn opdrachtgever of principal noemt men ook wel het 'agency problem' of het 'principal-agent problem'. Hieronder volgt een voorbeeld van een agency problem.

> **Voorbeeld**
> Stel dat manager X opties heeft op aandelen van de vennootschap waar hij in dienst is. Manager X neemt een risicovolle beslissing met een zeer grote kans dat de waarde van de onderneming minder waard wordt en een uiterst kleine kans dat de onderneming meer waard wordt. Zijn opties worden veel meer waard als de risico's zich uiteindelijk niet voordoen, dus in een voor de onderneming positief scenario. Maar als de risicovolle beslissing van de manager uiteindelijk slecht uitpakt voor de onderneming (negatief scenario) – en die kans daarop is in dit geval zeer groot – dan is hij zelf slecht af (zijn opties zijn dan waardeloos) en de onderneming van de vennootschap ook (ondernemingswaarde is dan gedaald). De verwachte waarde van de onderneming van de vennootschap gaat door dergelijk uiterst risicovol handelen van manager X omlaag. De kans op een goed resultaat als gevolg van de extreem risicovolle beslissing is namelijk erg klein, terwijl de kans op een slecht resultaat zeer groot is. Een dergelijke (verwachte) daling van de waarde van de onderneming als gevolg van een manager die in zijn eigen belang handelt, noemt men agencykosten.

In een perfecte markt (dus zonder bijvoorbeeld agencykosten en belastingen) maakt het voor de waarde van de gewone aandelen niet uit of een vennootschap gefinancierd is met eigen of met vreemd vermogen. De waarde van de gewone aandelen blijft hetzelfde. Marktimperfecties (zoals de aftrekbaarheid van rente voor de vennootschapsbelasting) zijn er de oorzaak van dat vennootschappen toch vaak worden gefinancierd met vreemd vermogen. Dit kan een stijging van de waarde van de gewone aandelen tot gevolg hebben in vergelijking met een vennootschap die niet met vreemd vermogen is gefinancierd.

Van tevoren is niet altijd even goed in te schatten wat de voor- of nadelige effecten zijn van het gedeeltelijk financieren van een vennootschap met vreemd vermogen. Duidelijk is dat het risico van faillissement beduidend groter wordt (en dus ook de te verwachten extra kosten) bij een hoog percentage aan financiering met vreemd vermogen. Is de vennootschap met relatief weinig vreemd vermogen gefinancierd, dan wegen de belastingvoordelen meestal op tegen de mogelijke faillissementskosten.

Daarnaast is het in wezen zo dat door het financieren met zeer veel vreemd vermogen wordt geanticipeerd op goede resultaten van de onderneming van de vennootschap. Gaat het inderdaad goed, dan kunnen de positieve rendementen op het gewone aandelenkapitaal enorm zijn (in theorie onbeperkt). De eventuele negatieve rendementen op de gewone aandelen zijn wel beperkt, namelijk tot het bedrag dat gestort is op de gewone aandelen. Dit betekent dat met een relatief kleine investering (en daardoor een tot aan de inleg beperkt neerwaarts risico) een potentieel zeer hoge overwinst kan worden behaald.

3.4.3 Leverage: de managers

Gebruikelijk is dat het management van de portfolio-onderneming voor een relatief klein gedeelte deelneemt in de totale financiering van de overnamehoudster. Het management verkrijgt een naar verhouding klein pakket gewone aandelen, of een mix van gewone aandelen en leningen en/of (cumulatief) preferente aandelen in de overnamehoudster. Verreweg het grootste deel van deze vermogensinstrumenten (gewone aandelen, leningen, (cumulatief) preferente aandelen) in de overnamehoudster zal door het fonds van de participatiemaatschappij zelf worden gehouden, vaak met behulp van een bank of bankenconsortium.

Als het management uitsluitend in gewone aandelen van de overnamehoudster participeert, kan er sprake zijn van een beloningsvoordeel van de managers. Dit beloningsvoordeel is dan toegekend in de vorm van het mogelijke overrendement op de gewone aandelen. Dit overrendement manifesteert zich als de onderneming van de vennootschap goed blijkt te presteren. Dit komt doordat de diverse partijen niet evenredig investeren in de verschillende vermogensinstrumenten op de overnamehoudster van de portfolio-onderneming.

Dit lucratieve rendement op de investering van een manager heet carried interest. De winst die voor de gewone aandelen overblijft nadat zij hun normale rendement hebben geïncasseerd, noemt men ook wel de overwinst. Het gedeelte van de overwinst dat ten goede komt aan de managers is de carried interest. Het komt ook voor dat het management zowel in gewone aandelen als leningen en/of preferente aandelen op de overnamehoudster participeert. In dat geval zal het rendement (de carried interest) wat minder groot kunnen zijn, maar desalniettemin vaak nog steeds aanzienlijk.

In de praktijk wordt het rendement pas gerealiseerd op het moment van de exit. De managers zijn bij de exit verplicht hun aandelen mee te verkopen (drag-along). Tussentijds wordt er geen rendement door de overnamehoudster uitgekeerd. Dit betekent dat de rente op leningen, of het preferente dividend op preferente aandelen, pas bij een exit wordt uitgekeerd (plus daarnaast het gestorte preferente aandelenkapitaal of het uitgeleende bedrag).

Nadat de overnamehoudster in opdracht van (het management van het fonds van) de participatiemaatschappij de aandelen in de portfolio-onderneming vennootschap verkocht heeft, komt de opbrengst op de verkochte aandelen van de portfolio-onderneming in de overnamehoudster terecht. Vervolgens moet deze verkoopopbrengst worden verdeeld. Die verdeling geschiedt aan de hand van (civielrechtelijke) voorrangsregels: eerst moet het vreemde vermogen (inclusief rente) worden afbetaald, vervolgens de preferente aandelen (inclusief preferent dividend) en de opbrengst die dan overblijft, is voor de houders van de gewone aandelen. Dit werkt op dezelfde manier als de in onderdeel 3.2 omschreven distributiewaterval van het fonds.

De gewone aandeelhouders kunnen het deel van de totale opbrengst dat hun toekomt incasseren via een (liquidatie)dividend van de overnamehoudster of door het (verplicht) verkopen van hun aandelen aan (het fonds van) de participatiemaatschappij.

In hoofdstuk 8 en hoofdstuk 9 gaan we in op de fiscale aspecten van de hier beschreven carried-interestposities.

3.5 Governance, transparantie en toezicht

Hiervoor hebben we beschreven dat private equity in feite een vermogensbeheerarrangement is waarbij verschillende partijen betrokken zijn, ieder met hun eigen belangen. Deze belangen worden zo vaak mogelijk op één lijn gezet (alignment of interests). Toch zijn er ook bepaalde belangentegenstellingen (conflicts of interests) waarvan we er in het voorgaande al een aantal beschreven hebben (bijvoorbeeld belangentegenstelling tussen fondsmanagers en investeerders of tussen managers van de targets en de private-equity-grootaandeelhouder).

Op fonds- en targetniveau worden daarom governanceafspraken gemaakt. Binnen de private-equitybranche gelden verschillende governancerichtlijnen. De sector is bovendien onderworpen aan extern toezicht op grond van de AIFM-richtlijn.

Op elk van deze onderwerpen gaan we hierna in.

3.5.1 Governanceafspraken op fonds- en targetniveau

Op fonds- en targetniveau zijn afspraken in de fondsvoorwaarden of de aandeelhoudersovereenkomst opgenomen om potentiële belangentegenstellingen te voorkomen. Deze afspraken kunnen zien op het managementteam ('key person events') en op de te voeren (investerings)strategie, de wijze van rapporteren en de mate van transparantie daarover.

Als het gaat om de te voeren investeringsstrategie kunnen bijvoorbeeld afspraken worden gemaakt over diversificatie van de investeringen, regionale spreiding, maar ook over het al dan niet investeren in 'foute' bedrijfssectoren.

Daarnaast zijn afspraken opgenomen voor wat betreft 'fiduciary duty'. Deze verplichtingen zijn erop gericht om intern toezicht te houden op (onzakelijke) transacties door (fonds)managers, met name als het gaat om de aan- en verkoop van (extra) aandelen, of andere financiële transacties door (fonds)managers met het fonds of de target. Zo kan een manager verplicht zijn om bepaalde (niet arm's length) transacties te melden bij de investeerders of bij de raad van commissarissen. Ook kunnen bepalingen zijn opgenomen die de manager verplichten om bij aan- of verkoop de waarde van een pakket aandelen te laten bepalen door een onafhankelijke derde. Er kan ook worden afgesproken dat er binnen een bepaalde periode geen financiële transacties mogen plaatsvinden of dat slechts aan een beperkte groep van personen mag worden verkocht.

Deze maatregelen zijn ook van belang voor de fiscaliteit: bij het vaststellen van de waarde van een pakket aandelen kan bijvoorbeeld gekeken worden naar een dergelijke verplichte externe waardebepaling (of het ontbreken daarvan).

3.5.2 Governancerichtlijnen binnen de private-equitybranche

De brancheverenigingen NVP en Invest Europe hebben een aantal aanbevelingen gedaan aan hun leden op het gebied van governance, transparantie en toezicht. Ook de ILPA, een belangenvereniging van institutionele beleggers in private equity, heeft richtlijnen gemaakt:

- Professional Standards Handbook and Investor Reporting Guidelines (Invest Europe),
- IPEV (over waardering van participaties),
- NVP gedragscode (algemene principes en best practices voor participatiemaatschappijen),
- UNPRI ESG Disclosure Framework (hoe rapporteren over duurzaamheid en sociaal beleid),
- ILPA Private Equity Principles (best practices en standaarddocumentatie voor fondsovereenkomsten van ILPA).

3.5.3 Toezicht op grond van de AIFM-richtlijn

Beleggen in private equity valt onder het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.[107] Een private-equityfonds en zijn fondsmanagers vallen onder de zogenoemde AIFM-richtlijn. Deze richtlijn heeft tot doel om alternatieve beleggingsinstellingen onder toezicht te plaatsen. Er is een vergunning nodig voor het beheren van een alternatieve beleggingsinstelling en/of het aanbieden van deelnemingsrechten aan beleggers. Daarbij zijn er eisen op het gebied van het minimumkapitaal en de betrouwbaarheid en geschiktheid van de dagelijkse beleidsbepalers. Daarnaast zijn er onder meer regels voor het hebben van een beheerste en integere bedrijfsvoering, een bewaarder en voor een passend beloningsbeleid. Vergunningplichtige partijen moeten rapporteren aan de toezichthouders (AFM en DNB). Naast de regels voor de vergunning stelt de AIFM-richtlijn doorlopende eisen aan de beheerder, bijvoorbeeld ten aanzien van het voorkomen van belangenconflicten, het voeren van een passend risico- en liquiditeitsbeheer, het zorgen voor een onafhankelijke waardering van de activa en diverse transparantieverplichtingen.

De ondergrens voor fondsen die vergunningplichtig zijn is € 500 miljoen vermogen onder beheer.[108] Fondsen die deelnemingen aanbieden van minder dan € 100.000 of aan meer dan 150 mensen vallen onder het toezicht voor niet-professionele beleggers (retail). Alle andere fondsen, uitgezonderd captives (zie onderdeel 2.7.1, familiefondsen en onderdelen van een groter concern), zullen zich, afhankelijk van hun omvang, moeten registreren dan wel een vergunning aan moeten vragen. Voor venture capital is er een speciaal regime ontworpen. Met het zogenoemde 'EUVECA-label' kan een venture-capitalfonds profiteren van een Europees paspoort om fondsen te werven.

3.5.4 FATCA en CRS

Nederland heeft een overeenkomst tot uitwisseling van gegevens gesloten met de Amerikaanse overheid. Aanleiding hiervoor is de Amerikaanse belastingwet, Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA) die per 1 juli 2014 in werking is getreden. Deze wetgeving is bedoeld om ervoor te zorgen dat Amerikaans belastingplichtigen die buiten de Verenigde Staten tegoeden aanhouden, correct belastingaangifte doen bij de Amerikaanse Belastingdienst, de IRS.[109] Ook private-equityfondsen kunnen als financiële instelling te maken krijgen met de FATCA. Zij moeten hun investeerders identificeren. Als deze investeerders mogelijk belastingplichtig zijn voor de Amerikaanse belastingwet, dan moet de financiële instelling de gegevens van de investeerder verstrekken aan de Nederlandse Belastingdienst, die ze vervolgens doorstuurt naar de IRS. Een soortgelijke identificatieplicht kan voor Nederlandse private-equityfondsen voortvloeien uit de implementatie van Nederland van de Common Reporting Standard (CRS) die op verzoek van de G20 is opgesteld door de OESO. Op 1 januari 2016 is de CRS-wetgeving in werking getreden. Op grond hiervan moeten financiële instellingen vanaf 1 januari 2016 van alle klanten de fiscale vestigingsplaats vaststellen.

107 https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/aifm-int-wet.
108 Indien er geen leverage op fondsniveau gebruikt wordt. Wordt er wel leverage op fondsniveau gebruikt, dan is deze grens € 100 miljoen. Raadpleeg de link in noot 108 voor de volledige, gedetailleerde regeling.
109 https://www.irs.gov/Businesses/Corporations/Foreign-Account-Tax-Compliance-Act-FATCA.

Terug naar inhoud

4 PE in de tijd: levensloop PE-fonds en portfolio-onderneming

In dit hoofdstuk leggen we het tijdsaspect bij private equity bloot. Na het lezen ervan kent u het verloop van een private-equityfonds in de tijd. Ook weet u in grote lijnen hoe het aan- en verkoopproces van een portfolio-onderneming in zijn werk gaat.

4.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 stipten we al aan dat private equity gezien kan worden als een proces in de tijd. Een fonds kent een bepaald tijdsverloop van start tot einde. Binnen die levensloop worden door het fonds portfolio-ondernemingen aangekocht, klaargemaakt voor wederverkoop en vervolgens verkocht of op een andere manier gedesinvesteerd. In dit hoofdstuk gaan we dieper in op dit tijdsaspect.

In onderdeel 4.2 zetten we de levensloop van een private-equityfonds uiteen. Het is van belang de verschillende fasen in de cyclus van een fonds te onderscheiden, omdat zich op diverse momenten binnen deze levensduur fiscale aspecten voordoen. Tussen de verschillende momenten kan een tamelijk groot tijdverloop zitten; zicht op het totaalplaatje is dan belangrijk.

In onderdeel 4.3 gaan we in op het acquisitieproces van portfolio-ondernemingen, het creëren van waarde binnen de portfolio-onderneming en het weer verkopen daarvan door het fonds. Ook binnen dit proces zijn er verschillende momenten waarop zich fiscale kwesties kunnen voordoen. Hiervoor geldt hetzelfde: er kan sprake zijn van een tamelijk groot tijdsverloop, terwijl er wel een onderlinge samenhang is in de fiscaliteit, bijvoorbeeld als het gaat om waardebepaling of het innemen van bepaalde fiscale standpunten.

4.2 Start, looptijd en einde van een PE-fonds

Een private-equityfonds kent in de regel een beperkte levensduur, in tegenstelling tot bijvoorbeeld een hedgefonds, dat een onbepaalde looptijd heeft. Een PE-fonds heeft meestal een looptijd van zo'n zeven tot tien jaar, al dan niet met een uitloopmogelijkheid van twee jaar. Binnen de levensduur van een fonds zijn verschillende fasen te onderscheiden.

De fasen in de looptijd van een fonds zijn de volgende:

I De fundraisingfase. Dit behelst het opzetten van het fonds, het vormen van een managementteam, het in de markt zetten en vormgeven van een nieuw fonds, het werven van investeerders die het fondskapitaal bijeen gaan brengen, onderhandeling met investeerders over voorwaarden waaronder wordt deelgenomen aan het fonds.

II De 'closing' van het fonds. Deze bestaat uit een 'initial closing' en verdere closings van het fonds. Op het moment van de initial closing treden de initiële investeerders toe en gaat het fonds van start. Meestal volgt daarna nog een periode waarin volgende investeerders kunnen toetreden tot het fonds. Na de closing kunnen in beginsel geen nieuwe investeerders meer meedoen in het fonds.

III De acquisitie- of investeringsfase van het fonds. Het verwerven van de portfolio-ondernemingen.

IV Het managen van de verschillende portfolio-ondernemingen.

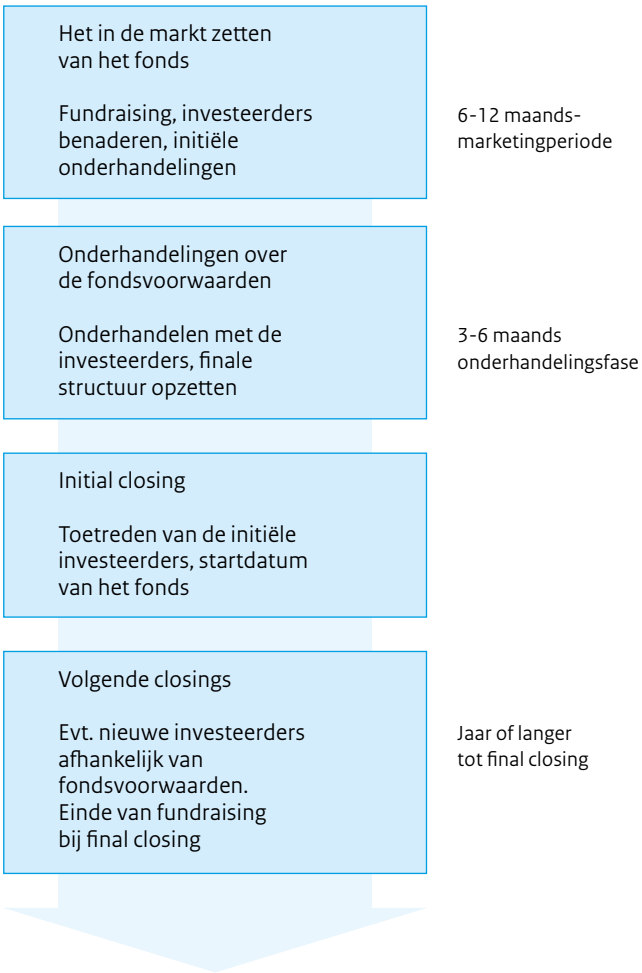
V De exitfase ofwel de desinvesteringsfase van het fonds, waarin de portfolio-ondernemingen worden vervreemd.

VI Einde van de looptijd en finale afwikkeling van het fonds.

Schematisch gezien ziet dit er als volgt uit:[110]

Fase I en II: fundraisingfase en start van het fonds:

Figuur 24: Fundraising, opzetten en closing van een PE-fonds

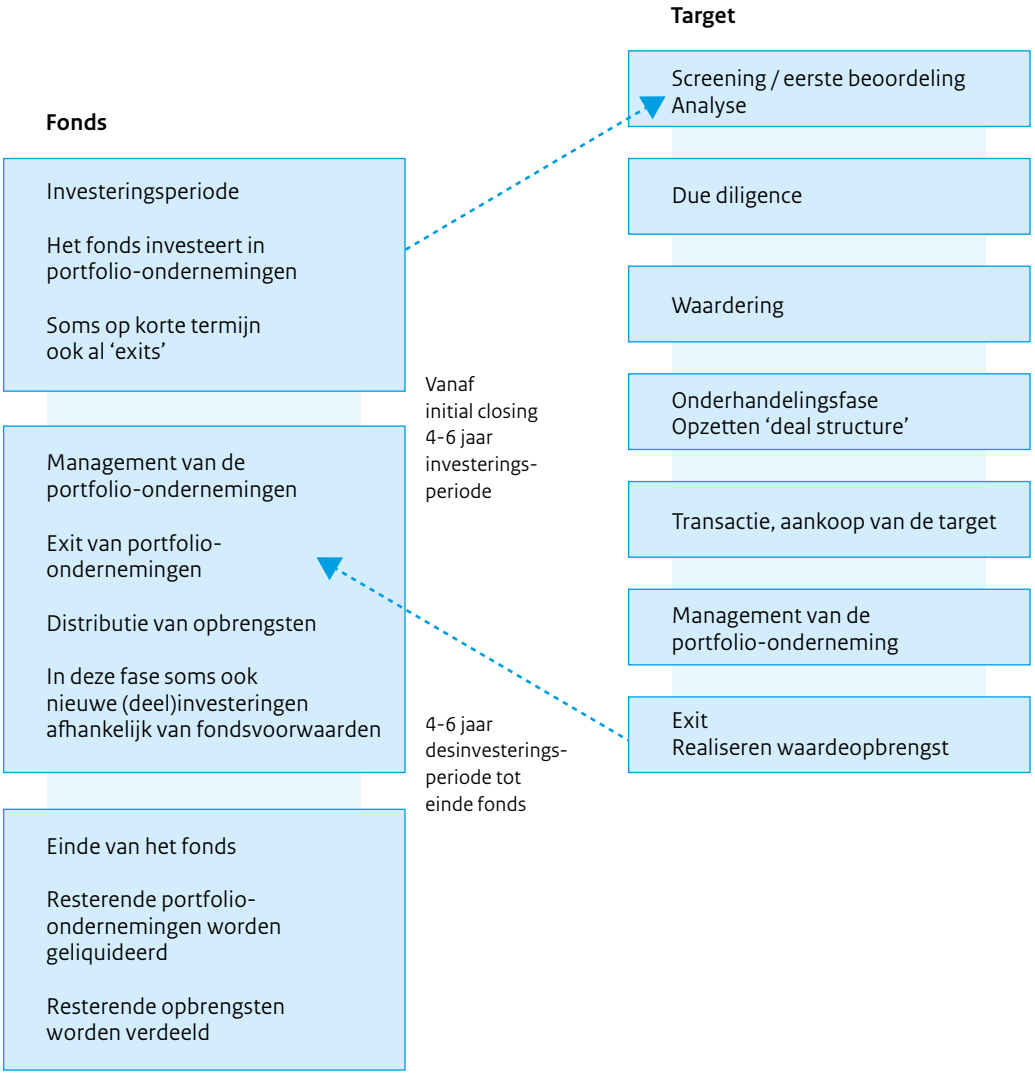


Gedurende de hele looptijd van het fonds vloeien opbrengsten in het fonds. Deze worden op de vooraf afgesproken wijze op het vooraf afgesproken tijdstip verdeeld onder de deelnemers aan het fonds.

110 S.W. Naidech, 2011, Timeline of a private equity fund, Practical Law Company.

Fase III t/m VI: investeringsfase, desinvesteringsfase en einde van een PE-fonds:

Figuur 25: Investeringsfase, managen van targets, desinvesteringsfase en einde van een PE-fonds



4.2.1 Fondsenwervingsfase

De eerste periode van het ontwikkelen en in de markt zetten van het fonds tot aan het onderhandelen met de investeerders over de investeringsvoorwaarden duurt grofweg zo'n zes tot twaalf maanden. De daaropvolgende onderhandelingsfase, waarin ook de fondsstructuur wordt gevormd, duurt in het algemeen ook zo'n drie tot zes maanden.

4.2.1.1 *Managementteam en private placement memorandum*

In de fase waarin het PE-fonds wordt vormgegeven, wordt een managementteam opgesteld. Ook wordt het 'private placement memorandum' (PPM) opgesteld en wordt het nog op te richten fonds in de markt gezet. Potentiële kapitaalverschaffers worden benaderd.

Het vormen van een managementteam

Op enig moment zal een investeringsmaatschappij een nieuw fonds willen gaan opzetten. Voor sommige investeringsmaatschappijen zal dit het eerste fonds zijn, voor andere een opvolgend fonds. Voor elk (toekomstig) fonds wordt vanaf de start een team van fondsmanagers geformeerd.

Managementteam bij een captive fonds

Als er sprake is van een captive fonds, waarbij het te investeren kapitaal afkomstig is van één investeerder, die dus zelf bepaalt hoe en wanneer het kapitaal wordt geïnvesteerd, is het deze captive investeerder die bepaalt wie in het team van fondsmanagers zit. Meestal zullen dat de fondsmanagers in dienst zijn van deze captive investeerder. Zij zijn dan bijvoorbeeld werknemer van een bank of verzekeringsmaatschappij. Het komt ook in captive situaties wel voor dat een deel van de managementactiviteiten worden uitgevoerd via 'eigen' management-bv's van de fondsmanagers, al dan niet naast de dienstbetrekking.

Managementteam bij een non-captive fonds

Bij een non-captive fonds is het te investeren kapitaal afkomstig van externe investeerders. Het managementteam wordt geformeerd door de managing partners van het private-equityhuis. Dit zijn de leidende figuren binnen een private-equityhuis. Zij stellen het managementteam zodanig samen dat er een mix is van ervaring en deskundigheid. In de regel is de beloningsstructuur van het managementteam ook gedifferentieerd naar de mate van ervaring en deskundigheid van de betreffende fondsmanager.

Het private placement memorandum

In de fundraisingfase wordt een private placement memorandum opgesteld, ook wel PPM[111] genoemd. Dit stuk kan gezien worden als een (juridisch niet bindende) prospectus waarin de belangrijkste kenmerken van het toekomstige fonds zijn beschreven, zoals opzet van het fonds en fondsstructuur, managementteam, investeringsstrategie, omvang en (rendements)prognoses. Ook bevat het juridische en fiscale informatie rondom het fonds. Het private placement memorandum wordt ingezet voor de marketing van het fonds en wordt aangeboden aan een beperkt aantal potentiële private investeerders.

In het private placement memorandum wordt dus ook de investeringsstrategie opgenomen: waar het fonds marktontwikkelingen en kansen ziet, waar de potentiële groei wordt verwacht en wat de expertise van het team is. Verder bevat het een investeringsplan, ramingen voor wat betreft de resultaten en risico's.

In een private placement memorandum is ook een fiscale paragraaf opgenomen. De potentiële investeerders kunnen zich hierdoor alvast op de hoogte stellen van de beoogde (fiscale) structuur en de beoogde fiscale consequenties. Ook voor de inspecteur is het PPM een dus relevant document bij het beoordelen van de structuur van een private-equityfonds.

111 Niet te verwarren met de ook voor 'participatiemaatschappij' gebruikte afkorting 'PPM'.

In de markt zetten van een nieuw fonds
In hoeverre en binnen welke tijdspanne het lukt om een nieuw fonds op te zetten is afhankelijk van een aantal factoren, zoals:[112]
- Het opgebouwde trackrecord van het private-equityhuis en zijn managers. Voor een groot deel is het werven van het benodigd kapitaal afhankelijk van de goodwill die is opgebouwd door de (top)managers van het fonds.
- De relaties die het private-equityhuis en zijn managers hebben opgebouwd met potentiële investeerders.
- De te verwachten rendementen voor de investeerders, die afhankelijk zijn van de voorwaarden waaronder het fonds in de markt wordt gezet.
- Het economische klimaat.

4.2.1.2 Fondsvoorwaarden

In deze fase worden de investeerders/kapitaalverschaffers geworven. Soms wordt voor de werving van kapitaal gebruikgemaakt van een 'placement agent'. Met de kapitaalverschaffers wordt onderhandeld over de voorwaarden waaronder zij tot het fonds toetreden. Het fonds wordt opgericht en de benodigde juridische documentatie wordt opgesteld.

Voorwaarden waaronder investeerders kapitaal verschaffen
Nadat potentiële investeerders zijn aangezocht, wordt er met hen onderhandeld om de voorwaarden vast te stellen waaronder het fonds tot stand komt. Afhankelijk van het aantal investeerders en de interesse uit de markt (soms wordt een fonds direct 'overschreven') en de kapitaaldeelname van iedere investeerder, komen de fondsvoorwaarden tot stand. Met elke kapitaalverschaffer/investeerder worden afspraken gemaakt over kapitaaldeelname, het door de investeerder geëiste rendement, de hoogte van de managementfee, de hoogte van de carried, en de hoogte van andere kosten. Ook worden afspraken gemaakt over aansprakelijkheid. Soms wil een investeerder ook deelnemen in een co-investeringsregeling. De afspraken kunnen per kapitaalverschaffer/investeerder verschillen. Dit is onder andere afhankelijk van de grootte van de kapitaalstorting, samenwerking in eerdere fondsen en het tijdstip waarop een investeerder toetreedt tot het fonds.

Rol van placement agents
Veel (potentiële) fondsen maken gebruik van de diensten van 'placement agents'[113] om het fonds in de markt te zetten en participaties te verkopen. Dat kunnen gespecialiseerde (niche)bedrijven zijn, of onderdelen van investeringsbanken. Placement agents fungeren vaak als tussenschakel en afhankelijk van de afspraken boren zij hun netwerk van investeerders aan. Hun opbrengst bestaat vaak uit een percentage van de investeringen die ze hebben geworven. Het komt ook wel voor dat zij als tegenprestatie een participatie verwerven in het fonds.[114]

Kapitaalcommitment van de investeerders
Bij het aangaan van het fonds geven investeerders commitment af om tot een bepaald bedrag aan kapitaal te storten in het fonds. Zie ook onderdeel 3.2.3. Meestal wordt het kapitaal van de investeerders niet in één keer in het fonds gestort, maar in afzonderlijke, bijvoorbeeld jaarlijkse, porties. Dit is meestal afhankelijk van de kapitaalbehoefte van het fonds op een bepaald moment. Staan er investeringen op stapel, dan doet het fonds een 'capital call' en doet het dus een beroep op het kapitaal. Pas op dat moment wordt het kapitaal daadwerkelijk in het fonds gestort.

112 S.W. Naidech, 2011, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company.
113 http://en.wikipedia.org/wiki/Private_placement_agent.
114 K. Deponte, What to expect from a placement agent, things you should know, www.probitaspartners.com/pdfs/whattoexpect_deponte.pdf.

Los van deze kapitaalstortingen betalen de investeerders jaarlijks een bepaalde managementfee (zie onderdeel 3.2.14) en voldoen zij bepaalde kosten (zie onderdeel 3.2.17) gedurende de levensduur van het fonds.

Investeringsadviescommissie (advisory board)
Tegelijkertijd met het oprichten van een fonds wordt een adviescommissie in het leven geroepen om het fonds te adviseren bij het doen van investeringen. In deze adviescommissie nemen vertegenwoordigers van de investeerders/kapitaalverschaffers deel. Deze leden vormen een afspiegeling van de investeerders naar soort en omvang in het fonds. In sommige gevallen wordt aan (enkele) leden van de investeringsadviescommissie een (relatief klein) carried-interestrecht in het fonds aangeboden.

Een investeringsadviescommissie heeft in het algemeen bevoegdheid om te adviseren in situaties waarbij sprake is van belangentegenstellingen: mogen fondsmanagers ook op persoonlijke titel, naast het fonds, investeren in portfolio-ondernemingen? Daarnaast kan de investeringsadviescommissie het fonds adviseren over investeringen. Dit kunnen waarderingskwesties zijn, het al dan niet aangaan van bepaalde investeringen of het aangaan van investeringen in een bepaalde periode. Onder bepaalde omstandigheden moet het fonds de investering ter goedkeuring voorleggen aan de investeringsadviescommissie, ook wel 'advisory committee' of 'advisory board' genoemd.

Juridische structurering van het fonds
In deze fase wordt ook de juridische structuur gevormd. De juridische structuur is onder andere afhankelijk van het type investeerder (binnenlands of buitenlands, pensioenfonds of andere beleggingsmaatschappij, natuurlijk persoon of rechtspersoon). Ook wordt de uiteindelijke opzet sterk bepaald door de fiscale behandeling. Binnen de fondsstructuur is de te betalen belasting immers een kostenpost. Hoe lager de belastingkosten, hoe meer netto-opbrengst het fonds zal genereren. De structurering is er dan ook op gericht dat er op fondsniveau geen belastingdruk blijft 'hangen' (geen 'tax leakage').

Documentatie bij opzetten van het fonds
De belangrijkste documenten die bij de start van het fonds worden opgemaakt zijn:
- de fondsvoorwaarden/de limited partnership agreement,
- de managementovereenkomst,
- side letters met individuele afspraken per investeerder,
- het private placement memorandum,
- afspraken over co-investeringen,
- toetredingsformulieren voor de investeerders en stukken in verband met financiële regelgeving en toezicht.

Fondsvoorwaarden/limited partnership agreement
De documenten waarin de fondsvoorwaarden worden vastgelegd, worden aangeduid als de 'limited partnership agreement' (LPA). De fondsvoorwaarden behelzen de juridische afspraken tussen investeerders en fondsmanagers en mogelijke andere partijen zoals co-investeerders.

Een aantal belangrijke onderwerpen wordt, onafhankelijk van de gekozen rechtsvorm, in elke set fondsvoorwaarden vastgelegd. In hoofdlijnen zijn dat: een omschrijving van ieders deelname in het fonds, de inleg en wie op welk moment tot welk resultaat is gerechtigd. Fiscaal gezien is ook de in onderdeel 3.2 besproken distributiewaterval een set belangrijke bepalingen. Ook worden afspraken over aansprakelijkheden vastgelegd.

De volgende categorieën bepalingen zijn opgenomen in de fondsvoorwaarden van een private-equityfonds:[115]

Figuur 26: Verschillende categorieën fondsvoorwaarden

Doel	Bepalingen
Beschrijving van de financiële structuur	fondsomvang, looptijd van het fonds, managementfees, minimum-investeringsbedrag, commitment van het management
Beschrijving van de investeringsstroom en beperkingen	drawdowns, herinvesteringen, investeringsbeperkingen, defaults, co-investeringen
Bepalen hoe de investeringen gedaan worden	Instellen van een investeringscomité
Beschrijving van de resultatenstroom	Wie is wanneer gerechtigd tot welk deel van het resultaat van het fonds, hoe wordt dit uitbetaald, distributiewaterval, clawbackbepalingen
Beschrijving van het management van en toezicht op het fonds	key person event, investment period termination or suspension, no fault divorce, for-cause termination, transfer of LP interests, withdrawal, rapportages, parallelle fondsen, opvolgende fondsen, audit
Overige juridische bepalingen, belastingbepalingen en bepalingen omtrent financieel toezicht	aansprakelijkheid, indemnification, employee benefit plan regulations, public disclosure issues, tax-exempt investors, buitenlandse investeerders

4.2.2 Eerste en opvolgende closings, start van het fonds

Bij de closing tekenen de investeerders de fondsovereenkomst. De 'initial closing' of 'first closing' betreft de start van het fonds als zodanig; de participanten treden toe tot het fonds. De 'initial closing' volgt nadat een vooraf bepaald minimumkapitaal is 'opgehaald' uit de markt.

Als het beoogde investeringskapitaal al in deze eerste ronde is binnengebracht, zullen er geen volgende closings volgen. Het fonds is dan vol. Is er nog ruimte voor extra kapitaal, dan volgen mogelijk opvolgende closings. In de fondsvoorwaarden is deze periode vaak beperkt tot twaalf of achttien maanden na de initial closing of totdat een bepaald maximumbedrag aan investeringen, de 'cap', is bereikt. Gedurende die periode kunnen investeerders nog meedoen aan het fonds. Na de final closing staat het fonds niet meer open voor nieuwe investeerders.[116]

4.2.3 Investeringsperiode van het fonds

Gedurende de investeringsperiode verwerft het fonds een aantal verschillende targets. In de fondsvoorwaarden is meestal een beperkte periode opgenomen waarbinnen het fonds acquisities kan doen. Vaak is deze vastgesteld op zes jaar vanaf het einde van de fundraising-periode, of bijvoorbeeld zes jaar vanaf het afronden van de eerste investering in een portfolio-onderneming. Hierna kunnen slechts nog gelimiteerd acquisities worden gedaan, bijvoorbeeld aanvullende acquisities op de al gedane hoofd-acquisities.

115 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', pag. 81.

116 In de fondsvoorwaarden is vaak wel opgenomen onder welke voorwaarden een investeerder gedurende de fondsperiode van zijn participatie af kan. Er is een bepaalde mate van verhandelbaarheid van participaties ontstaan op de 'secondary market' (zie onderdeel 4.2.5).

Het acquisitieproces van een portfolio-onderneming, de mate van bemoeienis met de portfolio-onderneming en het desinvesteren van de portfolio-onderneming zijn beschreven in onderdeel 4.3 van dit hoofdstuk.

4.2.4 Exitfase – desinvesteringsfase

Normaal gesproken vinden gedurende de tweede helft van de looptijd van het fonds verschillende exits plaats. Het is niet ongewoon dat al enkele maanden tot jaren na aankoop een exit volgt. Als alles volgens plan verloopt, zal het overgrote deel van de portfolio-ondernemingen aan het einde van de looptijd van het fonds zijn gedesinvesteerd.

Gewoonlijk worden niet alle portfolio-ondernemingen tegelijk gedesinvesteerd, maar vindt dit gedurende de looptijd van het fonds plaats. Bij het aangaan van de participatie in de portfolio-onderneming worden (veelal in de aandeelhoudersovereenkomst) bepalingen opgenomen betreffende de realisatie van de exit. De timing en uitvoering van de exit is namelijk van groot belang voor de participatiemaatschappij.

De (verkoop)opbrengst vloeit in het fonds en zal steeds worden verdeeld aan de hand van de overeengekomen distributiewaterval. Aan het einde van de looptijd kan het fonds worden geliquideerd.

In onderdeel 4.3.4 gaan we nader in op de verschillende exitmogelijkheden van een portfolio-onderneming.

4.2.5 Einde van het fonds

Tegen het einde van de looptijd van het fonds wordt de druk om de portfolio-ondernemingen weer te vervreemden groter. Deze portfolio-ondernemingen kunnen (bij gebrek aan een echte 'derde' koper) worden vervreemd aan opvolgende fondsen of aan fondsen van andere investeringsmaatschappijen. Er wordt dan gesproken van een 'secondary buy-out'.

Secondary market

Naast de mogelijkheid een aantal portfolio-ondernemingen te verhandelen op de 'secondary market',[117] kunnen hier ook complete investerings-commitments worden verhandeld. Het gaat dan om het aan- en verkopen van bestaande investerings-commitments aan (andere) private-equityfondsen. Niet alleen de lopende investeringen worden verkocht, maar ook de nog lopende toekomstige verplichtingen (commitments) aan het fonds. De secondary market is de laatste tien jaar sterk gegroeid. Deze markten zijn veelal privaat in die zin dat zij slechts toegankelijk zijn voor grote institutionele investeerders of andere toegelaten investeerders.

Mogelijk bevindt zich vlak voor het einde van de looptijd nog een aantal portfolio-ondernemingen in het fonds. Meestal is in de fondsvoorwaarden overeengekomen dat de looptijd van het fonds nog eenmalig verlengd kan worden. De investeerders zullen hier in het algemeen mee akkoord gaan om zodoende nog zicht te houden op een (resterend) deel van de opbrengst. Vaak moet de managementfee dan ook nog worden doorbetaald.

117 http://en.wikipedia.org/wiki/Secondary_market.

Zombie funds
Er zijn fondsen die aan het eind van de looptijd nog bestaan, maar een kwijnend bestaan leiden.[118] In het jargon worden dit wel 'zombie funds' genoemd. De portfolio-ondernemingen die er in zitten, blijken onverkoopbaar maar de investeerders willen ook niet van hun participaties af, omdat zij hopen dat er in de toekomst nog enige muziek in zit. Ze blijven dan vaak nog wel gebonden om een bepaalde managementfee te betalen.

Early termination
Soms komt het voor dat het fonds niet de volle afgesproken looptijd behaalt. Er is dan sprake van een 'early termination'. Omdat fondsen langere tijd over het kapitaal van de investeerders beschikken, zijn er in de regel verschillende clausules opgenomen in de fondsvoorwaarden ter bescherming van dit kapitaal. Onder bepaalde omstandigheden kan het fonds eerder beëindigd worden of kan de investeringsperiode worden bekort.

In de regel gaat het bij early termination om een van de volgende omstandigheden:
– key person events
– removal for cause, ('for fault divorce')
– removal other than for cause, ('no fault divorce')

Key person events
'Key person events' betreft regelingen omtrent het functioneren van bepaalde fondsmanagers. Zij worden als 'key person' aangemerkt. Als een of meerdere key persons niet meer hun volledige tijd aan het fonds besteden, kan dit een aantal gevolgen hebben. Deze variëren van het stoppen van de investeringsperiode tot het opheffen van het fonds en/of het verwijderen van de manager. Meestal kan een key person event zich alleen voordoen tijdens de investeringsperiode of gedurende een opschorting van de investeringsperiode. Er kan dan een eventuele vervanger worden voorgesteld. De nieuwe key person moet in het algemeen worden goedgekeurd door de investeringsadviescommissie (advisory board) en/of door individuele investeerders.

For fault divorce
Onder 'for fault divorce' verstaan we bepalingen in de fondsovereenkomst die worden ingezet als sprake blijkt te zijn van fraude, 'gross negligence' of opzettelijk wangedrag van de fondsmanager(s). Ook worden ze wel ingezet bij een veroordeling wegens misdrijf of bij een materiële inbreuk op de fondsovereenkomst. Meestal kan een for fault divorce alleen worden ingeroepen als deze is vastgesteld door een rechter. Een dergelijke procedure is vaak lastig qua bewijs en het duurt vaak lang voordat de einduitkomst vaststaat.

No fault divorce
Bij een 'no fault divorce' kunnen investeerders de general partner verwijderen of laten vervangen. In de regel gebeurt dit als een grotere meerderheid (meestal ten minste 75%) het vertrouwen in hem of haar heeft verloren. In deze gevallen is geen sprake van een 'for-faultsituatie', en zijn de voorwaarden van de fondsovereenkomst dus niet geschonden. Meestal is toestemming nodig van de investeringsadviescommissie (advisory board). In de regel ontvangt de general partner in zo'n geval een vertrekvergoeding (vaak gerelateerd aan de hoogte van de managementfee (bijvoorbeeld een tot anderhalf keer).

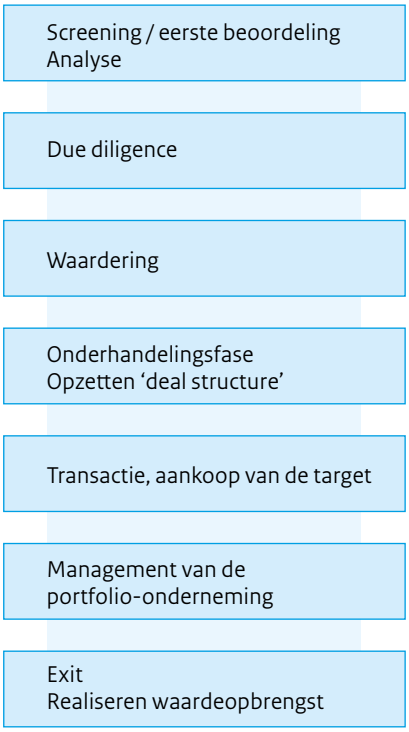
118 http://www.reuters.com/article/2013/06/13/us-zombiefunds-data-idusbre95Coxj20130613.

4.3 Aankoop, waardecreatie en exit van een portfolio-onderneming

Na het van start gaan van het PE-fonds wordt een aantal portfolio-ondernemingen aangekocht met het doel deze op termijn met winst te verkopen. Gedurende de looptijd van het fonds doet dit proces zich diverse malen voor. In dit onderdeel beschrijven we in hoofdlijnen het acquisitieproces, het managen en de 'exit' van de portfolio-onderneming.

Schematisch kan de aankoop, waardecreatie en exit van een portfolio-onderneming als volgt worden weergegeven:

Figuur 27: Aankoop, waardecreatie en exit van een portfolio-onderneming



4.3.1 Acquisitieproces portfolio-onderneming

Gedurende de investeringsperiode van een fonds worden verschillende portfolio-ondernemingen aangekocht. In dit onderdeel beschrijven we de stappen van dit acquisitieproces.

Het verwerven van een target kan gezien worden als een proces in de tijd. Daarbij onderscheiden we de volgende fasen:

- Investeringsstrategie (4.3.1.1),
- Screening en eerste beoordeling van de potentiële portfolio-onderneming (4.3.1.2),
- Due diligence en boekenonderzoek (4.3.1.3),
- Waardering (4.3.1.4),
- Onderhandelingsfase en deal structuring (4.3.1.5),
- Transactie, aankoop van de portfolio-onderneming (4.3.1.6 en 4.3.2).

4.3.1.1 *Investeringsstrategie*

De investeringsstrategie gaat vooraf aan de 'echte' investeringsfase, dus ook voor de daadwerkelijke oprichting van een nieuw fonds. Het gaat hierbij om het ontwikkelen van een strategie omtrent de toekomstige investeringen. De investeringsstrategie wordt gedeeld met de potentiële investeerders en meestal verwoord in het private placement memorandum. De investeringsvisie kan bijvoorbeeld inhouden dat gefocust zal worden op investeringen in een bepaalde regio of een bepaalde marktsector of dat het fondsmanagement kiest voor een bepaalde groei- of andere strategie.

Ook wordt in het private placement memorandum al grofweg bepaald hoeveel portfolio-ondernemingen zullen worden aangekocht. Voor buy-outs ligt het aantal investeringen vaak tussen de 8 à 15 participaties per fonds. Veelal is hierbij sprake van enkele 'hoofdinvesteringen' en een aantal kleinere acquisities die bedrijfsmatig of op een andere manier zijn gelieerd aan de hoofdinvesteringen. Die worden dan gezien als aanvulling op de hoofdinvesteringen. Voor investeringen in de technologiesector kan het aantal acquisities hoger liggen, en oplopen tot twintig tot dertig portfolio-ondernemingen.[119]

Ook is in het private placement memorandum een visie opgenomen omtrent het maximum investeringsbedrag per portfolio-onderneming (gemiddeld zo'n 10% per portfoliobedrijf), het gemiddelde investeringsbedrag bij de start van het fonds (gemiddeld zo'n 1/3 deel van de totale investeringen), de groeifase van de portfolio-onderneming en de acquisities gedurende de looptijd van een fonds. Zo kan aan de start van het fonds een ander type portfolio-onderneming worden gekocht dan meer aan het eind, omdat een portfolio-onderneming die eerder wordt gekocht langer in portefeuille kan blijven.

Zoals we al eerder hebben opgemerkt, is het voor de fiscale beoordeling relevant om kennis te nemen van deze investeringsstrategie. Hiermee is het mogelijk zich een beeld te vormen van de wijze waarop de fondsmanagers verwachten meerwaarde te kunnen creëren.

4.3.1.2 *Screening en eerste beoordeling van de potentiële portfolio-onderneming*

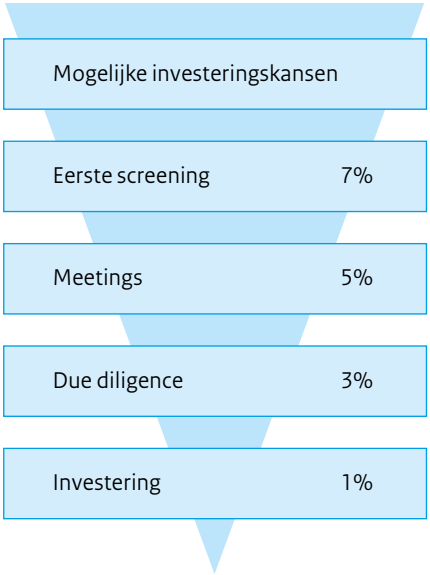
Het screenen en globaal beoordelen van potentiële portfolio-ondernemingen is in feite het begin van de investeringsfase. Dit wordt ook wel 'deal sourcing' genoemd: de manier waarop een investeringsmaatschappij aan nieuwe deals komt. Deal sourcing is een van de kernwerkzaamheden van een fondsmanager. Deze benut hiervoor zijn financiële, sociale en bedrijfskundige netwerk. Daarnaast zal de fondsmanager potentiële investeringen screenen op conferenties en 'venture pitch'-bijeenkomsten, waar jonge ondernemers zichzelf en hun businessplan presenteren. Verder bestaan wereldwijd verschillende 'angel netwerken' of 'angel groups',[120] waarbij ondernemers zich hebben aangesloten op zoek naar 'angelkapitaal'. Ook zij zijn een bron van potentiële investeringen, evenals universiteiten. Ondernemers op zoek naar privaat kapitaal kunnen daarnaast ook zelf een investeringsmaatschappij benaderen, bijvoorbeeld door hun businessplan op te sturen. In dat geval is er sprake van een 'dealflow': een stroom van investeringsaanvragen die binnenkomt bij de investeringsmaatschappij. De dealflow is goed als het voldoende dealmogelijkheden van goede kwaliteit oplevert.

Een investeringsmaatschappij kan de enige partij zijn die geïnteresseerd is in een bepaalde target. Het gebeurt echter ook vaak dat verschillende participatiemaatschappijen of andere investeerders, al dan niet in combinatie met banken die het vreemd vermogen willen financieren, geïnteresseerd zijn in het verwerven van een bepaalde participatie.

119 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', pag. 80.
120 http://en.wikipedia.org/wiki/Angel_investor.

Een fondsmanager beoordeelt vele 'investment opportunities' voordat het fonds investeert in een portfolio-onderneming. Ramsighani schetst het volgende beeld:[121]

Figuur 28: Selectieproces geschikte portfolio-ondernemingen



Uit alle investeringsmogelijkheden selecteert de fondsmanager of het managementteam een aantal potentiële investeringen. Dit gebeurt op basis van een analyse van onder andere de producten en/of diensten die de onderneming aanbiedt, en het businessmodel, de strategie, het management en de financiële positie van het bedrijf. In deze fase wordt beoordeeld of het bedrijf een bepaalde meerwaarde in zich heeft en of de onderneming past binnen de investeringsstrategie van het fonds. Een potentiële investering moet voldoende 'upside' kunnen bieden. Zie verder onderdeel 4.3.3.1 voor de manieren waarop deze meerwaarde zich kan voordoen.

In de eerste fase wordt ook al beoordeeld of het bedrijf voldoende exit-mogelijkheden heeft. Zo ja, dan wordt in deze eerste fase al een exitstrategie voor de target gemaakt. Nog voordat de acquisitie een feit is, bekijkt het managementteam al hoe en op welke termijn het bedrijf weer van de hand kan worden gedaan, hoe de meerwaarde kan worden gerealiseerd. Dat is ook niet zo verwonderlijk: het gaat de investeerders om het rendement op hun ingelegde kapitaal.

Na de eerste schifting door een eerste screening (quickscan) en eerste contacten blijft een aantal potentiële investeringskandidaten over voor een nader onderzoek.

In deze fase van het acquisitietraject is er sprake van een spanningsveld voor de verkopende partij. Deze wil enerzijds het te verkopen bedrijf(sonderdeel) zo goed mogelijk presenteren, maar anderzijds wil hij geen (concurrentie)gevoelige informatie prijsgeven. Daarom is het gebruikelijk om een geheimhoudingsovereenkomst te sluiten, ook wel aangeduid als 'non disclosure agreement' (NDA). In het proces dat voorafgaat aan de overname worden afspraken gemaakt op basis waarvan de potentiële verkoper met de potentiële koper bedrijfsgevoelige informatie kan uitwisselen.

121 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', pag. 157.

4.3.1.3 Due diligence en boekenonderzoek

Indien een potentiële portfolio-onderneming in beeld is gekomen en een eerste screening heeft plaatsgevonden, vindt er in de regel een financieel-economisch onderzoek plaats (due diligence en een of meerdere boekenonderzoeken). Hierbij wordt de potentiële investering diepgaander beoordeeld.

Binnen de adviespraktijk heeft een tak van adviseurs zich geheel gespecialiseerd in due diligence en andere zaken die komen kijken bij 'mergers and acquisitions' (de M&A-praktijk).

In de praktijk maken potentiële koper en verkoper afspraken over de gebondenheid van partijen tijdens en na de due diligence. Partijen kunnen bepalen dat zij tijdens en na het onderzoek vrij zijn de gesprekken af te breken, dat de wederpartij geen rechten aan de gesprekken kan ontlenen en dat partijen hun eigen kosten van het onderzoek dragen. Welke afspraken worden gemaakt, is afhankelijk van de specifieke wensen en omstandigheden. Deze afspraken worden vervolgens vastgelegd in een intentieovereenkomst ('letter of intent', LOI). Bovendien kan er in deze intentieovereenkomst exclusiviteit overeengekomen worden; in dat geval wordt gedurende een bepaalde periode slechts aan één partij inzicht in de boeken gegeven.

Globaal zijn er twee vormen van due diligence:
- acquisitie due diligence (opdrachtgever is koper van een onderneming),
- vendor due diligence (opdrachtgever is verkoper van een onderneming).

Een due diligence richt zich op het vaststellen van de juistheid van de aan de koper gepresenteerde informatie en het in beeld brengen van risico's en kansen van de over te nemen onderneming.[122] Daarbij richt het onderzoek zich meestal op de financiën van de onderneming, en op fiscale, juridische en commerciële aspecten. Ook kunnen bijvoorbeeld management, de markt en de IT-omgeving in het onderzoek worden betrokken.

De due diligence is een belangrijke bron van informatie voor het nemen van een investeringsbeslissing. Hoewel er geen directe wettelijke verplichting tot het uitvoeren van zo'n onderzoek bestaat, is er wel sprake van een afgeleide, indirecte verplichting: de verkoper heeft immers een mededelingsplicht, terwijl de koper een onderzoeksplicht heeft. Het is dan ook een algemeen aanvaarde bron van informatie bij het doen van een acquisitie.

De belangrijkste doelstellingen van een due diligence zijn:
- verkrijgen van kennis en inzicht in sterke en zwakke punten van de over te nemen entiteit,
- verificatie en analyse van de verkregen informatie,
- identificatie van koopprijsverlagende factoren,
- vormgeving van passende garanties, zekerheden en vrijwaringen,
- onderbouwing van overnamebeslissing door koper,
- effectief kunnen afronden van de transactie/heronderhandelen,
- identificatie belangrijke aspecten voor het integratieproces na overname.

De resultaten van een due diligence kunnen leiden tot aanpassing van de transactievoorwaarden. Zo kan het onderzoek invloed hebben op de overeengekomen overnameprijs, bijvoorbeeld als blijkt dat de werkelijke cijfers afwijken van de verwachtingen die de koper had bij het uitbrengen van een bod.

122 http://nl.wikipedia.org/wiki/Due_diligence.

Een due diligence dat is verricht door of namens het fondsmanagement zal, afhankelijk van de groeifase van de onderneming, in het algemeen de volgende onderdelen omvatten:[123]

Figuur 29: Due diligence door fondsmanagement

	Seed-fase	Vroege fase	Groeifase
Management	Expertise en potentie van de founder	Kan het managementteam zich ontwikkelen?	Kan het managementteam hoge groei en marges vasthouden en nieuwe markten ontwikkelen?
Markt	Is er behoefte in de markt? Is het een groeimarkt?	Kan het bedrijf de ontwikkeling van early adopter naar mainstream aan?	Kan het bedrijf de concurrentie aan?
Technologie	Heeft het bedrijf genoeg mogelijkheden en benut het deze voor eenmalig gebruik?	Is de IT ingericht op de groeiende onderneming, markt en klanten?	Is de IT ingericht op een grote groeiende onderneming, markt en klanten?
Financiën	Hoeveel kapitaal heeft het bedrijf nodig om meerwaarde te kunnen realiseren?	Kloppen prijzen, inkomensramingen, en brutomarges?	Kan het bedrijf de brutomarges handhaven of verbeteren? Gedetailleerde financiële analyse van inkomsten, balansen en cashflows.

De potentiële portfolio-onderneming richt een (fysieke of virtuele) 'dataroom' in waarin een groot aantal stukken wordt geplaatst. De potentiële koper(s) danwel hun (due-diligence)adviseurs hebben vervolgens een bepaalde periode om kennis te nemen van deze stukken. Vaak spreken de partijen gedetailleerde dataroomregels en -procedures af. Daarnaast worden in de regel interviews gehouden met key-management van de potentiële portfolio-onderneming. Op internet zijn veel checklists te vinden die worden gebruikt bij een due diligence.

Aan de hand van de vergaarde informatie wordt vervolgens een due-diligencerapport opgemaakt. Hierin worden de sterke en minder sterke kanten van de onderneming beschreven en verbeterpunten voor de situatie na overname geformuleerd. Ook komt het voor dat er risico's worden gesignaleerd die niet direct invloed hebben op de prijs maar wel kunnen leiden tot grote kosten in de toekomst. Dit betreft dan met name latente verplichtingen, zoals een mogelijke claim die nog niet is verantwoord. In de 'sale and purchase agreement' (SPA) worden hieromtrent garanties of vrijwaringen opgenomen.

4.3.1.4 *Waardering*

Als de participatiemaatschappij hierna tot de conclusie komt dat het potentiële portfolio-bedrijf genoeg 'upside' heeft en de gesignaleerde risico's afdoende kunnen worden geadresseerd, zal de volgende stap bestaan in het waarderen van de potentiële portfolio-onderneming.

Het fonds zal als potentiële investeerder een waarde willen vaststellen van de portfolio-onderneming om een bod uit te kunnen brengen. De portfolio-onderneming zelf (i.e. haar aandeelhouders en/of andere stakeholders) zal eveneens een waarde willen vaststellen teneinde de verkoopprijs te kunnen bepalen. Beide partijen zullen dus in het algemeen een waardering van de portfolio-onderneming laten opmaken.

123 M. Ramsinghani, 2011, 'The business of Venture Capital', pag. 205.

Deze waarderingen kunnen eveneens van belang zijn voor andere belanghebbenden, zoals banken. Zij zullen immers als onderdeel van de deal structure vreemd vermogen gaan verschaffen aan de portfolio-onderneming. Ook bij de beoordeling van de fiscale aspecten verschaffen deze waarderingen relevante informatie.

Er zijn veel verschillende waarderingsmethoden in gebruik. Welke methode(n) worden gebruikt, is afhankelijk van verschillende omstandigheden. Zo is bijvoorbeeld de groeifase van een bedrijf van belang. Een startende onderneming verschilt van een al langere tijd bestaande onderneming. De laatste kan bijvoorbeeld al een reeks aan kasstromen laten zien, waar een startende onderneming nog geen 'verleden' heeft. Overkoepelend kenmerk van de verschillende typen portfolio-ondernemingen is dat ze meestal niet aan de beurs genoteerd zijn. Er is dus sprake van incourante aandelen waarvan de waarde vaak lastiger te bepalen is.

Zie voor een uitgebreide beschouwing over waardering in relatie tot private equity hoofdstuk 12 van dit rapport.

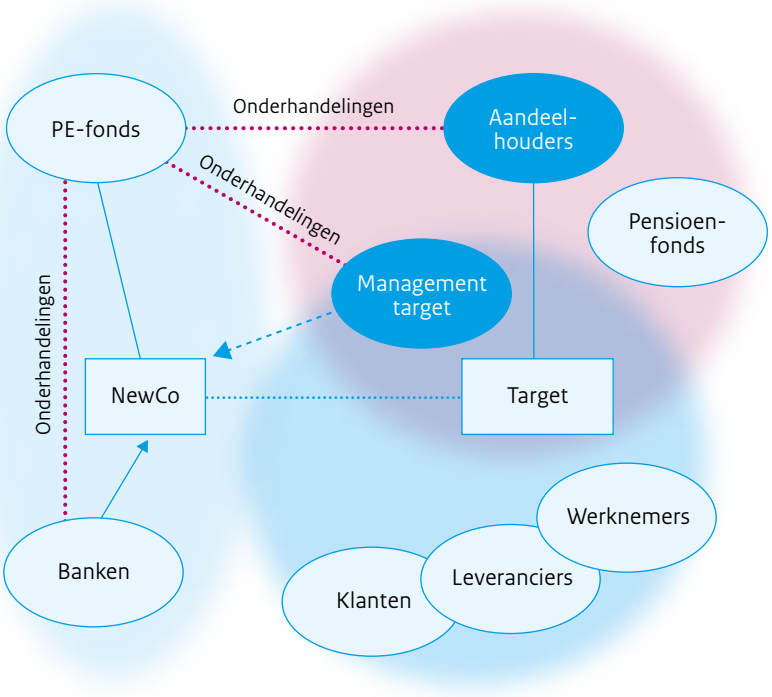
4.3.1.5 Onderhandelingsfase en deal structuring

Uiteindelijk zullen de partijen onderhandelen over de voorwaarden waaronder ze met elkaar in zee willen gaan. De fondsmanagers hebben op dat moment te maken met verschillende belanghebbenden. Ze onderhandelen met de aandeelhouders van de portfolio-onderneming, met de managers van de portfolio-onderneming en met de banken over de wijze en mate van financiering met vreemd vermogen. Andere stakeholders bij de overname zijn de werknemers, klanten, toeleveranciers en het pensioenfonds van de portfolio-onderneming.

Partijen streven naar een zo optimaal mogelijke dealstructuur. Daarbij zullen ze op verschillende gebieden tegengestelde belangen hebben, die ze zullen uitonderhandelen. In de 'deal-structuur' wordt er een prijskaartje aan deze belangen gehangen. Ook de fiscaliteit maakt deel uit van de dealstructuur. Op het moment dat de totale overnamedeal in elkaar wordt gezet, wordt door verschillende betrokkenen in de dealstructuur zekerheid gezocht bij de fiscus. Het is dus cruciaal dat de inspecteur op de hoogte is van het verloop van dit proces en weet welke fiscale issues er op dat moment aan de orde kunnen zijn.

De rol van de banken in een dealstructuur is niet alleen het verstrekken van vreemd vermogen (al dan niet in samenwerking met andere banken via een bankensyndicaat) maar ook het optreden als 'arranger' van leningen. Doel is om het leningbedrag te maximeren, onder de voorwaarde dat de leningen vervolgens kunnen worden uitgezet bij het syndicaat van banken. De hoofdbank verdient (naast de rente) een arrangement fee. Als sprake is van syndicaatfinanciering nemen een of meerdere banken het plaatsingsrisico van een nieuwe financiering op zich en syndiceren (verkopen) ze delen van de financiering door aan andere banken.

Figuur 30: Belanghebbenden in een dealstructuur[124]



Dealstructuur en wijze van financiering
Ten tijde van het maken van de deal besteden partijen aandacht aan de wijze van financieren door het fonds. Er kunnen talloze financiële instrumenten worden gehanteerd, ieder met een eigen risico- en rendementsprofiel en met een eigen specifiek doel. Zo kan bijvoorbeeld gebruik gemaakt worden van converteerbare leningen, overbruggingsfinanciering, preferentie in aandelenkapitaal en/of andere financiële instrumenten als warrants of opties.

Dealstructuur en leverage
Een overname, met name die van een volwassen bedrijf, wordt bijna altijd gefinancierd met een flink deel vreemd vermogen. In feite komt het erop neer dat een bank(syndicaat) en het private-equityfonds de overname gezamenlijk doen.[125] Beide partijen stappen pas in een deal als er voor beiden uitzicht is op voldoende vrije kasstroom uit de overgenomen onderneming. Die vrije kasstromen worden eerst gebruikt om de rente te betalen en de schuld af te lossen. Bij verkoop na een aantal jaren is de schuld voor een groot deel afgelost en realiseert het fonds met het restant van de verkoopprijs een boekwinst.

Banken zullen als belanghebbenden in de dealstructuur eisen dat de op te zetten structuur hen zekerheden biedt ten aanzien van het verstrekte vreemd vermogen. Dat kan op verschillende manieren gebeuren. Banken werken met verschillende financiële convenanten die hen mogelijkheden bieden op het moment dat de leningsvoorwaarden niet worden nagekomen.

124 Vertaald uit J. Gilligan en M. Wright, 2014, PE demystified: an explanatory guide, ICAEW, figure 2.1: participants in a leveraged buy-out.
125 L. Koopmans, 'Anatomie voor dealmakers', de Accountant, mei 2007.

De verschillende typen bankconvenanten[126] kunnen worden ingedeeld in positieve convenanten (wat moet een onderneming doen/leveren aan informatie) en negatieve (wat mag een onderneming juist niet doen). Enkele veelvoorkomende bepalingen in convenanten zijn solvabiliteitsratio's, 'minimum net worth'-bepalingen en interest coverage ratio's.

Een schending van het convenant ('default event') stelt banken in staat om vroegtijdig maatregelen te nemen als het niet goed gaat met de financiële gezondheid van het bedrijf. Bij een schending van het convenant mogen banken de leningvoorwaarden heronderhandelen of een directe aflossing eisen van de lener.

'Convenant lite'-leningen zijn leningen die minder van deze beschermende convenanten bevatten. Hoewel dergelijke 'cov lite'-leningen vooral na de financiële crisis als (te) riskant werden gezien, werden deze de laatste tijd weer vaker gebruikt.[127] De onderhandelingspositie van de participatiemaatschappij is na de financiële crisis weer toegenomen en ze kan deze voorwaarden eisen van banken die graag willen meedoen in een leveraged buy-out.

Dealstructuur en alignment of interests met management portfolio-onderneming
De toekomstige samenwerking tussen (de fondsmanagers van) het fonds en (het management van) de portfolio-onderneming is gebaseerd op de gedachte dat er op korte termijn groei mogelijk is in de portfolio-onderneming. Daartoe brengen beide partijen arbeid, kennis en kapitaal in. Gedurende een bepaalde periode wordt een bepaalde samenwerking tot stand gebracht. Uiteindelijk gaat het om het te gelde maken van de meerwaarde door een uiteindelijke exit.

De aankopende partij zal in de meeste gevallen wensen dat het management van de portfolio-onderneming goed blijft functioneren. Tijdens de onderhandelingen in dit stadium zal ze dan ook afspraken maken om het zittende management aan zich te binden: het creëren van alignment of interests. Het management van de portfolio-onderneming wordt de mogelijkheid geboden om mee te delen in de door de onderneming behaalde resultaten. Hiervoor zijn verschillende beloningsmogelijkheden: een bonusregeling, winstbewijzen, en/of het laten participeren van het management in het kapitaal van de onderneming door middel van aandelen, certificaten van aandelen of andere financiële instrumenten. Zie verder over de wijze van beloning en participatie van het management van de portfolio-onderneming onderdeel 3.3.

Overeenstemming met het management van de portfolio-onderneming is veelal als opschortende voorwaarde opgenomen voor de closing: de uiteindelijke verkoop van de portfolio-onderneming aan de overnemende partij. De onderhandelingen met het management worden meestal pas gevoerd als de deal al in grote lijnen rond is en er in voldoende mate uitzicht bestaat op een overname.[128]

Voor de fiscale beoordeling van de managementparticipatie is het van belang zich te realiseren dat er ten tijde van het opzetten van de dealstructuur meerdere fiscale discussiepunten spelen. De managementparticipatie staat niet op zichzelf. Er vinden op dat moment ook onderhandelingen plaats met de aandeelhouders en de banken. Deze onderhandelingen kunnen licht werpen op de waarde van de aandelen die worden aangeboden aan het management. Ook is er in dit stadium al een groot aantal (concept)stukken beschikbaar die van belang kunnen zijn voor de fiscale beoordeling.

126 Zie voor een uitgebreidere toelichting op de verschillende financiële convenanten en hun werking http://www.pwc.nl/nl/spotlight/assets/documents/leningconvenanten.pdf.
127 https://www.creditwritedowns.com/2013/11/covenant-light-loans-are-on-the-rise.html.
128 Zie over het onderhandelingsproces met de managers van de portfolio-onderneming, H. Uittien en S.A. Alleman, 'Management-participatie bij private equity investeringen (I), over 'alignment of interests' en 'conflicts of interests', TFO 2010/8.

Dealstructuur en mate van bemoeienis met de portfolio-onderneming
De mate van bemoeienis en controle over de portfolio-onderneming worden ook in deze fase uitonderhandeld en vastgelegd, veelal in een aandeelhoudersovereenkomst. Hierin wordt onder andere geregeld welke besluiten van het bestuur van de portfolio-onderneming onderworpen zijn aan voorafgaande goedkeuring door de aandeelhouders of door de raad van commissarissen.

Dealstructuur en fiscaliteit
De transactie zal financieel en fiscaal zo optimaal mogelijk worden gestructureerd. Daarbij moet ook rekening gehouden worden met bijvoorbeeld toezichts- en verslaggevingsregels. Fiscale aandachtspunten bij het opzetten van de structuur zijn onder andere:
- financiering van de acquisitie en renteaftrek in de Vpb (met zo mogelijk een cashvoordeel voor koper en portfolio-onderneming),
- optimalisatie btw-aftrek (op onder andere de transactiekosten),
- problematiek beperkt aftrekbare aan- of verkoopkosten deelneming,
- overdrachtsbelasting,
- earn-outregelingen of andere prijsaanpassingsmechanismen,
- fiscale positie (buitenlandse) koper,
- fiscale positie co-investors,
- managementparticipatie (inclusief lucratiefbelangproblematiek),
- voorsorteren op 'post acquisition'-traject (fiscale integratie van target met andere targets),
- voorsorteren op exit.

De structuur is erop gericht dat de toekomstige (vermogens)winsten zo veel mogelijk zonder fiscale kosten naar de koper kunnen worden gedistribueerd.

Partijen zullen vooraf zo veel mogelijk zekerheid willen hebben over de fiscale kwalificatie van verschillende onderdelen van de structuur. Deze fiscale zekerheid wordt in het algemeen gevraagd aan de inspecteur nog voordat de deal daadwerkelijk gesloten is. Tegelijkertijd is er vaak sprake van een 'snelkookpan' waarin er veel druk ligt op partijen om zo snel mogelijk tot een deal te komen. Voor de inspecteur betekent dit dat er vaak op zeer korte termijn een standpunt van de fiscus wordt gevraagd, terwijl een aantal parameters nog niet bekend is (en mogelijk afhankelijk is van de uitkomst van het vooroverleg met de fiscus).[129]

4.3.1.6 Afsluiten onderhandelingstraject
Tussen partijen is een onderhandelingstraject niet vrijblijvend; het wordt beheerst door de redelijkheid en billijkheid. Elke partij moet haar doen en laten mede laten bepalen door de gerechtvaardigde belangen van de wederpartij. Mochten de onderhandelingen vastlopen, dan moet gekeken worden of in dat stadium de onderhandelingen nog eenzijdig kunnen worden afgebroken. Het kan ook voorkomen dat de onderhandelingen dermate ver gevorderd zijn, en er bijvoorbeeld al kosten zijn gemaakt, dat de onderhandelingen in dit stadium niet meer kunnen worden afgebroken, zonder dat daarbij een vergoeding verschuldigd is aan de wederpartij.

Als de deal rond komt, wordt de uitkomst van de onderhandelingen neergelegd in een koopovereenkomst ofwel de sale and purchase agreement (SPA).

129 Zie onderdeel 3. van het Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 9 mei 2017, nr. 2017-1209, Stcrt. 2017, 1209.

4.3.2 Transactie, aankoop van de target: de sale and purchase agreement

Na het onderhandelingstraject volgt de transactie: de aankoop van de portfolio-onderneming. Deze wordt vastgelegd in de 'sale and purchase agreement' (SPA). Deze SPA bestaat in principe uit een aantal vaste onderdelen. Afhankelijk van de situatie zullen de bepalingen voor ieder afzonderlijk geval worden ingevuld. De opbouw van een SPA ziet er in het algemeen als volgt uit:

- gehanteerde definities
- aan- en verkoop, prijsaanpassingsmechanismen
- considerans
- ontbindende voorwaarden
- voltooiing van de overeenkomst (completion mechanism)
- garanties en vrijwaringen
- fiscale bepalingen
- bekendmaking/geheimhouding
- toepasselijk recht
- bijlagen

Enkele opmerkingen over een aantal van deze bepalingen.

Aan- en verkoop, prijsaanpassingsmechanismen

In dit onderdeel wordt de prijs voor de over te nemen aandelen bepaald. Om discussies achteraf over de uiteindelijke koopprijs van de aandelen te voorkomen, wordt in de praktijk gebruikgemaakt van enkele mechanismen om de prijs naderhand nog aan te kunnen passen. Enkele van deze prijsaanpassingsmechanismen zijn de zogenoemde 'locked box'-overname of een overname op basis van 'closing accounts'. Ten slotte kan daarnaast (in sommige gevallen ook gezamenlijk met deze andere methoden) gebruikgemaakt worden van een earn-outregeling.

Locked-boxovername

Bij een locked-boxovername wordt de prijs van de aandelen gebaseerd op een historische boekhoudkundige situatie, bijvoorbeeld de laatste jaarrekening die eindigt op 31 december van een bepaald jaar. Laatstgenoemde datum is dan de zogenaamde effectieve datum vanaf welk moment de aandelen voor rekening en risico van de koper komen. Vaak wordt dan door de verkoper een rente bedongen over de koopprijs vanaf deze effectieve datum tot aan de datum van levering (closing). Aldus spreken partijen af een onderneming te verkopen en te kopen bij een koopprijs gebaseerd op een recente beschikbare balans met een rentevergoeding tot aan de closing. De winsten (of verliezen) na de balansdatum zijn dan voor de koper. Er mag vanaf de effectieve datum geen enkele geldstroom uit de onderneming ontsnappen (een locked box), bijvoorbeeld via de uitbetaling van dividend of managementfees. Vanaf de overgangsdatum is de onderneming voor rekening en risico van de koper.

Een locked-box-overname heeft als voordeel dat het discussies over de uiteindelijke koopprijs kan voorkómen, evenals andere geschillen die na de closing over de waardering van bepaalde activa en passiva op kunnen komen. De koper zal op zijn beurt in het koopcontract specifieke afspraken willen opnemen om te voorkomen dat er in de periode tussen de effectieve datum en de closing geldstromen vanuit de onderneming ontsnappen (de 'locked box') via uitkeringen aan aandeelhouders of directie. Alle andere geldbewegingen blijven in de onderneming en worden verondersteld geen invloed op de waarde te hebben.

Closing-accountsovername
Bij een overname op basis van 'closing accounts' spreken partijen af een onderneming te verkopen en te kopen met een koopprijs gebaseerd op een balanssituatie op een in de toekomst gelegen datum. In deze situatie hebben partijen onderhandeld over een koopprijs gebaseerd op de meest recente balans van de onderneming, waarna partijen na de closing een balans (de 'closing accounts') zullen opstellen om te controleren of de uitgangspunten nog steeds hetzelfde zijn. Op deze manier wordt de koper beschermd tegen extra schulden, aansprakelijkheden of verplichtingen die opkomen na de datum van de balans die de koper als uitgangspunt heeft gebruikt bij zijn waardering van zijn onderneming. In koopcontracten komen verschillende methoden van koopprijsaanpassingen voor, zoals een aanpassing op grond van het eigen vermogen, op basis van het werkkapitaal of op basis van resultaat. In alle gevallen moeten in het koopcontract bepalingen worden opgenomen over de consequenties in geval de closing accounts afwijken van de balanssituatie waarvan partijen bij hun onderhandelingen zijn uitgegaan.

Earn-outregeling
Bij een earn-outregeling is een deel van de koopprijs van de portfolio-onderneming afhankelijk van prestaties en ontwikkeling van de portfolio-onderneming na overdracht. Het gaat daarbij meestal om financiële prestaties waarbij omzet of winstgevendheid van de portfolio-onderneming als maatstaf worden gebruikt. De verkoper houdt daardoor indirect een belang in de waardeontwikkeling van de portfolio-onderneming na verkoop. Het variabele deel van de koopprijs wordt de 'earn-out' genoemd.

Garanties en vrijwaringen
In de koopovereenkomst zullen garanties ('warranties') en vrijwaringen ('indemnities') worden opgenomen. Beide zijn vormen van bescherming, maar ze hebben ieder een andere juridische uitwerking. Een garantie kan gezien worden als een algemene risicoverdeling, vrijwaringen als een meer specifieke risicoverdeling.

Garanties
Garanties worden door de koper in de SPA opgenomen. Veel garanties zijn standaard, maar daarnaast worden er ook garanties opgenomen die zijn gebaseerd op bevindingen uit de due diligence. Garanties beschrijven feiten en omstandigheden die door koper en verkoper als 'juist' worden aanvaard. De koper mag bij zijn aankoop vertrouwen op deze feiten en omstandigheden, de koopprijs is er ook op gebaseerd. Een schending van de garanties resulteert in een plicht tot schadeloosstelling door de verkoper. Een koper zal een zo uitgebreid mogelijke set aan garanties willen opnemen in de SPA, omdat deze zo veel mogelijk zekerheid verschaffen. Een verkoper daarentegen zal zijn aansprakelijkheid zo veel mogelijk willen beperken. Dat kan enerzijds door het disclosen van informatie (zie hierna), anderzijds door het opnemen van drempels ('threshold'), maximumbedragen ('cap'), procedures en vervaltermijnen voor het claimen van garanties. Ook wordt wel opgenomen dat individuele schendingen pas tot een schadeloosstelling leiden als (of voor zover) zij een bepaald bedrag overschrijden (een 'basket').

Vrijwaring
Vrijwaring betreft een bepaling voor feiten die wel al bekend zijn, maar waarvan de financiële consequenties in de toekomst nog niet overzien kunnen worden. De koper wil de consequenties van deze feiten doorgaans zo veel mogelijk neerleggen bij de verkoper. Dat kan met een vrijwaring. Een vrijwaring wordt dus door de verkoper verstrekt ten aanzien van reeds bekende feiten. Vrijwaringen kennen doorgaans geen drempel, en partijen komen in de praktijk een langere of geen termijn, en een hoger maximaal bedrag overeen dan bij garanties.

Een ander belangrijk verschil tussen de garantie en de vrijwaring is gelegen in de bewijslast. In het geval van de vrijwaring is dat eenvoudiger dan bij de garantie, omdat van tevoren is overeengekomen wie de schade zal vergoeden, namelijk verkoper. Het is dan slechts aan de koper om de hoogte ervan aan te tonen. In het geval van de garantie dient de schade nog bewezen te worden.

Tax indemnity
In een SPA zal het uitgangspunt zijn dat belastingverplichtingen van de periode voor overdracht voor rekening komen van de verkoper en van de periode na overdracht voor rekening van de koper. Fiscale risico's waarvan op het moment van overdracht al bekend is dat ze zich zullen voordoen, komen in de regel in mindering op de verkoopprijs. Transactiebelastingen (zoals de overdrachtsbelasting) komen echter in beginsel meestal voor rekening van de koper. Voor fiscale risico's die zich naar verwachting zullen voordoen, wordt in het algemeen een specifieke vrijwaring opgenomen. Niet voorziene fiscale risico's worden ondervangen in de algemene garantie- of vrijwaringsbepalingen.

Disclosure letter
Om een (eventueel onterecht) beroep op de garanties te voorkomen, wordt veelal tijdens het overname-proces vastgelegd welke (ook mondelinge) informatie aan de koper is verstrekt. Deze informatie wordt vervolgens opgenomen in een 'disclosure letter', zodat de koper later niet kan beweren dat hij deze informatie niet kent. Ook kan de disclosure letter worden gebruikt om bepaalde garanties te nuanceren.

4.3.3 Monitoring en management van de portfolio-onderneming

Na de acquisitie van de portfolio-onderneming zal het fondsmanagement zich samen met de managers van de portfolio-onderneming richten op het creëren van meerwaarde in de portfolio-onderneming. Daarbij heeft het fonds een bepaalde mate van zeggenschap in de portfolio-onderneming.

4.3.3.1 Manieren van waardecreatie in de portfolio-onderneming

Het streven van een participatiemaatschappij is om een portfolio-onderneming op termijn met een bepaalde meerwaarde weer te vervreemden ('buy to sell'). Om de meerwaarde te creëren heeft ze een plan gemaakt, dit vastgelegd, en afspraken gemaakt met het management van de portfolio-onderneming. Hierbij zijn ook de verschillende exitstrategieën vastgelegd.

De winstgevendheid van de onderneming kan op verschillende manieren worden verhoogd: door kosten te reduceren, rendementen te verhogen en/of groei te stimuleren. Vaak is sprake van een combinatie van factoren, die kunnen bestaan uit operationele verbeteringen, herziening van de strategie van de portfolio-onderneming, versterking van de governance van het bedrijf, financial engineering (waaronder het optimaal benutten van belastingvoordelen) en de factor investeringsselectie en market timing.[130]

4.3.3.2 Mate van zeggenschap in de portfolio-onderneming

Als aandeelhouder heeft (het fonds van) de participatiemaatschappij weliswaar stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders, maar ten aanzien van bijvoorbeeld het dagelijkse beleid en de bedrijfsvoering van de portfolio-onderneming is het bestuur van de vennootschap leidend. In die zin is de participatiemaatschappij dan ook voor een groot gedeelte afhankelijk van het management van de portfolio-onderneming. Gedurende de periode dat de aandelen in het bezit zijn van de participatie-maatschappij zal deze een aantal checks inbouwen om het investeringsrisico zo veel mogelijk in te perken en het rendement op de investering zo veel mogelijk veilig te stellen.

130 Dr. J.E. Ligterink, Dr. J.K. Martin, Prof. dr. A.W.A. Boot, Prof. Dr. K. Cools RA, Dr. L. Phalippou, 2017. Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief, p. 7.

Naast de alignment of interests tussen de participatiemaatschappij en de managers van de portfolio-onderneming, bouwt een participatiemaatschappij ook checks in op het gebied van toezicht en informatievoorziening. Enerzijds in de vorm van formele rechten, zoals het bedingen van een commissariszetel en/of specifieke aandeelhoudersrechten zoals veto- en/of informatierechten. Anderzijds in de vorm van een bepaalde mate van actieve bemoeienis met het management van de portfolio-onderneming. De mate van bemoeienis met en controle op de portfolio-onderneming worden voorafgaand aan de overname vastgelegd, veelal in een aandeelhouders- of participatieovereenkomst waarbij zowel de participatiemaatschappij als de managers van de portfolio-onderneming zijn betrokken.

De mate van bemoeienis verschilt. Dit kan bijvoorbeeld afhankelijk zijn van de grootte van het aandelenbelang, de groeifase van de onderneming, de expertise van het management van de portfolio-onderneming en van de fondsmanagers, en de te voeren exitstrategie. Schoolmeesters[131] signaleert hier echter wel een risico. Bemoeit de participatiemaatschappij zich te sterk met het beleid en bestuur van de portfolio-onderneming, dan moet de participatiemaatschappij mogelijk worden aangemerkt als feitelijk bestuurder van de portfolio-onderneming en kan ze mogelijk aansprakelijk worden gesteld als bestuurder. Hiervan kan sprake zijn als de formele bestuurder terzijde wordt gesteld door de feitelijk bestuurder.

Vetorechten
In het geval een participatiemaatschappij geen meerderheid heeft in de algemene vergadering van aandeelhouders zal veelal worden bedongen dat de vergadering bepaalde besluiten slechts met een gekwalificeerde meerderheid of bij voltalligheid kan nemen. Op die manier krijgt de participatiemaatschappij een vetorecht voor bepaalde in de participatie- of aandeelhoudersovereenkomst of statuten van de vennootschap omschreven besluiten van het bestuur en/of van de algemene vergadering van aandeelhouders.

Informatierechten
In de aandeelhoudersovereenkomst kan worden bepaald dat het bestuur van de portfolio-onderneming op een bepaalde periodieke basis rapporteert aan de aandeelhouders.

Zetel in de raad van commissarissen
(Het management van het fonds van) de participatiemaatschappij bedingt meestal een of meer zetels in de raad van commissarissen (RvC) van de portfolio-onderneming. Op grond van artikel 2:250, tweede lid van het BW heeft de raad van commissarissen tot taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Hij staat het bestuur met raad ter zijde. Bij de vervulling van hun taak richten de commissarissen zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dit 'belang van de vennootschap' hoeft niet per definitie gelijk te zijn aan het 'belang van de aandeelhouder'. Hier kan belangentegenstelling ontstaan als de RvC het belang van de participatiemaatschappij laat prevaleren boven het vennootschappelijk belang. Op basis van artikel 2:259 juncto artikel 2:9 van het BW zou dit gekwalificeerd kunnen worden als onbehoorlijke taakvervulling en aldus kunnen leiden tot aansprakelijkheid. Deze potentiële belangentegenstelling kan worden voorkomen door geen eigen personeel van de participatiemaatschappij voor te dragen als commissaris, of door slechts als toehoorder bij de vergaderingen van de raad van commissarissen aanwezig te zijn. Een toehoorder heeft echter niet het recht om de vergadering van de RvC bijeen te roepen en heeft ook geen stemrecht in de vergadering.

131 M.A.F.J. Schoolmeesters, Actieve bemoeienis door een participatiemaatschappij: mogelijkheden en risico's, V&O maart 2004, nr. 3.

4.3.4 Desinvestering/exit van de portfolio-onderneming

De exit kan op verschillende manieren plaatsvinden. Globaal kunnen de volgende exitmethoden worden onderscheiden:

- beursgang (IPO),
- onderhandse verkoop van de aandelen van de portfolio-onderneming aan een derde partij (trade-sale),
- onderhandse verkoop van de aandelen op de secondary market, bijvoorbeeld aan een ander PE-fonds,
- herfinanciering van de leningen,
- afschrijving of liquidatie van de portfolio-onderneming.

Iedere exitvorm heeft zijn eigen voor- en nadelen.

Beursgang

Een beursgang wordt ook vaak aangeduid met de term IPO (initial public offering), 'flotation' of 'listing'. De aandelen van de portfolio-onderneming worden voor de eerste maal aan de beurs genoteerd, en worden daardoor dus publiek verhandelbaar. Dit is een van de populairste exitmethoden. Afhankelijk van de marktomstandigheden is dit de methode die het hoogste rendement op de investering zal genereren. Nadeel is dat de beursgang zelf nog geen exit inhoudt. De aandelen moeten eerst allemaal aan het publiek worden verkocht, voordat het fonds de opbrengst kan genereren. Daar gaat vaak nog een bepaalde periode overheen in verband met verkoopbeperkingen na beursgang op grond van de toezichtsregelgeving. Het fonds blijft dus nog een bepaalde periode risico's lopen op (een deel van) de aandelen. Ook is het IPO-proces langdurig en kostbaar vanwege de grote hoeveelheid toezichtsregelgeving.

Trade sale

Trade sale is een andere veelvoorkomende exitmethode. Het fonds verkoopt alle aandelen van de portfolio-onderneming aan een derde partij. Vaak is dat een partij die in dezelfde branche opereert als de portfolio-onderneming. Deze methode wordt gekozen vanwege de directe en complete verkoop. Het fonds is in één keer direct van alle aandelen af. Ook hoeft er slechts onderhandeld te worden met één partij. Ook gaat een trade sale vaak sneller dan een beursgang: een beursgang is met meer regels en beperkingen omgeven. Er is meer controle over het verkoopproces. Nadelen zijn dat het management van de portfolio-onderneming minder genegen is om mee te werken aan een verkoop, omdat in het geval van een trade sale het management vaak plaats moet maken voor nieuwe managers. Ook wordt verkocht aan een branchegenoot, wat het risico op verlies van gevoelige informatie tijdens het onderhandelingsproces met zich meebrengt.

Secondary buy-out

Bij een secondary buy-out wordt de portfolio-onderneming verkocht aan een ander private-equityfonds. Aan beide kanten van de deal zijn participatiemaatschappijen betrokken. Een secondary buy-out kan interessant zijn als de portfolio-onderneming al (te) lang in de portefeuille van het PE-fonds zit. Een verkoop aan een ander PE-fonds kan dan op korte termijn liquide middelen opbrengen. Ook kan het zijn dat de portfolio-onderneming beter past bij het businessplan van een ander PE-fonds, zodat deze geïnteresseerd is in een aankoop. Soms wordt een secondary buy-out geïnitieerd door het management van de portfolio-onderneming als dat meent dat samenwerking met andere fondsmanagers een betere positie voor het bedrijf zal opleveren. Een secondary buy-out biedt net als een trade sale complete en directe verkoop en kan relatief snel gebeuren. Dit verklaart de toenemende populariteit van een secondary buy-out.

Herkapitalisatie van de leningen
Bij de exitmethode 'herkapitalisatie van de leningen' kan kasgeld worden gegenereerd zonder dat de portfolio-onderneming wordt verkocht. Herkapitalisatie wil zeggen het herstructureren van de kapitaalstructuur van de portfolio-onderneming. Meestal wordt dit gedaan door het aangaan of hernieuwen van leningen (leveraged recapitalization) en dit geld te gebruiken voor het verlagen van nominale waarde van de aandelen. Het voordeel is dat het fonds de controle blijft houden over de portfolio-onderneming terwijl er evengoed kasgeld beschikbaar komt. Ook spelen belastingoverwegingen (renteaftrek) een rol. Nadeel is dat de schuldenpositie van de portfolio-onderneming verslechtert, wat kan leiden tot financiële problemen en verminderde vrijheid in de bedrijfsuitoefening.

Afschrijving of liquidatie van de portfolio-onderneming
Hoewel dit niet als exitstrategie zal worden aangemerkt, eindigen sommige portfolio-ondernemingen in financiële moeilijkheden en moet het fonds deze afschrijven of liquideren. In zoverre kan dan ook worden gesproken van een exit. In 2016 was dit het geval bij 38 van de in totaal 104 venture-capitalexits; bij private equity ging het in 2015 om acht bedrijven die failliet gingen.

De exitstrategie is al bij de aankoop van de portfolio-onderneming geformuleerd. Binnen een bepaalde (in de aandeelhoudersovereenkomst omschreven) periode wordt de portfolio-onderneming zodanig voorbereid op een verkoop, dat ze een optimale waarde heeft op het moment dat zich een verkoopmogelijkheid voordoet. Het initiatief voor de exit ligt meestal bij het fonds.

In de aandeelhoudersovereenkomst is veelal een aantal bepalingen opgenomen om de voorbereiding op de exit en het verkoopproces in goede banen te leiden. Deze gaan in het algemeen over de medewerking van het management van de portfolio-onderneming bij het voorbereiden van de verkoopdocumentatie, het inrichten van een dataroom, het selecteren van adviseurs en het meewerken aan interviews met verkopers en adviseurs. Het management heeft in de beginfase van het verkoopproces meestal geen rol in de onderhandelingen met mogelijke kopers. Dat is verder ook afhankelijk van de vraag wie de potentiële koper is: een andere investeringsmaatschappij, een strategische koper, en van de vraag of het management 'doorrolt'. 'Doorrollen' houdt in dat de managers ook onder de nieuwe eigenaar het management van de portfolio-onderneming op zich nemen. Zij worden dan vaak geacht de opbrengst van hun aandelenparticipaties opnieuw te investeren, samen met de nieuwe eigenaar.

De rol van de managers van de portfolio-onderneming bij het verkoopproces is vaak cruciaal, omdat zij informatie verstrekken aan de potentiële kopers. Dit kan van belang zijn bij het al dan niet doorgaan van de koop, het al dan niet afgeven van bepaalde garanties, en voor de managers zelf in het licht van de opbrengst van hun aandelenparticipatie. De managers kunnen hier een tegenstrijdig belang krijgen. Het belang van de vennootschap, de onderneming als zodanig, valt namelijk niet per definitie samen met de hoogste verkoopopbrengst van de aandelen.

5 Hoe zitten private-equity-structuren in elkaar?

In dit hoofdstuk beschrijven we de juridische basisstructuren bij private equity. Na het lezen van het hoofdstuk bent u in staat om de functies van de verschillende onderdelen binnen een private-equity-structuur te benoemen. Ook bent u op de hoogte van veelgebruikte rechtsvormen en hun functie binnen private equity.

5.1 Inleiding

In dit onderdeel beschrijven we de basisstructuren in private equity. In onderdeel 5.2 gaan we in op de 'bovenkant' van de structuur: het private-equityfonds staat centraal. De acquisities die het fonds doet, beslaan de 'onderkant' van de structuur. Per portfolio-onderneming wordt een separate acquisitiestructuur opgezet. In onderdeel 5.3 bespreken we de vormgeving van de acquisitiestructuur. In onderdeel 5.4 en onderdeel 5.5 beschrijven we een aantal bij private equity veelvoorkomende rechtsvormen.

5.2 Juridische structuur op fondsniveau

De structuur van een private-equityfonds kent verschillende 'key entities' die een verschillende rol hebben binnen de structuur. In het algemeen zijn dit:

- het fonds
- de manager/general partner
- de fondsmanagers
- de investeerders
- overnamelichamen
- overige aan het fonds gerelateerde lichamen

Het fonds

Kort gezegd is het fonds 'de pot met geld'. Het fonds zelf voert geen werkzaamheden of activiteiten uit. De investeerders nemen als beperkt aansprakelijke deel in het fonds, de investeringen worden uit het fonds gefinancierd, en de resultaten vloeien terug in het fonds voor de deelnemers in het fonds. Ook de fondsmanagers nemen deel in het fonds, veelal via een carried-intereststructuur en soms ook via een co-investstructuur. Fiscaal gezien is het fonds in de regel transparant.

De manager van het fonds

De manager van het fonds wordt ook wel de 'general partner' genoemd. Hij is gelieerd aan het private-equityhuis en is gemachtigd om namens alle participanten van het fonds op te treden. Hij is degene met een onbeperkte aansprakelijkheid ten opzichte van het fonds. Als het fonds een commanditaire vennootschap (cv) is, is de manager de beherend vennoot. In een structuur met bijvoorbeeld een Amerikaanse LLP of LP is de manager de general partner. Om de onbeperkte aansprakelijkheid te mitigeren, is de general partner meestal een rechtspersoon met beperkte aansprakelijkheid. In een cv-structuur is de general partner/beherend vennoot vaak een bv.

De fondsmanagers
De fondsmanagers zijn vaak op verschillende manieren betrokken bij de fondsstructuur. Ten eerste via de management company. De management company is gelieerd aan de general partner en is aangewezen om de managementactiviteiten voor het fonds (zoals investeringsactiviteiten) uit te voeren. De fondsmanagers zijn veelal in dienst bij de management company. Ten tweede zijn de fondsmanagers betrokken bij het fonds via hun carried-interestrechten. Hiervoor wordt vaak een separate structuur opgericht.

De investeerders
De investeerders (limited partners) hebben in tegenstelling tot de general partner een gelimiteerde aansprakelijkheid. In de regel zijn de investeerders niet verder aansprakelijk dan tot hun eigen kapitaalinbreng.

Andere aan het fonds gerelateerde lichamen
Andere aan het fonds gerelateerde lichamen zijn veelal ingegeven door specifieke wensen om een bepaalde juridische structuur te creëren met het oog op toezichtsregelgeving, belastingwetgeving, of andere specifieke behoeften van (bepaalde) investeerders of fondsmanagers. Dit kunnen bijvoorbeeld lichamen zijn voor de specifieke (belasting)positie van een buitenlandse investeerder, of co-investeringslichamen voor de fondsmanagers, of lichamen voor 'friends and family programs' die ingesteld zijn namens de fondsmanagers. Zie onderdeel 5.2.2 en verder voor een beschrijving van deze aanvullende fondsstructuren.

De specifieke rechtsvorm die voor elk van deze entiteiten wordt gekozen verschilt, en hangt af van een aantal variabelen, zoals aansprakelijkheid, flexibiliteit, jurisdictie van de investeerders en fondsmanagers, regelgeving en de belastingpositie van elk van de belanghebbenden bij het private-equityfonds.

Gilligan en Wright[132] noemen de volgende factoren waar structurering in PE van afhangt:
– maximale belastingbesparing voor investeerders en managers,
– kosten en opbrengsten van het managen van financieel toezicht,
– management en control van potentiële aansprakelijkheden van investeerders en managers,
– behoud van vertrouwelijkheid met betrekking tot partners van en investeerders in het fonds.

Fiscaal gezien zal een fondsstructuur erop gericht zijn om fiscaal neutraal te functioneren: op fondsniveau mag geen belastingdruk blijven 'hangen' (geen 'tax leakage' op fondsniveau). Verder moet de fondsstructuur zo optimaal mogelijk zijn voor de (potentiële) investeerders en voor de (potentiële) investeringen.

Civielrechtelijk zijn de overwegingen voor een bepaalde rechtspersoon gericht op het behouden van de zeggenschap over het fonds bij de 'general partner', het beperken van de aansprakelijkheid per fonds en het limiteren van de aansprakelijkheid van de investeerders.

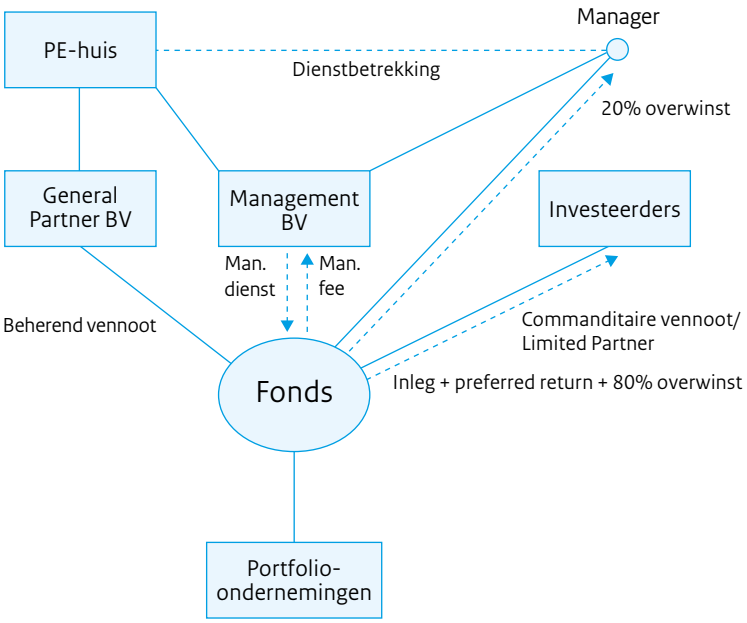
In een structuur met een in Nederland gevestigde participatiemaatschappij wordt voor het fonds zelf veelal een commanditaire vennootschap (zie onderdeel 5.4.2) opgericht, al dan niet in combinatie met een coöperatie (zie onderdeel 5.4.3). In figuur 2 is sprake van een cv. De manager is de general partner/beherend vennoot en de investeerders zijn limited partner/commanditaire vennoten.

132 J. Gilligan en M. Wright, 2014, PE demystified: an explanatory guide, ICAEW.

5.2.1 Basisstructuur private-equityfonds

Het voorgaande leidt tot de volgende basisstructuur als het gaat om de opzet van een private-equityfonds:

Figuur 2: Basisstructuur private-equityfonds



De overige betrokken lichamen (zie hierna) zoals carried-interest-, friends-and-family- en co-investeringslichamen zijn allemaal beperkt aansprakelijk/limited partner in het fonds. Het moge duidelijk zijn dat bovenstaande basisstructuur slechts een gesimplificeerd voorbeeld is. De praktijk kent talloze varianten, en ook de omvang van de structuur is vaak veel groter.

5.2.2 Aanvullende fondsstructuren

Naast deze basisstructuur van een private-equityfonds zijn verschillende aanvullende structuren te onderkennen, ieder met een eigen functie. Hoewel het uit het oogpunt van eenvoud en kosten het meest voor de hand ligt om de juridische structuur zo eenvoudig mogelijk te maken, zijn er vanuit verschillende belanghebbenden redenen om de basisstructuur aan te vullen. Deze redenen kunnen gelegen zijn in een zo gunstig mogelijke fiscale behandeling of verband houden met toezichtsregels in een bepaald land.

Sommige aanvullende structuren spelen een rol ten behoeve van de fondsmanagers, andere worden opgezet voor een of meerdere investeerders. Voor de investeerders worden soms parallelle of alternatieve investeringsstructuren opgezet, bijvoorbeeld voor een co-invest of 'feeder funds'. Voor de fondsmanagers zijn dat de structuren die zien op de carried, structuren die zijn ingericht ten behoeve van de co-invest en structuren voor friends and family programs.

Op elk van deze aanvullende structuren wordt hierna ingegaan:
- parallelle fondsstructuren (5.2.3)
- alternatieve investeringsstructuren (5.2.4)
- feeder funds (5.2.5)
- carried-intereststructuur (5.2.6)
- co-investmentvehikels (5.2.7)
- friends-and-familystructuren (5.2.8)

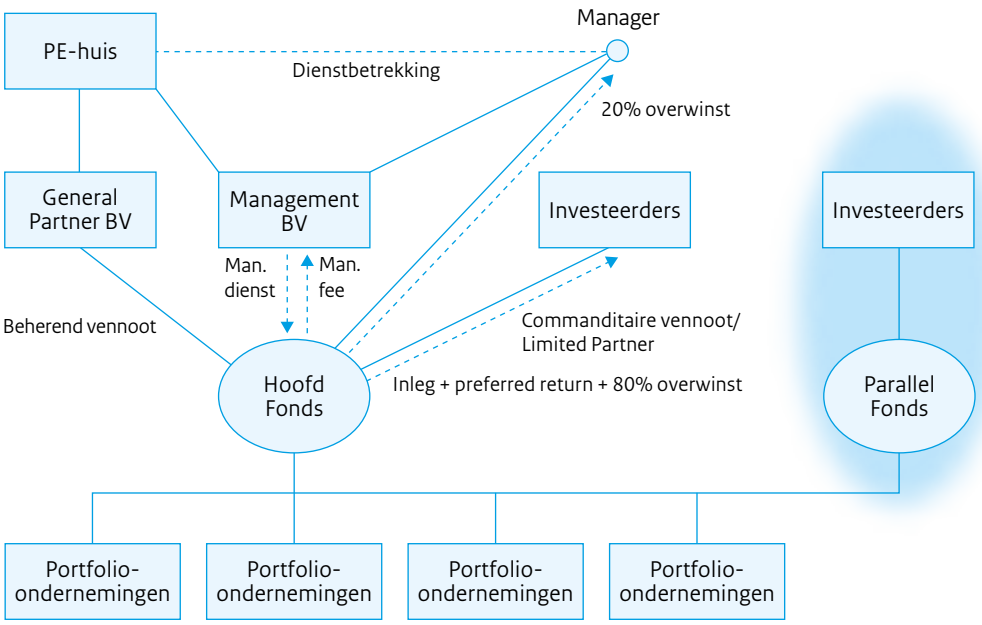
5.2.3 Parallelle fondsstructuren

Parallelle fondsstructuren worden opgezet om parallel aan het hoofdfonds te functioneren. Deze fondsstructuren investeren en desinvesteren in dezelfde portfolio-ondernemingen op hetzelfde moment als het hoofdfonds. Er gelden voor het parallelle fonds mutatis mutandis dezelfde fondsvoorwaarden als voor het hoofdfonds. Parallelle fondsstructuren worden vaak opgezet in andere jurisdicties dan het hoofdfonds, bijvoorbeeld met het oog op de specifieke belastingpositie van bepaalde investeerders of met het oog op specifieke financiële toezichtsregels voor bepaalde investeerders. Zo kan een Amerikaans private-equityfonds voor het hoofdfonds domicilie kiezen in Delaware, maar voor buitenlandse investeerders een parallel fonds opzetten op de Kaaimaneilanden. Op deze manier investeren buitenlandse investeerders via een niet-Amerikaanse entiteit en hoeven zij niet te voldoen aan bepaalde Amerikaanse belasting-verplichtingen ('tax compliance obligations').[133]

Het parallelle fonds investeert op gelijke wijze, onder gelijke condities, parallel aan het hoofdfonds. Het hoofdfonds en het parallelle fonds investeren ieder in een bepaalde vooraf vastgestelde verhouding.

Schematisch gezien ziet een parallelle fondsstructuur er als volgt uit:

Figuur 31: Parallelle fondsstructuur



133 S.W. Naidech, 2011, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company, pag. 3.

5.2.4 Alternatieve investeringsstructuren

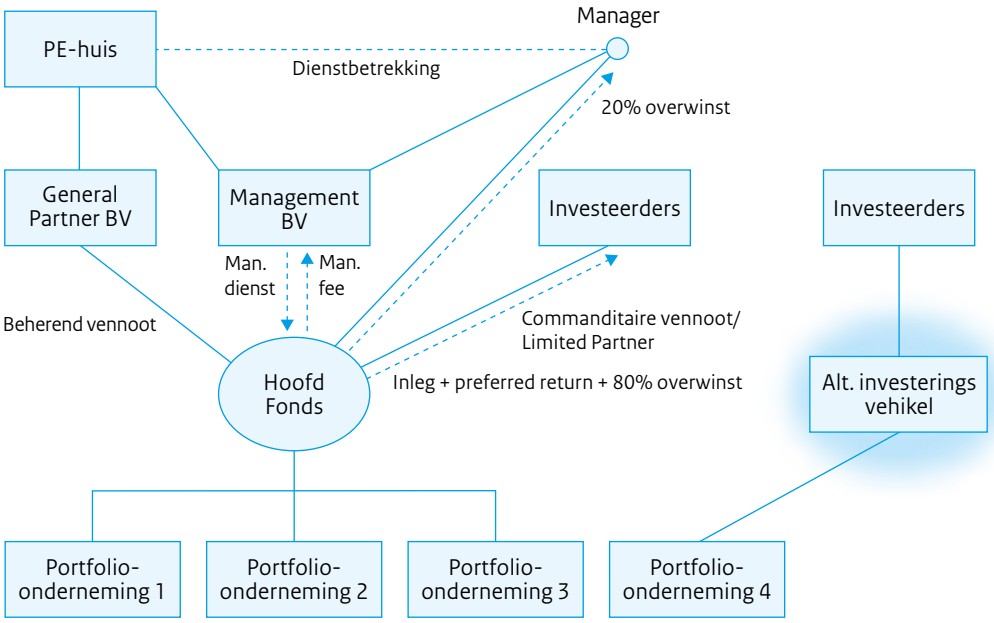
'Alternative investment vehicles' ofwel alternatieve investeringsstructuren worden binnen een fonds opgezet voor een of meer specifieke investeringen in portfolio-ondernemingen. Anders dan bij een parallel fonds, wordt een alternatieve investeringsstructuur opgezet ten behoeve van een of meer specifieke investeringen als deze, gezien bepaalde belastingheffingen of in verband met financiële of toezichtsregels, niet passen binnen het hoofdfonds.

Binnen de fondsvoorwaarden is het veelal mogelijk een dergelijke alternatieve structuur op te zetten die openstaat voor één, meerdere of álle investeerders. Vaak kan dit onder dezelfde voorwaarden als die van het hoofdfonds.

Voorbeeld

Een op de Kaaimaneilanden gevestigd fonds wil investeren in een portfolio-onderneming die gevestigd is een land dat belasting inhoudt op geldstromen van 'offshore financial centers'. In dat geval kan een alternatieve structuur worden opgezet in een andere jurisdictie die de investering niet kwalificeert als 'offshore financial center'.

Figuur 32: Alternatief investeringsvehikel



5.2.5 Feeder funds

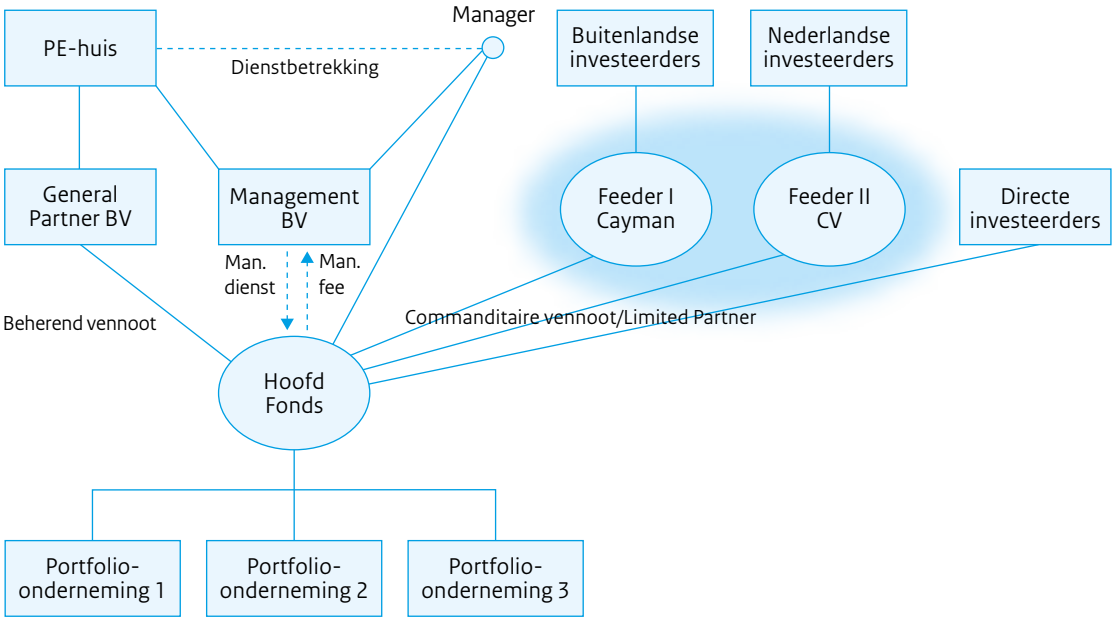
De meeste fondsen maken in hun structuur gebruik van een of meerdere 'feeder funds'. Kort gezegd zijn dit entiteiten die de kapitaalstortingen van bepaalde investeerders opvangen, verzamelen en doorgeleiden naar het hoofdfonds. De managementfee wordt doorgaans berekend op hoofdfondsniveau.

'Feeders' hangen qua structuur dus boven het hoofdfonds ('masterfonds'). Meestal heeft het gebruik van een of meerdere feeders een fiscale achtergrond. Bijvoorbeeld om door middel van de feeder toegang te krijgen tot een verdragennetwerk.

Vaak wordt voor de binnenlandse investeerders een aparte feeder opgericht met daarnaast een voor de buitenlandse investeerders. Deze feeders geleiden het kapitaal gelijkelijk door naar het hoofdfonds. Voor sommige investeerders is het gunstig om direct, zonder tussenkomst van een feeder, te investeren in het fonds. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn voor vermogende particulieren die investeren in een fonds of voor fund-of-funds.

Vanuit de VS bezien kan een feeder fund bepaalde fiscale voordelen bieden voor buitenlandse investeerders.[134] Zij kunnen hun investeringen via een buitenlandse feeder laten lopen. Ook in relatie tot Luxemburg treft men vaak een feederlichaam aan.

Figuur 33: Feederlichamen



134 In dat geval wordt het feederlichaam gebruikt als een 'blocker corporation', waardoor de buitenlandse investeerder vrijgesteld is van us trade or business income tax.

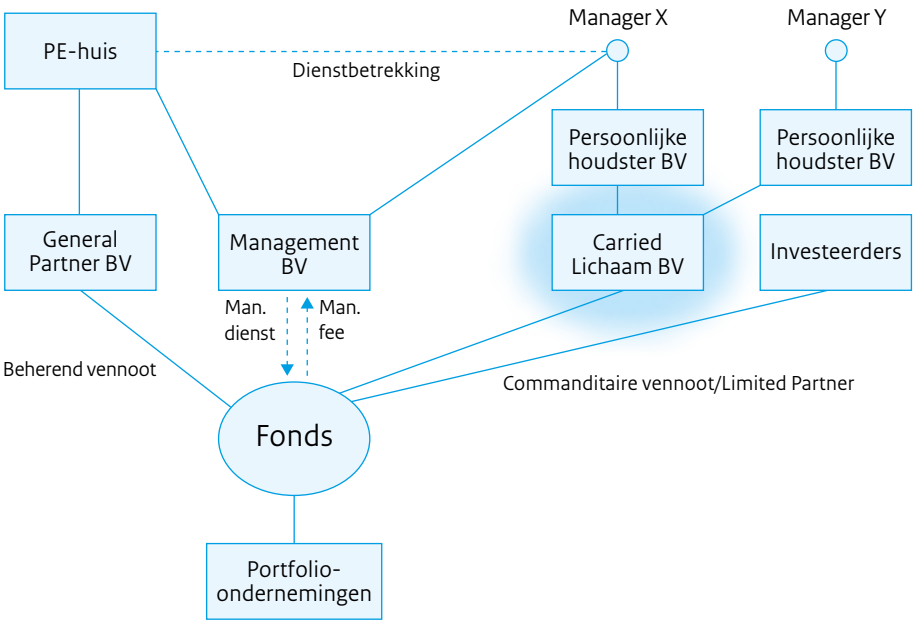
5.2.6 Carried-intereststructuren

De carried-interestrechten in het fonds voor fondsmanagers en andere carried-gerechtigden worden meestal vormgegeven via een aparte carried-intereststructuur. De exacte structurering is afhankelijk van de fiscaliteit en van de woonplaats van de carriedgerechtigden.

Meestal wordt gebruikgemaakt van één gezamenlijk carry-lichaam dat als limited partner/commanditair vennoot deelneemt in het fonds. Dit carry-lichaam ontvangt alle carried-interestuitkeringen en distribueert deze aan de (houdstermaatschappijen van de) fondsmanagers en andere carriedgerechtigden. Dit zal zodanig worden gestructureerd dat de deelnemingsvrijstelling van toepassing is en de distributie vanuit het fonds naar het carriedlichaam van de managers dus zonder Vpb-heffing kan plaatsvinden.

Het carry-lichaam distribueert de carry-uitkeringen vervolgens naar de fondsmanagers in privé. Afhankelijk van de specifieke omstandigheden wordt boven het carry-lichaam nog een persoonlijke houdster geplaatst in verband met de vereisten van de lucratiefbelangwetgeving.[135] De persoonlijke houdster kan in Nederland of in het buitenland zijn gevestigd.

Figuur 34: Carry-lichaam



5.2.7 Co-investeringsstructuren

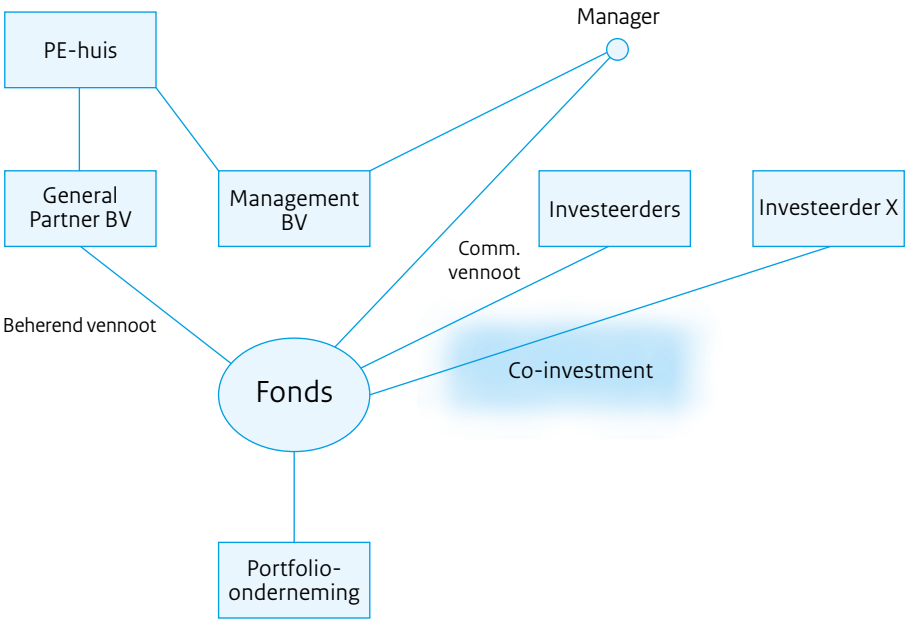
Een 'co-investment' is een minderheidsdeelname die zowel rechtstreeks in de portfolio-onderneming als op het niveau van het fonds kan plaatsvinden. Een 'co-investment' komt het meeste voor bij buy-outs en andere typen investeringen in een volwassen onderneming, en in mindere mate bij venture capital.[136] Het co-investeringsvehikel neemt als limited partner deel in het fonds.

135 Als de carrieuitkeringen naar de fondsmanager voor ten minste 95% 'doorgestoten' worden, is het box 2-aanmerkelijk-belangtarief van toepassing in plaats van het progressieve tarief van box 1. Zie verder hoofdstuk 9 (lucratief belang).

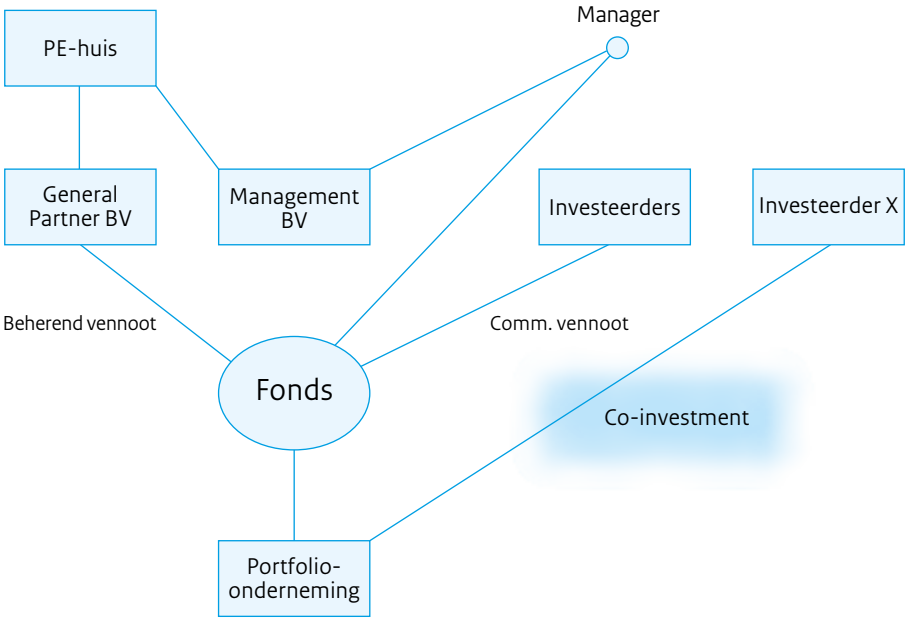
136 http://en.wikipedia.org/wiki/Equity_co-investment.

Zie ook onderdeel 2.5.2. Ter verduidelijking hebben we figuur 15 (co-investering op fondsniveau) en figuur 16 (co-investering op het niveau van de portfolio-onderneming) hierna nogmaals opgenomen.

Figuur 15: Co-investering op het niveau van het fonds



Figuur 16: Co-investering op het niveau van de portfolio-onderneming



5.2.8 Friends-and-familystructuren

Een klein deel van de participaties in het fonds is veelal bestemd voor zogenoemde friends and family programs. Fondsmanagers, maar ook (zaken)relaties kunnen deze participaties aanbieden aan een selectieve groep familieleden, zakenrelaties of vrienden.

De friends-and-familyparticipaties worden eveneens vormgegeven als limited partners in het fonds.[137]

Schematisch ziet de deelname van een friends-and-familyparticipatie er hetzelfde uit als een participatie van een co-investering (te weten een relatief kleine, directe kapitaaldeelname in het fonds). Deze twee figuren komen vaak naast elkaar voor. Soms wordt de friends-and-familyparticipatie gehouden via een houdster. De individuele personen ('friends' en 'family') houden op hun beurt dan een belang in de houdster. In verband met estateplanningsredenen (vermogensoverheveling naar volgende generaties) wordt vaak gebruikgemaakt van certificering van de aandelen door middel van een STAK.

5.3 Acquisitiestructuren

Hiervoor hebben we in hoofdlijnen de fondsstructuur beschreven. In het volgende onderdeel komt de 'onderkant' aan de orde. Het gaat daarbij dus om de gebruikte structuren bij de overname van een portfolio-onderneming.

In de praktijk richt de participatiemaatschappij voor iedere acquisitie een separate acquisitiestructuur op. Deze acquisitiestructuren zijn erop gericht de fiscale en zekerheidsaspecten van een overname zo optimaal mogelijk te structureren. De fiscale aspecten kunnen zeer uiteenlopend zijn. Een opsomming van de meest voorkomende fiscale aspecten bij het opzetten van een acquisitiestructuur staat in onderdeel 4.3.1.5.

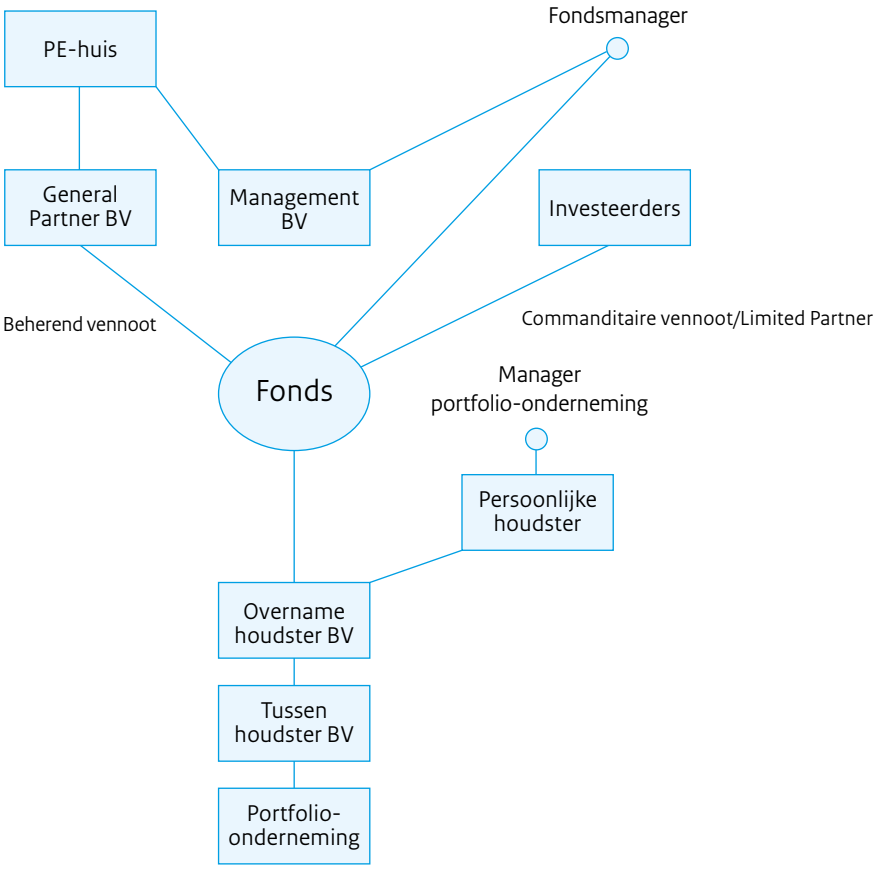
Geheel in de basis komen de structuren erop neer dat er een nieuwe overname-houdster ('NewCo' of 'AcqCo') wordt opgericht door (het fonds van) de participatiemaatschappij om de feitelijke portfolio-onderneming over te nemen.

Per participatie wordt veelal een overnamehoudster opgericht die op haar beurt een aantal rechtspersonen houdt via welke wordt geparticipeerd in de portfolio-onderneming. Naast de participatiemaatschappij neemt ook het management van de participatiemaatschappij en het management van de portfolio-onderneming deel als aandeelhouder in deze overname-rechtspersoon. Veelal gebeurt deze deelname door middel van een bv of andere rechtspersoon. Zie verder onderdeel 7.1.3 waar een standaardstructuur voor de Vpb wordt geschetst.

137 Al dan niet indirect gehouden middels een aanmerkelijkbelanglichaam (als sprake is van een lucratief belang) of direct (als sprake is van een box 3-participatie).

Gestileerd ziet een basis-overnamestructuur er als volgt uit:

Figuur 35: Standaard-overnamestructuur



5.4 Veelgebruikte rechtsvormen – Nederland

5.4.1 Inleiding

In Nederland bestaat geen wet- of regelgeving die verplichtingen oplegt ten aanzien van de te kiezen rechtsvorm van een private-equityfonds. In Nederland is de keuze van rechtsvorm in beginsel dus vrij. Vaak hangt deze af van het (internationale) fiscale regime en de (internationale) regelgeving rondom financieel toezicht.

In dit onderdeel gaan we dieper in op de verschillende rechtsvormen die gebruikt worden in private-equity-structuren en de fiscale attentiepunten en overwegingen bij het gebruik van die specifieke rechtsvorm.

In de praktijk is vaak sprake van een combinatie van verschillende rechtsvormen die samen tot een gewenste structurering leiden.

5.4.2 De commanditaire vennootschap

De commanditaire vennootschap (cv) is een van de gebruikelijke rechtsvormen voor de structurering van een private-equityfonds. Civielrechtelijk is een cv een personenvennootschap, een bijzonder soort maatschap. Er is sprake van een contractuele vorm van samenwerking. Het samenwerkingsverband, waarbij twee of meer personen zich hebben verbonden om iets in gemeenschap te brengen, heeft het oogmerk om het daaruit ontstane voordeel met elkaar te delen (art. 7A:1655 BW). Naast de genoemde regels uit het BW, die gelden voor alle personenvennootschappen, gelden voor de cv ook nog de artikelen 19 tot en met 21 en artikel 30, tweede lid van het WvK.

Bij de cv zijn er een of meer beherende vennoten en een of meer commanditaire vennoten. Deze laatsten hebben slechts een financiële inbreng. De commanditaire vennoot is in beginsel niet aansprakelijk voor verbintenissen van de vennootschap. Hij hoeft ten hoogste het bedrag van zijn inbreng bij te dragen aan een eventueel verlies van de cv. Commanditaire vennoten mogen niet namens de vennootschap optreden. Doen zij dit toch, dan worden ze net als de beherende vennoten aansprakelijk voor alle schulden. De beherend vennoot is bevoegd om te handelen namens de vennootschap. Als er meerdere beherende vennoten zijn, vormen zij onderling (ook) een vennootschap onder firma (art. 19 lid 2 WvK). De beherend vennoot is hoofdelijk aansprakelijk voor de verbintenissen die worden aangegaan en zelfstandig vertegenwoordigingsbevoegd. In de literatuur wordt aangenomen dat een bv op kan treden als beherend vennoot in een cv.

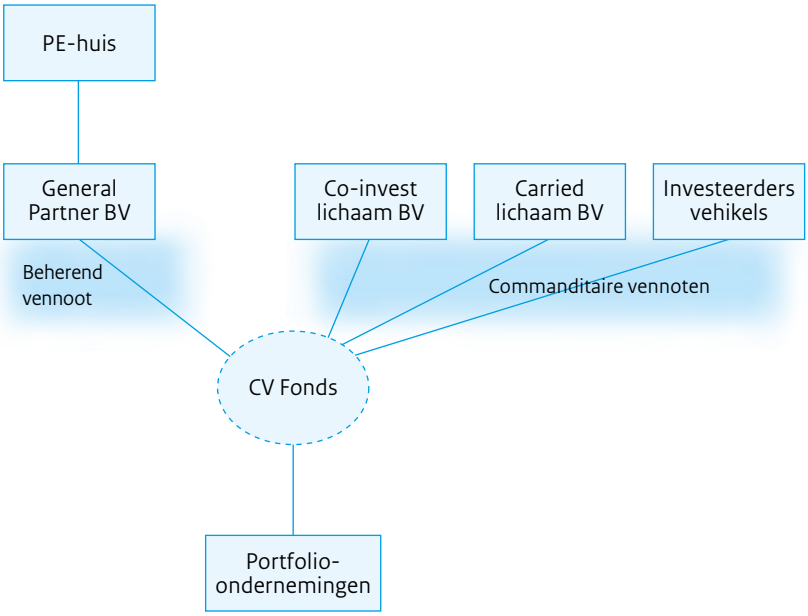
Afhankelijk van de inhoud van de overeenkomst kan een cv open of besloten zijn. Bij een open cv kunnen de vennoten zonder toestemming van de overige vennoten in- en uittreden en/of hun belang overdragen. Bij een besloten cv kunnen vennoten hun belang in de cv niet zomaar overdragen. Meestal is hiervoor toestemming vereist van de overige vennoten. Het fiscale recht kent een definitie voor de open cv in artikel 2, derde lid, sub c, van de AWR: 'open CV: de CV waarbij, buiten het geval van vererving of legaat, toetreding of vervanging van commanditaire vennoten kan plaats hebben zonder toestemming van alle vennoten, beherende zowel als commanditaire'. Uit artikel 2, lid 1, sub a, van de AWR volgt dat deze definitie van toepassing is op alle wetten waarop de AWR van toepassing is.

Bij de fiscale beoordeling van een cv is relevant het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 15 december 2015, BLKB2015/1209M, Stcrt. 2015, 46508. Hierin wordt invulling gegeven aan het toestemmingsvereiste van artikel 2, derde lid, sub c, van de AWR. Ook wordt in dit besluit ingegaan op verschillende buitenlandse personenvennootschappen. Ten slotte geeft het invulling aan het toestemmingsvereiste bij het 'stapelen' van personenvennootschappen.

De open cv is op grond van artikel 2, eerste lid, sub a van de Wet Vpb 1969 subjectief belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting en op grond van artikel 1, eerste lid, van de Wet DB 1965 subjectief belastingplichtig voor de dividendbelasting. Een besloten cv wordt fiscaal als transparant gezien.

In een private-equitystructuur wordt een cv veelal als volgt gebruikt:

Figuur 36: De cv als fondslichaam



De cv is de Nederlandse rechtsvorm die de Amerikaanse limited partnership (LP) het dichtst benadert. Voor een Nederlands private-equityfonds wordt meestal een cv gebruikt. De investeerders nemen deel als commanditaire vennoot; de (manager van de) participatiemaatschappij treedt op als beherend vennoot. Om de onbeperkte aansprakelijkheid van de commanditaire vennoot te limiteren wordt veelal een bv aangesteld als beherend vennoot van de cv.

De cv wordt gebruikt in een meeromvattende structuur. Zo wordt voor de investeerders vaak een feederlichaam toegevoegd. De fondsmanagers leveren via een management-bv managementdiensten aan het fonds. Eventuele co-invest-lichamen en friends-and-familylichamen nemen eveneens deel als commanditaire vennoot. Ook deze 'takken' kennen ieder hun eigen structuur.

In een private-equitystructuur wordt een cv vaak zodanig gestructureerd dat deze fiscaal transparant is. Daarom is de cv zelf niet onderworpen aan de Vpb en de dividendbelasting. Resultaten van de cv worden genoten bij de participanten van de cv. Voor particuliere participanten heeft dit als nadeel dat de opbrengsten mogelijk belastbaar zijn in box 1 (zie onderdeel 6.3). Indien de cv een onderneming drijft, kunnen niet in Nederland gevestigde commandieten een fictieve vaste inrichting verkrijgen in Nederland. Zonder een fictieve vaste inrichting zouden zij (als investeerders) onder het aanmerkelijkbelangregime vallen en belastingplichtig zijn voor de dividendbelasting. Als een fiscaal transparante cv wordt gebruikt in internationale verhoudingen wordt veelal een tussenhoudster opgericht, vaak een coöperatie, om toegang tot het Nederlandse verdragennetwerk te krijgen. Daarom wordt in de praktijk vaak een combinatie van een cv met een coöperatie gebruikt, veelal voorzien van aanvullende feederstructuren en structuren ten behoeve van de managers. Zie over de in internationale verhoudingen gebruikte combinatie cv-coöperatie verder onderdeel 7.4.

5.4.3 De coöperatie

Volgens artikel 2:53, eerste lid, van het BW is de coöperatie een bij notariële akte als coöperatie opgerichte vereniging. Zij moet zich volgens de statuten ten doel stellen 'in bepaalde stoffelijke behoeften van haar leden te voorzien krachtens overeenkomsten, anders dan van verzekering, met hen gesloten in het bedrijf dat zij te dien einde te hunnen behoeve uitoefent of doet uitoefenen'. Het criterium voor het begrip 'coöperatie' is van formele aard. Een coöperatie kan uitsluitend tot stand komen bij notariële akte. Of een bij notariële akte opgerichte organisatie met leden een coöperatie is, wordt bepaald door de aanduiding 'coöperatie' in de akte van oprichting. Deze aanduiding moet in de statuten worden opgenomen.

Heeft een coöperatie bij de ontbinding een tekort, dan berust de aansprakelijkheid in beginsel op de leden van de coöperatie (artt. 2:55, 56 en 61 BW). Deze aansprakelijkheid kan statutair worden beperkt of uitgesloten. Hoe de leden aansprakelijk zijn, moet altijd blijken uit de letters achter aan de naam van de coöperatie (WA: wettelijke, BA: beperkte en UA: uitgesloten aansprakelijkheid). Ook is het mogelijk verschillende klassen van leden te creëren die een verschillende aansprakelijkheid hebben.

Een coöperatie is een rechtspersoon, maar ze vertoont ook enige kenmerken van een personenvennootschap. Zo zijn er geen minimumkapitaalregels, en is de coöperatie flexibel als het gaat om het verdelen van stemrechten over de verschillende leden en het beperken of zelfs uitsluiten van aansprakelijkheid voor (groepen van) leden. Ten opzichte van een nv of bv biedt een coöperatie in het algemeen meer flexibiliteit om de rechten van de participanten vorm te geven.

Het begrip 'coöperatie' sluit (evenals het meer feitelijke begrip 'vereniging op coöperatieve grondslag') aan bij de terminologie van artikel 2, eerste lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969.

Een coöperatie kan om verschillende redenen gebruikt worden in internationale concernstructuren:[138]
- als gemeenschappelijke concernmaatschappij,
- vanwege de dividendbelasting,
- vanwege een afwijkende fiscaalrechtelijke kwalificatie in verschillende landen.

De coöperatie heeft een belangrijk fiscaal voordeel boven de nv of de bv: in beginsel is een coöperatie niet inhoudingsplichtig voor de dividendbelasting. Dividenden kunnen door een coöperatie in beginsel zonder inhouding worden doorgestoten, ook naar buitenlandse investeerders. Daarom wordt de coöperatie in veel PE-structuren gebruikt. Sinds 2012 is er echter een anti-ontgaansmaatregel opgenomen in artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965. Als de coöperatie niet aan de voorwaarden van dit artikel voldoet wordt ze alsnog als inhoudingsplichtige voor de dividendbelasting aangemerkt. Bij brief van 20 september 2016 heeft de staatssecretaris van Financiën zijn visie geschetst op de positie van coöperaties in de dividendbelasting.[139] Beoogd wordt om de positie van de coöperatie en de nv/bv meer gelijk te stellen. Op 16 mei 2017 is de internetconsultatie van het wetsvoorstel 'Wet inhoudingsplicht houdstercoöperatie en inhoudingsvrijstelling' geopend.[140] De beoogde ingangsdatum van wetswijziging is 1 januari 2018.

Zie voor een analyse van het gebruik van coöperaties in binnenlandse en buitenlandse PE-structuren onderdeel 7.4.

138 J.T.L. Nillesen en H.T.P.M. van den Hurk, De coöperatie in investeringsstructuren – fiscale aspecten, Ondernemingsrecht 2012, afl. 10/11.

139 Brief van de Staatssecretaris van Financiën aan de Tweede Kamer van 20 september 2016, nr. 2016-0000095077. De vaste commissie van Financiën heeft hierover een aantal vragen gesteld, die zijn beantwoord in de brief van de Staatssecretaris van Financiën van 16 december 2016, nr. 2016-0000224153. Ook wordt in deze laatste brief de beoogde regeling verder uitgewerkt.

140 https://www.internetconsultatie.nl/houdstercooperatie/details.

5.4.4 Het fonds voor gemene rekening

Een fonds voor gemene rekening (FGR) is een contractueel samenwerkingsverband, gericht op het behalen van voordelen door het voor gemene rekening beleggen of anderszins aanwenden van gelden. Het FGR is als zodanig niet geregeld en zelfs niet genoemd in het Burgerlijk Wetboek. Een civielrechtelijke definitie van een FGR ontbreekt dan ook. Het is een contractueel samenwerkingsverband, dat civielrechtelijk meestal geduid wordt als een maatschap of als een contract 'sui generis'.

Een FGR is een fonds zonder rechtspersoonlijkheid dat participaties uitgeeft, een voor het beheer verantwoordelijke beheerder kent en voor de bewaring van het ingelegde kapitaal een verantwoordelijke bewaarder. De bewaarder is veelal een stichting. Een stichting is een rechtspersoon; de stichting is geregeld in boek 2, titel 6 van het BW.

In tegenstelling tot een CV is een FGR niet gedefinieerd in de AWR. Wel is in artikel 2, eerste lid, letter f, van de AWR bepaald dat in Nederland gevestigde fondsen voor gemene rekening aan de vennootschapsbelasting zijn onderworpen. In het tweede lid van artikel 2 van de Wet Vpb 1969 is een definitie van een FGR opgenomen. Hierin is bepaald dat een FGR een fonds is 'ter verkrijging van voordelen voor de deelgerechtigden door het voor gemene rekening beleggen of anderszins aanwenden van gelden, mits van de deelgerechtigdheid in het fonds blijkt uit verhandelbare bewijzen van deelgerechtigdheid'. Verder is in dit artikel opgenomen dat 'de bewijzen van deelgerechtigdheid als verhandelbaar worden aangemerkt als voor vervreemding geen toestemming van alle deelgerechtigden is vereist, met dien verstande dat ingeval vervreemding uitsluitend kan plaatsvinden aan het FGR of aan bloed- en aanverwanten in de rechte linie, de bewijzen niet als verhandelbaar worden aangemerkt'.

Net als een CV kan een FGR fiscaalrechtelijk als transparant (besloten FGR) dan wel als niet-transparant (open FGR) worden gekwalificeerd. In een besluit van de staatssecretaris van Financiën[141] is het toestemmingsvereiste nader uitgewerkt. Hierin is opgenomen dat sprake is van een besloten FGR indien de vervreemding van participaties kan plaatsvinden mits daarvoor de toestemming van alle participanten is verkregen. De feitelijke omstandigheden en de inhoud van de statuten of voorwaarden van deelneming bepalen of sprake is van het verlenen van toestemming bij het verhandelen van participaties. Daarnaast is volgens genoemd besluit sprake van een besloten FGR 'indien de vervreemding van participaties uitsluitend kan geschieden aan het fonds zelf, aan bloed- en aanverwanten in de rechte lijn van de participant, zonder toestemming van alle participanten'.

In de literatuur wordt hieruit afgeleid dat een combinatie van deze twee vereisten het mogelijk maakt de participaties actief te verhandelen, terwijl het FGR toch besloten blijft.[142] Ook is in het FGR-besluit goedgekeurd dat de participanten niet meer actief toestemming hoeven te verlenen. Als voor toetreding of vervanging aan alle participanten schriftelijk toestemming is gevraagd en die toestemming wordt niet binnen vier weken geweigerd, dan mag ervan worden uitgegaan dat de toestemming is verleend.

In de PE-praktijk kan een FGR fungeren als een 'paraplufonds' dat verschillende subfondsen houdt, ieder met een eigen investeringsstrategie. Hiertoe kan het paraplufonds verschillende klassen participaties uitgeven, die ieder een belang vertegenwoordigen in een apart FGR.

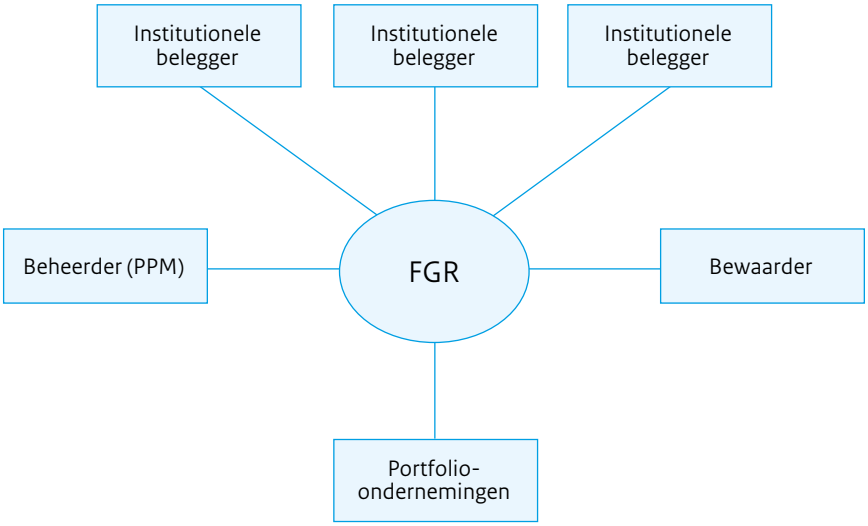
141 Besluit van 11 januari 2007, CPP 2006/1870M, Stcrt. 2007,15, gewijzigd bij Besluit van 15 december 2015, BKLB 2015/1870M.

142 M. Beudeker, De commanditaire vennootschap en het fonds voor gemene rekening: de relevantie van het toestemmingsvereiste, V&O 2007, nr. 7/8.

Vanwege de fiscale transparantie van een FGR wordt in een private-equitystructuur deze vorm verkozen boven een cv als er sprake is van institutionele beleggers, zoals een pensioenfonds. Hierdoor kunnen bijvoorbeeld uit de vs afkomstige dividenden zonder inhouding van Nederlandse dividendbelasting via het FGR aan het Nederlandse pensioenfonds worden uitgekeerd.

Schematisch weergegeven kan een FGR bijvoorbeeld als volgt worden gebruikt in een private-equitystructuur:

Figuur 37: Het FGR als fondslichaam



5.4.5 De bv

Boek 2 van het BW kent twee typen rechtspersonen met beperkte aansprakelijkheid: de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (bv) en de naamloze vennootschap (nv). Beide worden opgericht bij notariële akte. Beide hebben rechtspersoonlijkheid en een in aandelen verdeeld kapitaal. Het grootste verschil is dat een nv aandelen aan toonder heeft en een bv aandelen op naam. De aandelen van een bv zijn daardoor niet vrij overdraagbaar. De bv houdt een register bij waarin is opgenomen welke personen voor welk kapitaal deelnemen in de bv.

Gewoonlijk zal worden gekozen voor het oprichten van een bv, tenzij er een specifieke reden is om voor de nv te kiezen. Redenen om voor een nv te kiezen zijn bijvoorbeeld het ter beurze noteren van de aandelen aan de Euronext, of het in aanmerking willen komen voor het VBI-regime.

De nv en bv zijn beide belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting op grond van artikel 2, eerste lid, letter a, van de Wet Vpb 1969; ze kennen eenzelfde fiscale behandeling. Vanuit buitenlands fiscaal perspectief kunnen er wel verschillen zijn. Zo wordt een nv vanuit Amerikaanse fiscaal perspectief beschouwd als een 'per se corporation', wat inhoudt dat een nv verplicht als 'corporation' wordt behandeld en niet als 'flow through'-lichaam wordt gezien.

Een van de belangrijkste fiscale regelingen waarvan een bv en een nv gebruik kunnen maken, is de deelnemingsvrijstelling van artikel 13 van de Wet Vpb 1969. Een lichaam dat een deelneming heeft in een andere vennootschap is voor het resultaat hieruit vrijgesteld van vennootschapsbelasting. Dit is vanuit fiscaal perspectief dan ook een van de belangrijkste redenen om in een private-equitystructuur te kiezen voor een bv. Zie verder hoofdstuk 7.

Als een natuurlijk persoon aandeelhouder is van een bv of nv valt deze onder de aanmerkelijkbelang-regeling in de Wet IB 2001 als deze 5% of meer van de aandelen houdt in de bv. Naar gelang de gewenste fiscale situatie kan het aanmerkelijk belang relatief gemakkelijk worden opgezocht dan wel vermeden door een belang kleiner dan 5% te houden. Zie verder hoofdstuk 8.

Per 1 oktober 2012 is het BW gewijzigd en is de Flex-bv [143] in werking getreden. Deze regelgeving beoogt het bv-recht te flexibiliseren. Zo is de minimumkapitaaleis vervallen, en behoeft inbreng in natura niet langer een accountantsverklaring. Ook is het mogelijk om stemrechtloze aandelen uit te geven, aandelen uit te geven in buitenlandse valuta, en winstrechtloze aandelen uit te geven. Door deze Flex-wetgeving is het tamelijk eenvoudig om door middel van verschillende soorten aandelen onder de reikwijdte van het aanmerkelijk belang te vallen. Zie verder hoofdstuk 8.

De bv komt op verschillende plaatsen voor in een private-equitystructuur:
- als beherend vennoot in de cv die het fonds vormt,
- als management-bv voor de fondsmanagers die managementdiensten verlenen aan het fonds,
- als persoonlijke houdster-bv voor de fondsmanagers en managers van portfolio-ondernemingen die hun lucratieve belangen indirect willen houden,
- als houdster-bv voor aandelen bestemd voor managementparticipatie,
- in de overnamestructuur als houdster- of overnamelichaam.

Als fondsentiteit zal de keus minder snel op een bv vallen. Met name als buitenlandse investeerders betrokken zijn, heeft een bv bepaalde nadelen ten opzichte van andere rechtsvormen. Voor buitenlandse investeerders geldt dat zij geconfronteerd worden met de inhouding van dividendbelasting, mogelijke Vpb-druk en het ontbreken van fiscale transparantie. Het fiscale regime van de VBI (vrijgestelde beleggings-instelling) is voor private-equityfondsen in de regel niet mogelijk gelet op het closed-endkarakter van een private-equityfonds.[144] Ook het regime van de FBI (fiscale beleggingsinstelling) kent voor private-equity-fondsen serieuze nadelen gelet op de wettelijke uitkerings- en aandeelhoudersvereisten van de FBI.[145]

5.4.6 De nv

De civielrechtelijke kenmerken van de nv zijn omschreven in de vorige paragraaf over de bv.

In een private-equitystructuur wordt een nv als rechtsvorm in het algemeen alleen gekozen als de rechts-vorm van bv niet voldoet. Veel vaker wordt een bv gebruikt. De ondernemer zal een nv oprichten als hij een beursnotering aan de Euronext wenst of gebruik wil maken van het regime van de vrijgestelde beleggings-instelling van artikel 28 juncto artikel 6a van de Wet Vpb 1969.

Het BW kent nog een subtype nv, geregeld in boek 2, titel 4, te weten de beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. Het voordeel boven een 'gewone' nv is dat er minder regels gelden omtrent het kapitaal van de vennootschap. Het is gemakkelijker om nieuwe aandelen uit te geven, aandelen in te kopen of te liquideren. Investeringsfondsen kunnen deze beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal gebruiken als paraplufonds dat verschillende subfondsen houdt, ieder met een eigen investeringsstrategie. Dit kan door verschillende aandelenklassen uit te geven die ieder een aandelenportfolio representeren. De manager van de beleggings-nv met veranderlijk kapitaal moet in het bezit zijn van een vergunning van de AFM. Bij bijvoorbeeld hedgefondsen met een beleggingskarakter kan deze rechtsvorm dienstig zijn.

143 Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht) Stb. 2012, 299.

144 De laatste volzin van art. 6a, lid 1 Wet Vpb 1969 vereist voor de vrijgestelde beleggingsinstelling dat de aandelen of bewijzen van deelgerechtigdheid (rechten van deelneming) op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa van de instelling direct of indirect kunnen worden ingekocht of terugbetaald.

145 Art. 28 Wet Vpb 1969.

5.4.7 De stichting administratiekantoor (STAK)

Een stichting is een rechtspersoon met een bepaald doel die geen leden kent. De stichting is geregeld in titel 6 van boek 2 van het BW. Het doel van de stichting moet in de statuten zijn bepaald. Het doel kan van alles inhouden, maar de stichting mag niet ten doel hebben oprichters of leden van haar organen uitkeringen te doen. De stichting mag slechts uitkeringen doen met een ideële of sociale strekking (art. 2:285 lid 3 BW). Een stichting heeft altijd een stichtingsbestuur dat functioneert om het statutaire stichtingsdoel na te streven.

Een stichting administratiekantoor in aandelen (vaak kortweg STAK genoemd) is een stichting met een speciaal doel, namelijk het beheren en certificeren van aandelen. Bij het certificeren van aandelen draagt de aandeelhouder zijn aandelen over aan de STAK. Vervolgens draagt de STAK certificaten van de aandelen over aan de ex-aandeelhouder. Certificering van aandelen zorgt ervoor dat het zeggenschapsrecht en winstrecht van een aandeel worden gesplitst.

De STAK is na certificering aandeelhouder geworden van de onderliggende bv('s) en is daardoor stemgerechtigd in de algemene vergadering van aandeelhouders. Het stemrecht op de aandelen wordt uitgeoefend door het bestuur van de STAK.

De certificaathouders (ex-aandeelhouders) hebben, hoewel zij geen stemrecht meer hebben, wel het winstrecht van de aandelen. De certificaathouders ontvangen het dividend, niet de STAK zelf of het bestuur van de STAK. Dit geldt ook voor eventuele opbrengsten bij verkoop of staking van de onderliggende onderneming.

Voordelen van een STAK zijn:
- certificaten kunnen onderhands worden uitgegeven, dus zonder tussenkomst van een notaris,
- certificaathouders worden niet vermeld in het handelsregister van de Kamer van Koophandel (anonimiteit),
- de benoeming van opvolgende bestuursleden is statutair geregeld,
- de continuïteit van de onderneming kan worden gewaarborgd.

Er zijn verschillende situaties denkbaar waarin een STAK wordt gebruikt. In alle gevallen geldt dat het onwenselijk is dat diegenen die het dividend ontvangen ook zeggenschapsrecht hebben over de onderneming.

In PE-structuren is dit bijvoorbeeld het geval bij aandelenparticipatie door werknemers, of bij estateplanning waarbij vermogensbestanddelen worden geplaatst bij kinderen of andere familieleden. De waardeverandering van de aandelen moet wel de werknemers of de kinderen aangaan, maar zij mogen geen stemrecht krijgen. De zeggenschapsrechten moeten bij de werkgever of bij de participatiemaatschappij blijven. In deze gevallen kan een STAK uitkomst bieden.

In de gevallen waarin wordt beoogd het stemrecht voor te behouden, kan ook worden gedacht aan het uitgeven van stemrechtloze aandelen in plaats van het uitgeven van certificaten van aandelen. In de praktijk hebben beide vormen hun voor- en nadelen. Voor de inkomensheffing (IH) kan het verschil gelegen zijn in de vraag of er sprake is van een 'soort' in de zin van het aanmerkelijk belang. Zie verder onderdeel 8.4.6.

5.5 Veelgebruikte rechtsvormen – internationaal

Vrijwel alle private-equitystructuren bevatten een of meerdere buitenlandse rechtsvormen. Zowel Nederlandse als buitenlandse PE-maatschappijen maken gebruik van internationale structuren. Dat kan fiscale redenen hebben maar ook vanwege een bepaald toezichtsregime of een bepaalde rechtsvorm die geschikt is in de beoogde structuur. Een bepaalde rechtsvorm in een bepaalde jurisdictie zal worden gekozen afhankelijk van belastingverdragen, het land waar de investeerders gevestigd zijn, waar de participatiemaatschappij gevestigd is, waar de (fonds)managers woonachtig zijn en waar de portfolio-ondernemingen gevestigd zijn. Zo zijn de volgende rechtsvormen regelmatig waar te nemen in een private-equitystructuur: een limited partnership op de Kaaimaneilanden, een Guernsey limited partnerschip, een Luxemburgse FCP of een Dubai Investment Company. Steeds zal van geval tot geval moeten worden beoordeeld hoe het lichaam is vormgegeven, wat de functie ervan is en wat de (Nederlandse) fiscale gevolgen zijn. Soms fungeert het buitenlandse lichaam als houdster voor de lucratiefbelangaandelen van een of meerdere (fonds)managers. Soms fungeert het buitenlandse lichaam als fonds in combinatie met een onderliggende Nederlandse coöperatie.

Hierna gaan we in op de Verenigde Staten en Luxemburg. De Verenigde Staten omdat veel private-equity-maatschappijen hun oorsprong vinden in de vs. Luxemburg omdat veel private-equitymaatschappijen voor hun structurering gebruikmaken van specifiek voor private equity geschikte Luxemburgse rechtsvormen.

5.5.1 Veelgebruikte rechtsvormen – Amerika

In de vs worden private-equityfondsen veelal vormgegeven door middel van een limited partnership (LP) of een limited liability company (LLC).[146] Beide rechtsvormen worden in de vs gezien als 'pass-through' (fiscaal transparant) en ze zijn daarom niet zelfstandig belastingplichtig voor de Amerikaanse Vpb. De voordelen, resultaten, verliezen, aftrekposten en credits worden 'doorgezet' naar de partners en slechts op dat niveau in de belastingheffing betrokken. Andere redenen waarom voor de LP of de LLP wordt gekozen, is dat beide rechtsvormen tamelijk flexibel zijn en de limited partners in de LP en de LLP (de investeerders) slechts beperkt aansprakelijk zijn. Als vestigingsplaats wordt in de regel gekozen voor de staat Delaware.[147]

Voor Amerikaanse private-equityfondsen die opgezet zijn om vooral buiten de vs te investeren, worden rechtspersonen gebruikt uit landen als de Kaaimaneilanden, de Kanaaleilanden en Luxemburg. Ook Canada behoort tot de jurisdicties die gebruikt worden bij het opzetten van private-equitystructuren buiten de vs.

Een typische Amerikaanse fondsstructuur bestaat uit investeerders (de limited partners) en de fonds-manager of een aan de fondsmanager gerelateerd lichaam (de general partner). Er wordt kapitaal verschaft in ruil voor participaties in het fonds. Vaak worden twee lichamen opgericht waarbij één lichaam fungeert als de manager van het fonds en één lichaam als de general partner die de carriedrechten ontvangt. Het oprichten van twee lichamen mitigeert het risico dat een deel van de carried-interestrechten fiscaal wordt aangemerkt als (hoger belaste) management-fee.

146 S.W. Naidech, 2011, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company, pag. 2.
147 S.W. Naidech, 2011, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company, pag. 3.

5.5.2 Veelgebruikte rechtsvormen – Luxemburg

In veel internationale private-equitystructuren komen Luxemburgse rechtspersonen voor. Luxemburg is van oudsher een aantrekkelijk land voor de structurering van PE-fondsen. In 2004 en 2007 heeft het land zijn positie op dit gebied verder versterkt door in zijn (toezichts)regelgeving twee fondsvehikels op te nemen die specifiek geschikt zijn voor PE: de SICAR en de SIF.

De SICAR (Société d'investissement en capital au risque/investment company in risk capital) is een investeringsvehikel dat aansluit bij het businessmodel in PE gericht op aankoop en verkoop op termijn van portfolio-ondernemingen. Er zijn geen eisen op het gebied van risicospreiding. De SIF (fonds d'investissement specialisé/specialized investment fund) is een investeringsfonds met een flexibel toezichtsregime waarbij wel een bepaalde diversificatie wordt geëist.

Beide vehikels zijn gericht op het belastingneutraal laten doorstromen van kapitaal en bieden veel flexibiliteit. Bovendien is Luxemburg een stabiel land waarin de regelgeving niet snel verandert. Beide rechtsvormen zijn in lijn met de toezichtsregels van de AIFM-richtlijn en bieden zodoende commercieel veel toegevoegde waarde in een private-equitystructuur.

Binnen SICAR en SIF zijn verschillende rechtsvormen mogelijk. Veelal wordt gebruikgemaakt van een Luxemburgse SarL. Zowel binnen de overnamestructuur als ook in de fondsstructuur ziet men veelvuldig gebruik van Luxemburgse rechtsvormen.

Terug naar inhoud

II

Private equity en fiscaliteit

Terug naar inhoud

6 Private equity en fiscaliteit, een overzicht

Doel van dit hoofdstuk is een koppeling aan te brengen tussen het algemene deel van het rapport en de fiscale aspecten van private equity. Na het lezen van het hoofdstuk bent u in staat om binnen een private-equitystructuur op hoofdlijnen de fiscale aspecten te onderkennen. Ook kent u de lijnen waarlangs kan worden beoordeeld of een private-equityfonds een onderneming drijft.

6.1 Inleiding

Dit rapport bevat in deel I een feitelijke beschrijving van private equity, waarmee zicht wordt verkregen op het fenomeen private equity. In deel II behandelen we de fiscale aspecten. Hoofdstuk 6 is een koppeling tussen beide delen.

Onderdeel 6.2 geeft een overzicht van de fiscale issues die in een PE-dossier kunnen spelen. Deze fiscale problematiek werken we in de hoofdstukken 7 t/m 12 verder uit. In dit hoofdstuk gaat het dus om het verkrijgen van een totaalplaatje en stippen we de problematiek slechts kort aan.

In onderdeel 6.3 behandelen we een belangrijk fiscaal aspect: PE en ondernemen. Dit vraagstuk behandelen we afzonderlijk vanwege het (fiscale) belang ervan en omdat het niet specifiek aan een van de volgende hoofdstukken kan worden toegerekend. Het vraagstuk speelt bijvoorbeeld binnen de vennootschapsbelasting, de dividendbelasting, de inkomstenbelasting en de schenk- en erfbelasting. Omdat in deze fiscale wetten veelal wordt verwezen naar het begrip 'onderneming' in de zin van de Wet IB 2001 vindt de centrale behandeling in dit hoofdstuk plaats. Daarnaast zijn er ondernemingsgerelateerde vraagstukken die wel hun eigen behandeling krijgen in de volgende hoofdstukken, bijvoorbeeld omdat voor de betreffende wet een eigen begrip 'onderneming' geldt (zoals voor de omzetbelasting, zie hoofdstuk 11). Ook kan het zijn dat het onderwerp wel in zekere mate gerelateerd is, maar het criterium een andere inhoud heeft.[148]

In onderdeel 6.4 volgt een korte samenvatting van dit hoofdstuk.

6.2 Integraal voorbeeld: fiscale aspecten van private equity

In hoofdstuk 5 hebben we verschillende onderdelen en hun functies van een private-equitystructuur beschreven. Ook de keuze en functies van verschillende rechtsvormen hebben we besproken. In dit onderdeel geven we eerst een gesimplificeerd voorbeeld van een integrale PE-fondsstructuur. Daarna zoomen we in op de verschillende delen van dit integrale voorbeeld, en leggen we een koppeling naar de hierna volgende fiscale hoofdstukken.

De variaties op de geschetste standaardstructuur zijn vrijwel oneindig. De in de praktijk voorkomende structuren zijn veel uitgebreider dan de geschetste standaardstructuur. Zo zal de structuur verschillen als er geen sprake is van een PE-huis maar van een participatiemaatschappij van een vermogende. Ook is in het voorbeeld slechts sprake van één target terwijl PE-fondsen in de praktijk vrijwel zonder uitzondering meerdere targets in portefeuille hebben. Bovendien zijn er bijna altijd meerdere fondsmanagers in plaats van slechts één manager (manager X genoemd in het voorbeeld), en participeren er in veel gevallen meerdere managers van de target in de overnamehoudster in plaats van één manager (manager Y genoemd in het voorbeeld). Ook hebben we de in hoofdstuk 5 genoemde parallelle fondsstructuren, alternatieve fondsstructuren, fund-of-fundstructuren weggelaten in het voorbeeld. Enerzijds vanwege de overzichtelijkheid en anderzijds omdat zij niet in alle PE-structuren voorkomen. Ook in internationaal verband zijn er veel variaties als het gaat om buitenlandse rechtsvormen, samenwerkingsverbanden en feederlichamen.

148 Zoals het begrip 'aanmerkelijk verschillen van beleggen' van art. 4.14, lid 4, Wet IB 2001, het begrip (kwalificerende) beleggingsdeelneming van art 13, lid 9, Wet Vpb 1969 en de houdsterproblematiek van art. 20, lid 4, Wet Vpb 1969.

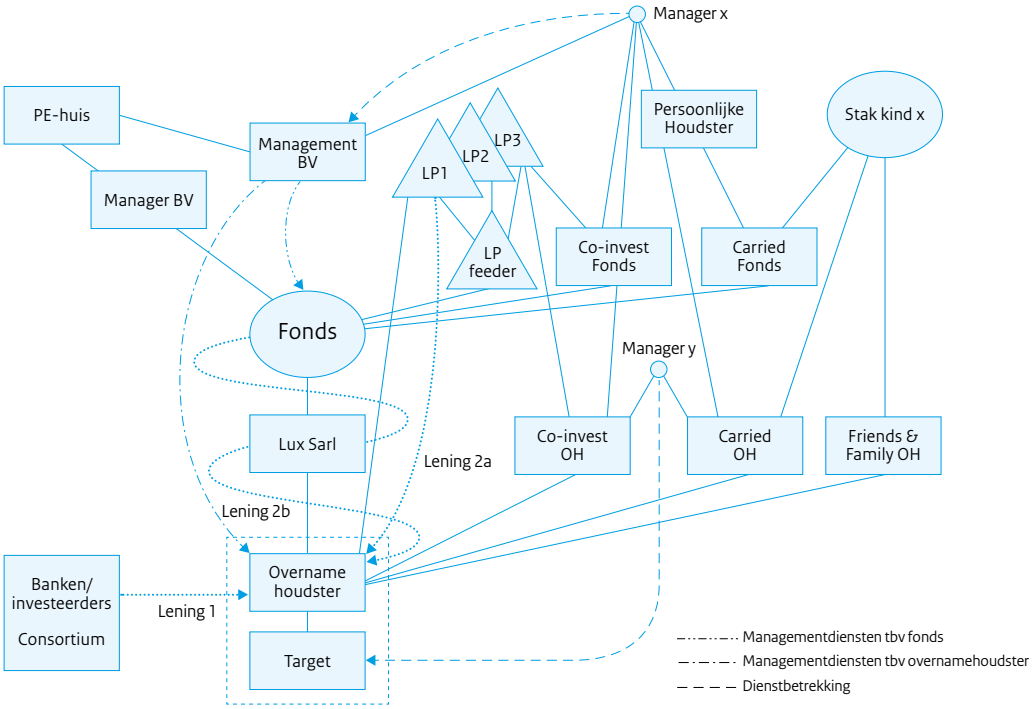
Binnen de hele private-equitystructuur spelen op verschillende momenten waarderingsdiscussies. Bijvoorbeeld in het kader van de aan- en verkoop van een portfolio-onderneming, bij reorganisaties en bij managementparticipaties. Zie voor PE-gerelateerde waarderingsaspecten hoofdstuk 12 van dit rapport.

Hierna geven we eerst een integrale structuur weer. Daarna zoomen we puntsgewijs in op de diverse onderdelen van het schema, waarbij we verwijzen naar de specifieke fiscale onderwerpen die worden behandeld in de hoofdstukken 7 t/m 12.

6.2.1 Een integrale private-equitystructuur

In figuur 38 is sprake van een in Nederland gevestigd PE-huis dat middels een fonds (cv) participeert in een Nederlandse target. Er zijn verschillende investeerders, LP 1 t/m 3, die kapitaal ter beschikking stellen aan het fonds via een feederlichaam (LP Feeder). Manager bv is de beherend vennoot van de cv. Verder is sprake van een management-bv die managementdiensten verricht voor zowel het fonds als de overnamehoudster (OH). De target is aangekocht via de overnamehoudster en aan deze overnamehoudster zijn verschillende leningen verstrekt, zowel door aan het PE-fonds gelieerde partijen als door een bank. Verder is in het voorbeeld fondsmanager X opgenomen. Manager X is in dienst van het PE-huis en daarnaast in dienst bij de management-bv. Fondsmanager X heeft via zijn persoonlijke houdster carriedrechten in het fonds en in de target en neemt ook deel in verschillende co-investeringen. Het kind van manager X participeert via 'STAK kind X' ook in de carry van het fonds en de target en de STAK neemt ook deel in Friends & Family OH (overnamehoudster). Ook manager Y, die in dienst is bij de target, neemt deel in Co-invest OH en in Carried OH.

Figuur 38: Voorbeeld integrale private-equitystructuur



6.2.2 Drie centrale spelers in een PE-fonds

De drie spelers die in iedere PE-fondsstructuur een centrale rol spelen, zijn in figuur 39 geaccentueerd: de participatiemaatschappij (in dit voorbeeld een PE-huis), de investeerders (hier: LP1, LP2 en LP3) en de target.

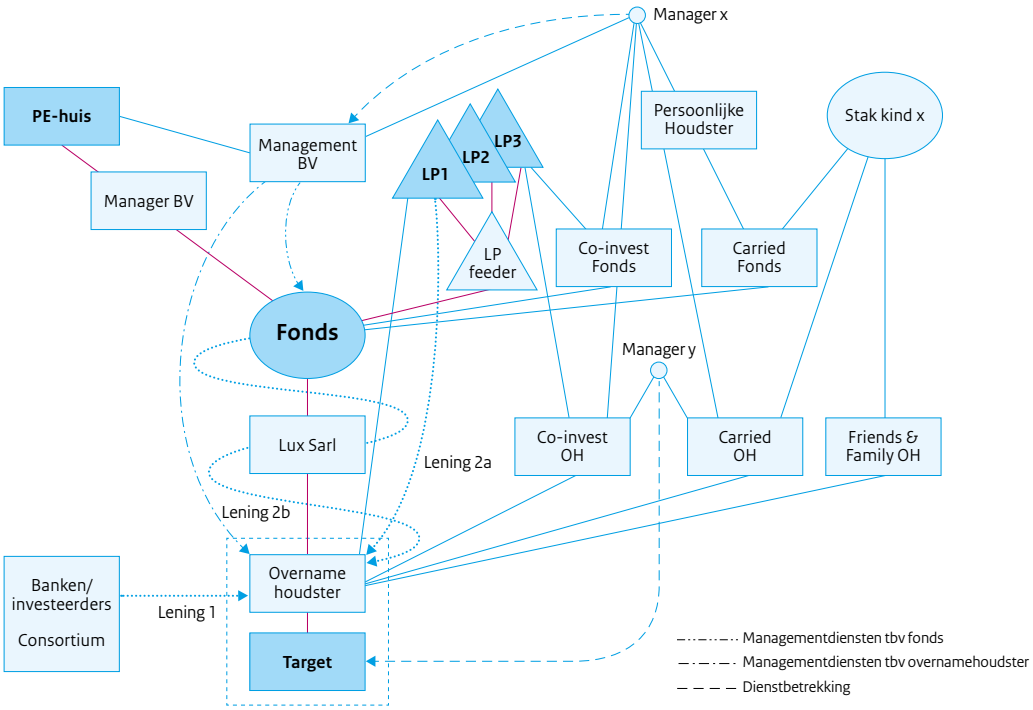
De eerste speler is het PE-huis. Dit is veelal een min of meer zelfstandige organisatie gericht op het opzetten van PE-fondsen die worden gevoed met kapitaal van investeerders. De opbrengst van een PE-huis en de daaraan verbonden fondsmanagers bestaat uit de managementfee en een deel van de overwinst in het fonds.

De investeerders zijn de tweede speler in de structuur. De investeerder is op zoek naar rendement op zijn kapitaal. Hij brengt (een deel van) zijn kapitaal onder in het fonds tegen een afgesproken vast rendement en een deel van de overwinst in het fonds. De investeerders laten het management van het fonds tegen een vergoeding uitvoeren door managers verbonden aan het PE-huis.

De derde speler is de target. De target wordt overgenomen door het PE-fonds, met het oogmerk om deze op termijn (met winst) weer te verkopen.

Deze drie-eenheid (of ingeval van captives twee-eenheid) vormt de kern van een PE-structuur. Alle overige onderdelen van de structuur staan in wezen in dienst van deze centrale activiteit, namelijk het aan- en verkopen van targets om er opbrengsten mee te behalen. Deze drie- of twee-eenheid is van belang voor de duiding van de activiteiten binnen PE, met name de fiscale duiding van de activiteiten (PE en ondernemen). Zie voor meer informatie over dit onderwerp onderdeel 6.3.

Figuur 39: De drie hoofdrolspelers in een PE-fonds: PE-huis, investeerders en targets



6.2.3 Vennootschapsbelasting en dividendbelasting

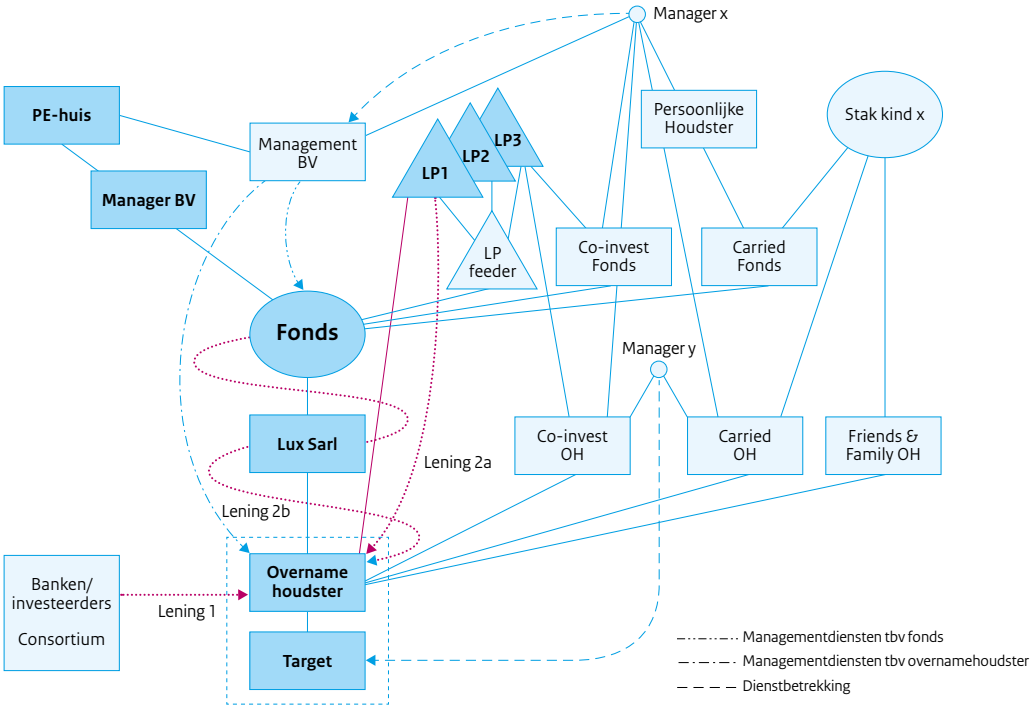
Binnen de gehele private-equitystructuur zijn Vpb- en dividendbelastingaspecten te vinden. Vrijwel de hele structuur bestaat uit rechtspersonen, in het voorbeeld onder andere bv's, een STAK en limited partnerships. Daarnaast is sprake van een fonds (in het voorbeeld een cv) of andere (al dan niet buitenlandse) samenwerkingsverbanden. Alle rechtspersonen en samenwerkingsverbanden kunnen zowel in Nederland als in het buitenland zijn gevestigd en voor alle rechtspersonen moet de belastingplicht voor de vennootschapsbelasting worden beoordeeld. De samenwerkingsverbanden en buitenlandse rechtsvormen moeten worden gekwalificeerd.

Kernpunt voor de vennootschapsbelasting en dividendbelasting is de heffingsgrondslag voor de betrokken lichamen. Van essentieel belang daarbij is de aftrekbaarheid en belastbaarheid van rente ter zake van overnameschulden/ vorderingen, de fiscale behandeling van opbrengsten van kapitaal en uitdeling daarvan (deelnemingsvrijstelling), inclusief het al dan niet van toepassing zijn van bronheffing op deze uitkeringen van winst (dividendbelasting).

In het voorbeeld hebben de investeerders en de fondsmanagers kapitaal gefourneerd. Verder hebben de investeerders leningen verstrekt en is er geleend van een bank. De fiscale behandeling van deze eigen- en vreemdvermogens-verstrekkingen is complex en de belangen zijn groot. De discussie over deze onderwerpen bevindt zich voornamelijk op het niveau van de in figuur 40 geaccentueerde lichamen in de structuur.

De opgezette fondsstructuur is erop gericht om de opbrengsten uit de verkoop van de targets zonder Vpb-druk door het PE-fonds te leiden. Een algemene beschrijving van PE-gerelateerde vennootschapsbelasting-problematiek staat in onderdeel 7.1.

Figuur 40: Arm's length financieren en renteaftrekbeperkingen



De target die wordt aangekocht wordt gehouden door middel van een (meestal tamelijk omvangrijke) houdsterstructuur waarop ook weer veel variaties mogelijk zijn (zie verder onderdeel 7.1). Omwille van de eenvoud is in het voorbeeld sprake van één overnamehoudster die de aandelen in de target houdt. Meestal is ook nog sprake van een of meerdere tussenhoudsters. Aan de overnamehoudster worden verschillende leningen verstrekt, in het voorbeeld een lening van de bank en twee leningen van aan het PE-fonds gelieerde partijen.

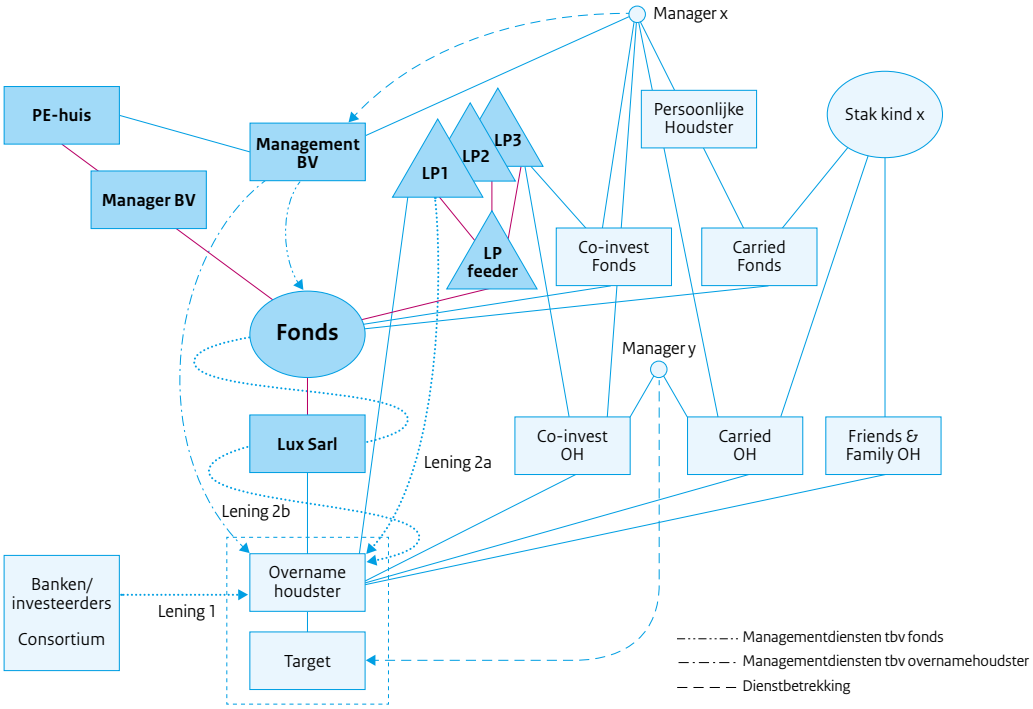
In onderdeel 7.2 komt de werking van het arm's-lengthprincipe aan bod. In onderdeel 7.3 beschrijven we de verschillende renteaftrekbeperkingen in de vennootschapsbelasting, voor zover deze zien op PE. In figuur 40 is geaccentueerd aangegeven waar zich in het voorbeeld het zwaartepunt bevindt van de vennootschapsbelastingproblematiek van het arm's length handelen en de renteaftrekbeperkingen.

In onderdeel 7.5 gaan we in op de Vpb-aspecten van aan werknemers verstrekte aandelenparticipaties en andere werknemersparticipaties.

6.2. 3.1 *Internationale vennootschapsbelasting- en dividendbelastingaspecten*

In onderdeel 7.4 worden de internationale vennootschapsbelasting- en dividendbelastingaspecten beschreven. In het voorbeeld is sprake van een Nederlands PE-huis. Ook een in Nederland gevestigd PE-huis maakt voor zijn structuur gebruik van buitenlandse rechtspersonen en samenwerkingsverbanden. Deze bevinden zich op fondsniveau en op het niveau van de investeerders. De investeerders kunnen zowel uit Nederland als uit het buitenland afkomstig zijn. De structurering tussen Nederlandse PE-fondsen (zie onderdeel 7.4.4.3) en buitenlandse PE-fondsen (onderdeel 7.4.4.2) verschilt. Daarnaast is het ook mogelijk dat de targets in buitenland zijn gevestigd. Als dat het geval is, zullen zich ook op dat niveau internationale vennootschapsbelasting- en dividendbelastingaspecten afspelen.

Figuur 41: Internationale vennootschapsbelasting en dividendbelastingaspecten



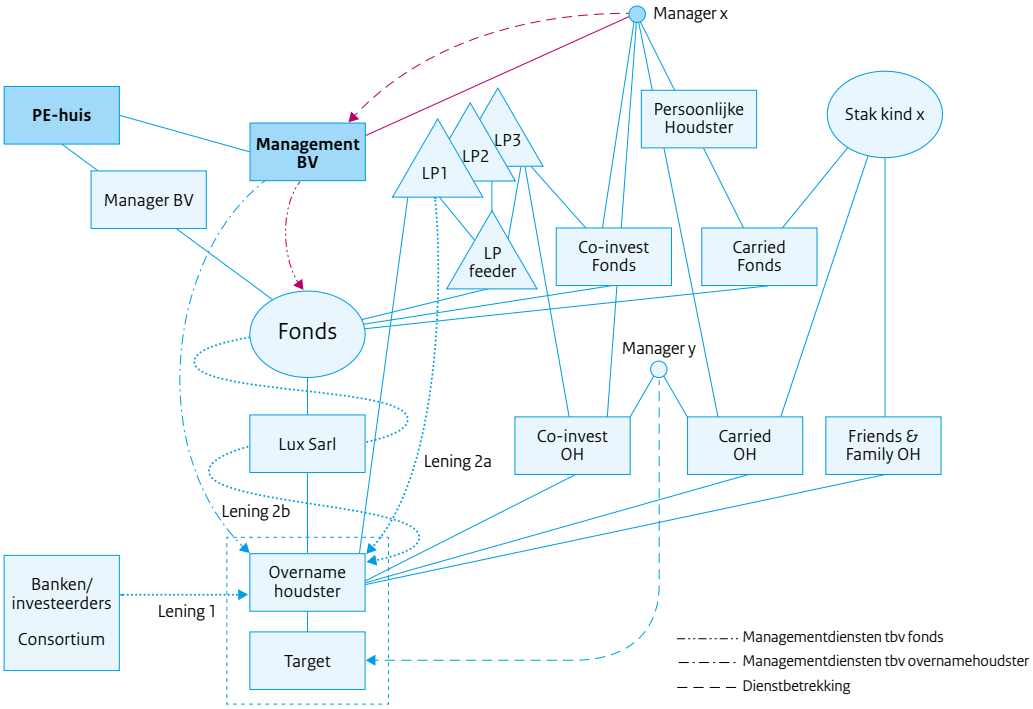
De structuur wordt zodanig ingericht dat de (buitenlandse) investeerders een zo laag mogelijke belastingdruk ervaren. Dat betekent dat binnen de wettelijke grenzen de aftrekposten in Nederland vallen en sprake is van een lage belastingdruk, terwijl de winstuitkeringen zonder heffing van vennootschapsbelasting en zonder inhouding van dividendbelasting uitgekeerd worden naar het land van de investeerders. Voorts wordt gestreefd naar optimalisatie door kwalificatie van de betrokken entiteiten, van leningen en kapitaal in het licht van Nederlands en buitenlands belastingrecht en de van toepassing zijnde verdragen. Zie figuur 41 waarin de internationale Vpb- en dividendbelastingaspecten zijn geaccentueerd.

6.2.4 Loon- en inkomstenbelasting algemeen

Fondsmanager X heeft een belangrijke rol in het PE-fonds. Hij verricht management-diensten voor het fonds, in dit voorbeeld via een management-bv, waar hij ook in dienst is. Fondsmanager X is ook in dienst bij het PE-huis. Figuur 42 geeft de betrokkenheid van fondsmanager X door middel van de management-bv en dienstbetrekking weer. Deze betrokkenheid via de dienstbetrekking(en) én via de management-bv levert fiscale discussie op voor de loonheffingen en de inkomstenbelasting. Zie hiervoor hoofdstuk 8.

De manager verricht binnen een private-equitystructuur de taken waar het bij PE in wezen om gaat. Hij betrekt binnen de structuur diverse posities: die van werknemer, aandeelhouder, investeerder. De reden van zijn betrokkenheid is gelegen in zijn arbeid als manager. De fiscale discussie rondom deze personen ligt dan ook meestal in de vraag of opbrengsten die hij geniet arbeidsgerelateerd zijn en hij deze in privé als al dan niet als belast inkomen geniet. Deze vraag vormt de kern van de discussie voor de lucratiefbelangregeling. Zie hiervoor hoofdstuk 9.

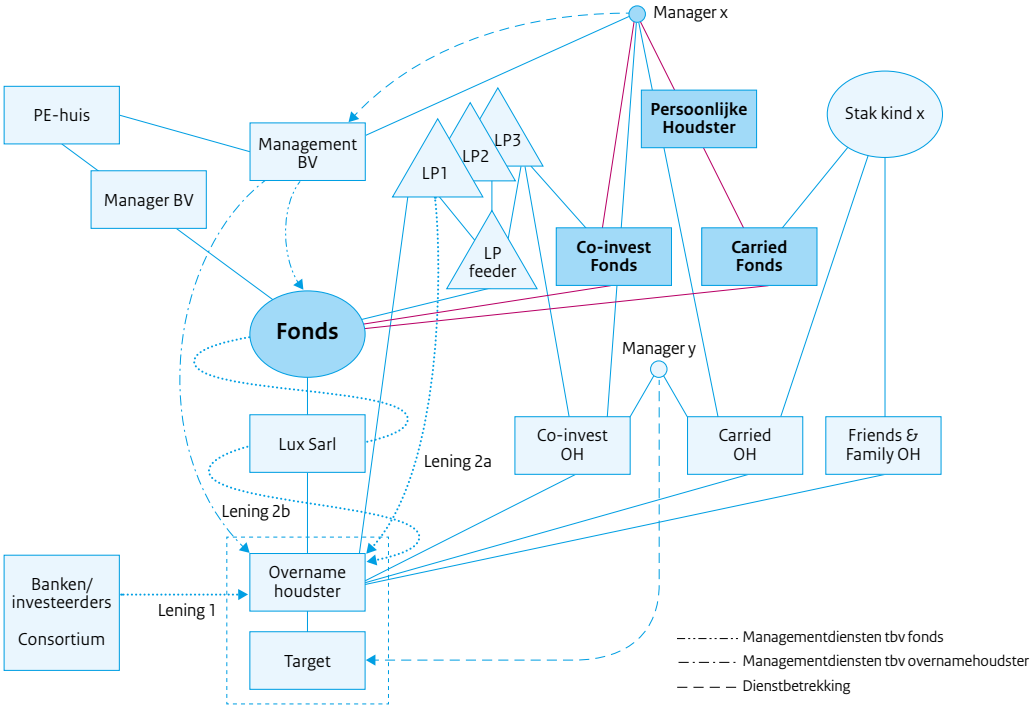
Figuur 42: Rol van de fondsmanager via management-bv en dienstbetrekking



6.2.5 Loon- en inkomstenbelasting, lucratief belang, carried en co-investeringen fondsniveau

Fondsmanager X is naast zijn dienstbetrekking en zijn management-bv ook via zijn carriedbelangen en via een co-investering betrokken bij het fonds. Deze betrokkenheid levert loonheffings- en inkomstenbelastingvraagstukken op, met name op (maar niet beperkt tot) het gebied van het lucratief belang. De carried- en co-investeringsbelangen op het niveau van het fonds zijn weergegeven in figuur 43. Merk met betrekking tot de co-investering op dat ook investeerder LP3 participeert in 'Co-invest Fonds'. In 'Carried Fonds' worden de carried-interestrechten gebundeld van de verschillende rechthebbenden tot de carried interest. Dat zullen naast 'manager X' ook andere fondsmanagers zijn. Merk op dat ook kind X van manager X een belang heeft in Carried Fonds.

Figuur 43: Carried interest en co-investering van fondsmanager op fondsniveau



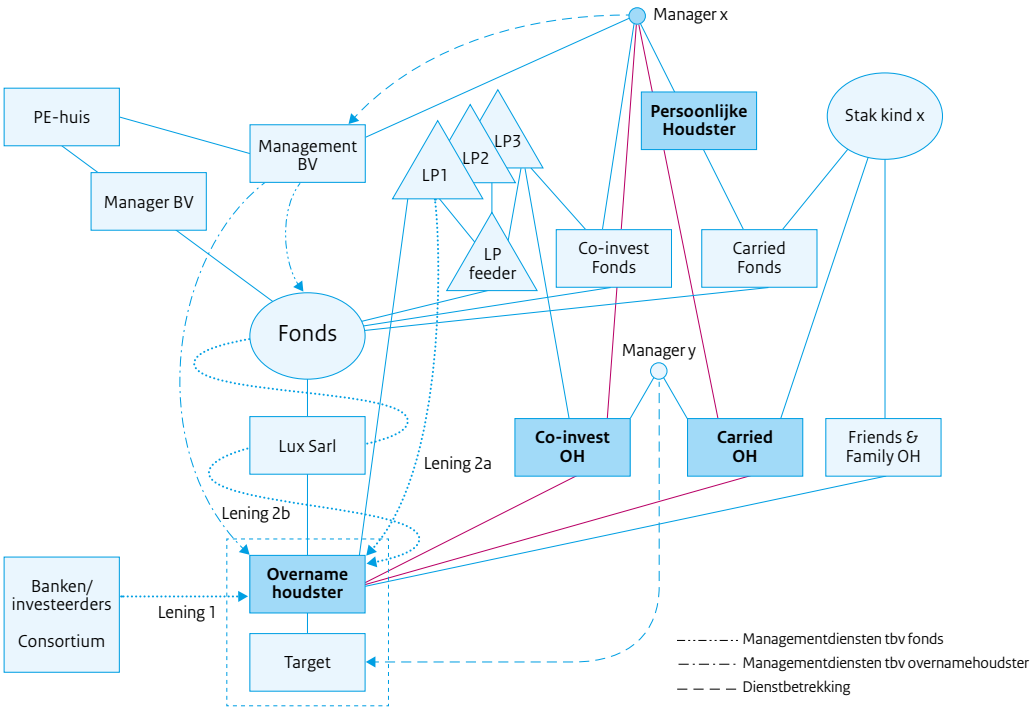
6.2.5.1 *Loon- en inkomstenbelasting, lucratief belang, carried en co-investeringen op targetniveau*

Ook op het niveau van de target zijn er co-investerings- en carriedstructuren te onderkennen. In het voorbeeld is manager Y opgenomen die (al dan niet via een persoonlijke houdster) participeert in een co-investeringslichaam en een cariedlichaam dat aandelen houdt in de overnamehoudster van de target. Ook hier is sprake van loonheffing- en inkomstenbelastingaspecten.

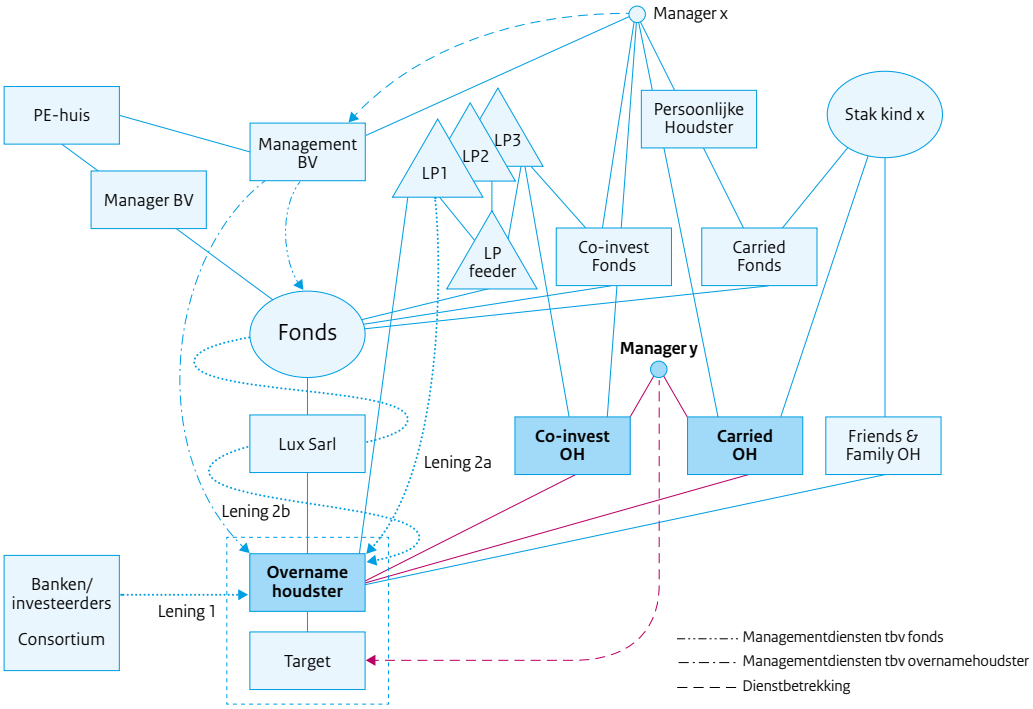
De reden van participatie voor managers op fondsniveau en die op targetniveau is een geheel andere. Fondsmanagers investeren om commitment uit te stralen naar de markt en om opbrengsten te genereren die betrekking hebben op de bijzondere positie van deze fondsmanagers. De managers van de targets investeren in het kader van de strategische doelstelling van het fonds, waaraan deze managers gecommitteerd moeten worden gemaakt. Voor het fonds en de fondsmanagers vormt de participatie van de managers van de targets in feite kosten met betrekking tot alignment.

De Vpb-aspecten van de managementparticipatie zijn omschreven in onderdeel 7.5.

Figuur 44: Carried interest en co-investering van fondsmanager op overnamehoudsterniveau



Figuur 45: Carried interest en co-investering van manager op overnamehoudster-niveau

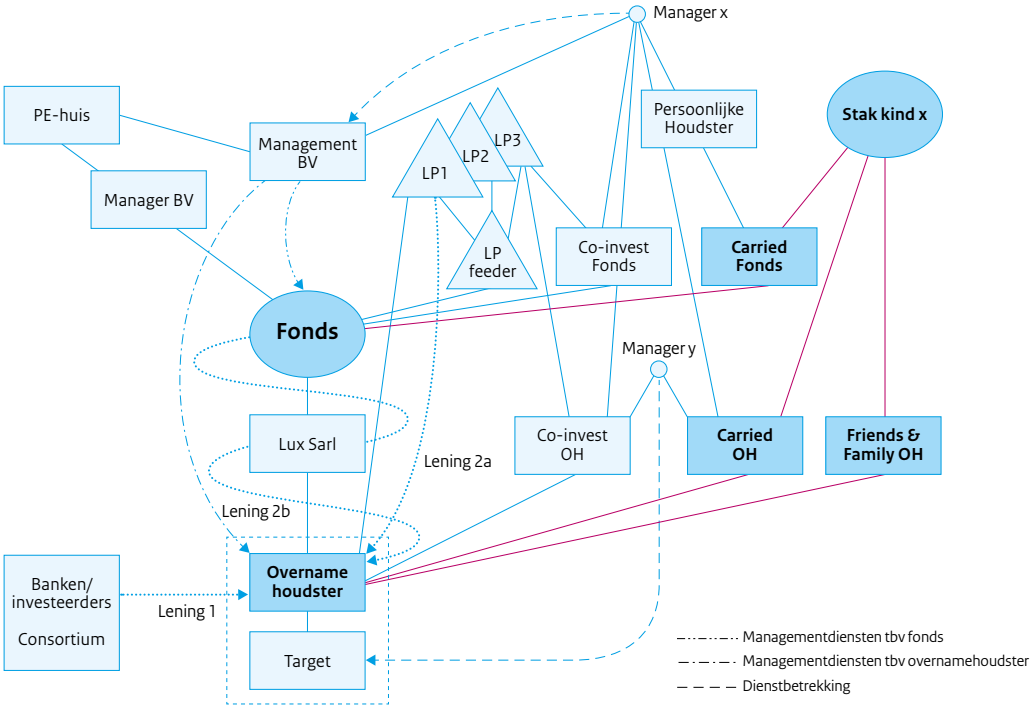


6.2.6 Schenk- en erfbelasting

Manager X heeft een aantal van zijn belangen geplaatst bij een STAK en kind X is rechthebbende bij deze belangen. Dit onderdeel vormt een zogenoemde 'informele structuur' die regelmatig voorkomt. In de formele structuur zijn deze belangen niet zichtbaar. Vaak zijn de investeerders of andere betrokkenen niet op de hoogte van deze informele structuren. Deze belangen zijn veelal afgeschermd door anonimiseringsmaatregelen. Het is maatschappelijk gezien niet gebruikelijk dat minderjarige kinderen carriedaandelen houden in een PE-fonds, toch komt het economisch doorgeleiden van opbrengsten uit een PE-transactie naar toekomstig erfgenamen regelmatig voor. Deze transacties of structuren zijn over het algemeen fiscaal zeer relevant (zie figuur 46).

Aan het voorgaande kleven, naast loonheffings- en inkomstenbelastingaspecten, met name ook aspecten op het gebied van de schenk- en erfbelasting. Zie voor deze aspecten in relatie tot private equity hoofdstuk 10.

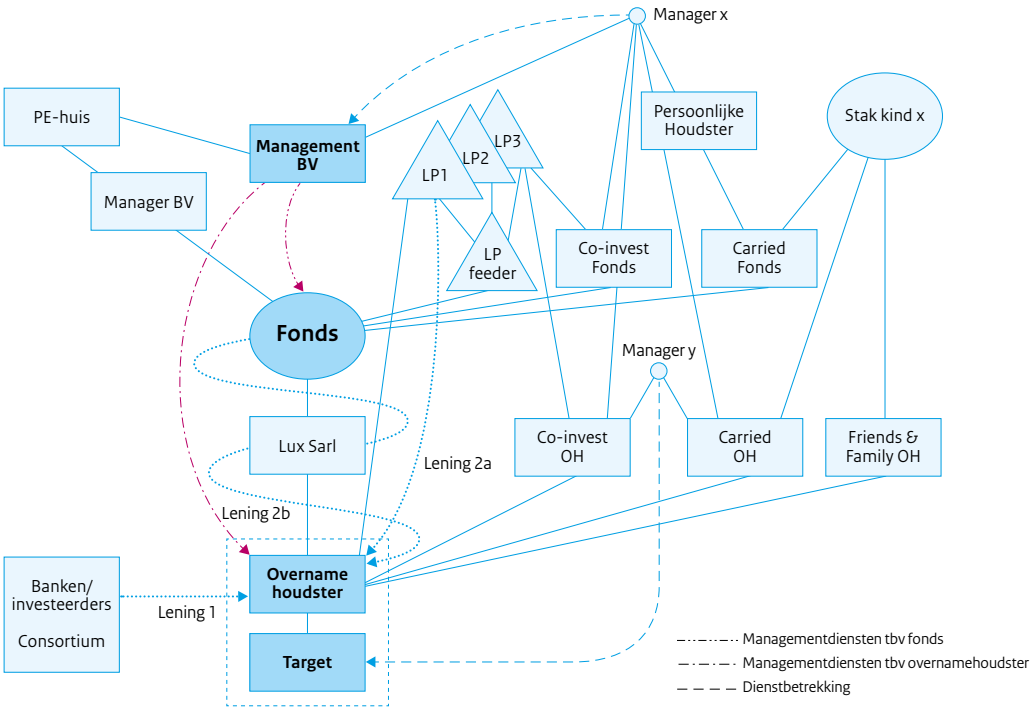
Figuur 46: Carried interest en friends & family-belangen geplaatst bij kind X



6.2.7 Omzetbelasting

Binnen een private-equitystructuur worden allerlei prestaties verricht die voor de omzetbelasting geduid moeten worden. In de eerste plaats moet worden bezien of de vergoeding voor de prestaties is belast voor de omzetbelasting. Figuur 47 toont een mogelijk voor de omzetbelasting belaste prestatie: de beheersdienst tegen vergoeding uit het fonds (de managementfee). Verder moet de inspecteur beoordelen wie de afnemer is van de verschillende prestaties, in hoeverre er binnen de private-equitystructuur sprake is van economische activiteiten, en vervolgens in hoeverre er binnen de economische activiteiten vrijgestelde prestaties worden verricht. Ten slotte is de vraag of sprake is van recht op aftrek van voorbelasting met betrekking tot aan het fonds in rekening gebrachte omzetbelasting. De btw-aspecten van private equity zijn opgenomen in hoofdstuk 11.

Figuur 47: Omzetbelastingaspecten



6.2.8 Samenvatting

In dit hoofdstuk hebben we een totaaloverzicht gegeven van fiscale aspecten die aan een private-equity-structuur kunnen kleven. We hebben ze hier alleen aangestipt, in de volgende hoofdstukken worden ze nog afzonderlijk uitgewerkt voor de diverse belastingmiddelen. In grote lijnen kan gezegd worden dat het 'onder in' de fondsstructuur gaat om vennootschapsbelasting, dividendbelasting, loon- en omzetbelasting, en dat het 'boven in' de structuur of ingeval van informele structuren gaat om de loon-, inkomsten-, en schenk- en erfbelasting. Waarderingsaspecten spelen zich binnen de hele structuur en binnen de hele tijdlijn van PE af. De waarderingsaspecten komen aan bod in hoofdstuk 12.

Wat duidelijk wordt, is dat de fiscale aspecten divers en complex zijn en betrekking hebben op veel verschillende subjecten die bij een private-equitystructuur betrokken zijn. Tegelijkertijd is er onderlinge samenhang.

6.3 Private equity en ondernemen

De vragen of een PE-fonds of een samenstel van PE-investeringen in objectieve zin als onderneming moet worden aangemerkt en of PE-investeerders ondernemer zijn, zijn van belang voor diverse (fiscale) vraagstukken. Zo kan deze beoordeling bijvoorbeeld van belang zijn voor:

- Vpb en IB, buitenlandse belastingplicht (art. 17 Wet Vpb 1969 en art. 7.2 Wet IB 2001);
- Wet dividendbelasting 1965, belastingplicht coöperaties (art. 1, lid 7, Wet DB 1965);
- de vraag of sprake is van een vaste inrichting in het kader van toepassing van een belastingverdrag;
- BOR-faciliteiten in de SW 1956 (art. 35c SW 1956);
- het onderscheid ondernemen-beleggen, de indeling in box 1 of in box 3;
- IB, de vraag of een PE-fonds een onderneming drijft, of dat PE-gerelateerd vermogen tot een bestaande onderneming moet worden gerekend;
- IB, de doorschuiffaciliteiten van de artt. 4.17a t/m 4.17c Wet IB 2001;
- IB, medegererechtigdheid in de vorm van winstdelende leningen of commanditaire participaties in de zin van art. 3.3, lid 1, Wet IB 2001;
- IB, forfaitair rendement van de artt. 4.13 en 4.14 Wet IB 2001.

Kan er één etiket geplakt worden op het fenomeen PE? Zoals in onderdeel 2.2 is beschreven, is een PE-arrangement in essentie een vorm van vermogensbeheer. Er wordt met risicodragend kapitaal geïnvesteerd in niet-beursgenoteerde bedrijven met als oogmerk om binnen een bepaalde termijn voordelen te behalen. Kenmerkend is het substantiële risico dat over het algemeen gelopen wordt en dat er een zekere mate van invloed wordt uitgeoefend op de portfolio-onderneming, met als doel om aandeelhouderswaarde te creëren. Dat wijkt af van reguliere beleggingen. Of vervolgens sprake is van ondernemen, is nog een andere vraag. Voor de beoordeling of voor een PE-fonds sprake is van ondernemerschap zijn de relevante vragen: worden er prestaties verricht in het economische verkeer of is er sprake van meer dan normaal actief vermogensbeheer? Dat zijn de twee lijnen waarlangs tot het begrip onderneming zou kunnen worden geconcludeerd.

Deze vragen laten zich niet eenvoudig beantwoorden. Daar zijn vier redenen voor te noemen:

1. Zoals blijkt uit hoofdstuk 2 is er niet zoiets als hét fenomeen private equity en valt er dus ook geen eenduidig fiscaal plaatje op te plakken. Er zijn vele soorten en maten van actief vermogensbeheer denkbaar, al dan niet vallend binnen het begrip PE. Bovendien verschillen de strategieën en daarmee de te verrichten activiteiten en de intensiteit daarvan sterk. Het maakt veel uit of men spreekt van venture capital, buy-out, turnaround, of dat er sprake is van een hedgefonds.
2. Daarnaast komen organisaties waarbinnen PE-investeringen worden verricht in een groot aantal verschillende vormen en hoedanigheden voor. Zo zijn er onder meer PE-huizen die investeren met geld van derden, participatiemaatschappijen van banken die investeren met geld van derden en met eigen vermogen, en private participatiemaatschappijen die investeren met eigen vermogen. Het is van belang om de diverse verschillende activiteiten en vormen te onderkennen.
3. Complicerende factor is ook dat de jurisprudentie over het begrip 'onderneming' en het begrip 'meer dan normaal actief vermogensbeheer' sterk feitelijk is en de uitwerking in de rechtspraak een grillig verloop kent.
4. Wat ten slotte de beoordeling lastig maakt, is de hybride positie van investeerders die 'belangen' hebben, het feit dat de economische en civielrechtelijke werkelijkheid niet altijd op elkaar aansluiten (de factoren kapitaal en arbeid worden civiel juridisch vaak van elkaar gescheiden, maar zijn economisch één geheel) en tot slot de internationale component.

Hierna beschrijven we eerst enkele verschillende vormen van participatiemaatschappijen. Dit onderdeel is eerder aan de orde geweest in het algemene deel van het rapport. Voor een goede beoordeling van de ondernemingsvraag is het toch van belang om in dit hoofdstuk de verschillende verschijningsvormen nog eens kort te beschrijven.

6.3.1 Verschillende soorten participatiemaatschappijen

Participatiemaatschappijen zijn de verschaffers van risicodragend vermogen aan niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dat lijkt helder, maar toch is participatiemaatschappij een breed begrip. Een participatiemaatschappij maakt veelal gebruik van (of vormt) een organisatie waarin een aantal personen met vaardigheden op bedrijfseconomisch, juridisch en/of commercieel vlak hun expertise aanwenden om bedrijven te vinden die zich lenen voor overname (targets). Bij de overname zal overeenstemming worden bereikt met het management van de target over de te volgen strategie. Gedurende de looptijd van de investering wordt er via het fonds niet alleen kapitaal geleverd, maar ook kennis en arbeid, veelal via een aparte managementorganisatie. Het uiteindelijke doel is om binnen de daarvoor gestelde tijd bij de target een zo hoog mogelijke meerwaarde tot stand te brengen en deze te realiseren door middel van een exit: meestal verkoop aan een derde partij of een beursgang. Het is een participatiemaatschappij primair te doen om het creëren van meerwaarde via verkoop van de aandelen (buy to sell); het eventueel te genieten tussentijds dividend op de aandelen is van bijkomend belang.

De onderverdeling in soorten participatiemaatschappijen is grofweg als volgt (zie ook onderdeel 2.6):
- PE-huizen,
- participatiemaatschappijen van banken, verzekeringsmaatschappijen en andere financiële instellingen,
- participatiemaatschappijen van vermogende personen of families,
- participatiemaatschappijen van grote ondernemingen,
- participatiemaatschappijen van regionale ontwikkelingsmaatschappijen.

Wij verwijzen naar onderdeel 2.6, waar deze verschillende categorieën zijn beschreven. In het hierna te bespreken standaardtype is sprake van een afgezonderd vermogen in een fonds. De targets worden gefinancierd met gelden die ter beschikking zijn gesteld door (institutionele) beleggers die geïnteresseerd zijn geraakt in de doelstellingen en visie van het door de participatiemaatschappij opgezette fonds. Deze visie wordt vooraf beschreven in een prospectus, waarin alle van belang zijnde aspecten (investeringsfocus, distributiewaterval, wijze van managementparticipatie, escrowbepalingen etc.) vooraf zijn vastgelegd. Het fonds heeft een beperkte levensduur, gemiddeld zeven tot tien jaar. De participatiemaatschappij (of de aparte managementcompany) brengt aan het fonds een managementfee in rekening. Deze ligt meestal tussen de 1,5% en 2,5% van het gecommitteerd kapitaal per jaar. Uit deze fee worden de salarissen van de fondsmanagers betaald. Daarnaast hebben de fondsmanagers veelal recht op een carried interest. Deze wordt (in een standaardgeval) gevormd door 20% van de overwinst nadat de institutionele investeerders hun inleg alsmede een cumulatief preferente vergoeding daarover hebben terugontvangen. Deze investeerders ontvangen de resterende 80% van de overwinst.

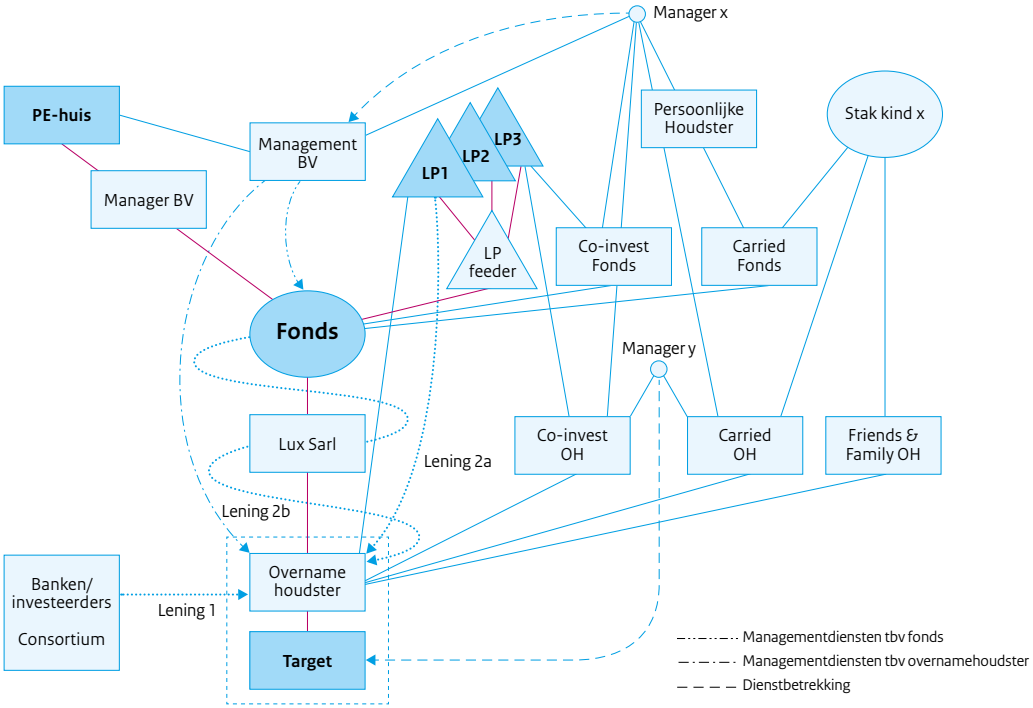
Het is vervolgens van belang te onderkennen dat de verschillende PE-fondsen hun eigen strategie en dus hun eigen investeringsvormen kennen. Zoals we in onderdeel 2.4 hebben beschreven kan de strategie venture capital zijn (startende ondernemingen, innovatie), het fonds kan een buy-out- of turnaraoundfonds zijn (dus zich richten op aan- en verkoop van volwassen ondernemingen). Daarbij verschilt de mate van bemoeienis met de betreffende over te nemen target sterk. Venture capital vergt een andere (mate van) bemoeienis dan een buy-outstrategie en een turnaroundfonds vergt nog weer een andere (mate van) bemoeienis.

Verder is het van belang om onderscheid te maken tussen captive en non-captive fondsen, zie onderdeel 2.7.1. Fondsen die binnen de eigen structuur (bijvoorbeeld door de moeder) worden gefund (van kapitaal voorzien) worden captive fondsen genoemd. Dat geldt bijvoorbeeld als een bank of institutionele belegger een eigen participatiemaatschappij heeft die investeert met geld uit de eigen organisatie. Denk hierbij ook aan een participatiemaatschappij van een vermogende. Mengvormen komen uiteraard ook voor (met name bij banken en verzekeraars die soms ook zelf investeren in een door hen beheerd fonds waar ook derden geld inleggen).

6.3.2 De basisstructuur en activiteiten van een participatiemaatschappij

Nemen we voor de beoordeling van de ondernemingsvraag de basisstructuur uit onderdeel 6.2 als uitgangspunt, dan zien we dat een 'traditionele' private-equitystructuur in feite bestaat uit drie spelers (in figuur 39 geaccentueerd weergegeven): het management van de participatiemaatschappij, de investeerders en de targets.

Figuur 39: De drie hoofdrolspelers in een PE-fonds: PE-huis, investeerders en targets



In dit voorbeeld is sprake van een fonds, in dit geval een cv, dat is opgezet door een PE-huis dat vermogen aantrekt van derden om er een bepaalde fondsstrategie mee uit te voeren. De activiteiten bestaan uit het aantrekken van het kapitaal en het beheer van het PE-fonds. Het beheer van het PE-fonds bestaat grofweg uit de activiteiten:

- researchen
- selecteren en screenen van targets
- investeren
- doorvoeren van de (exit)strategie
- bewaken en managen van die investeringen
- de exit realiseren

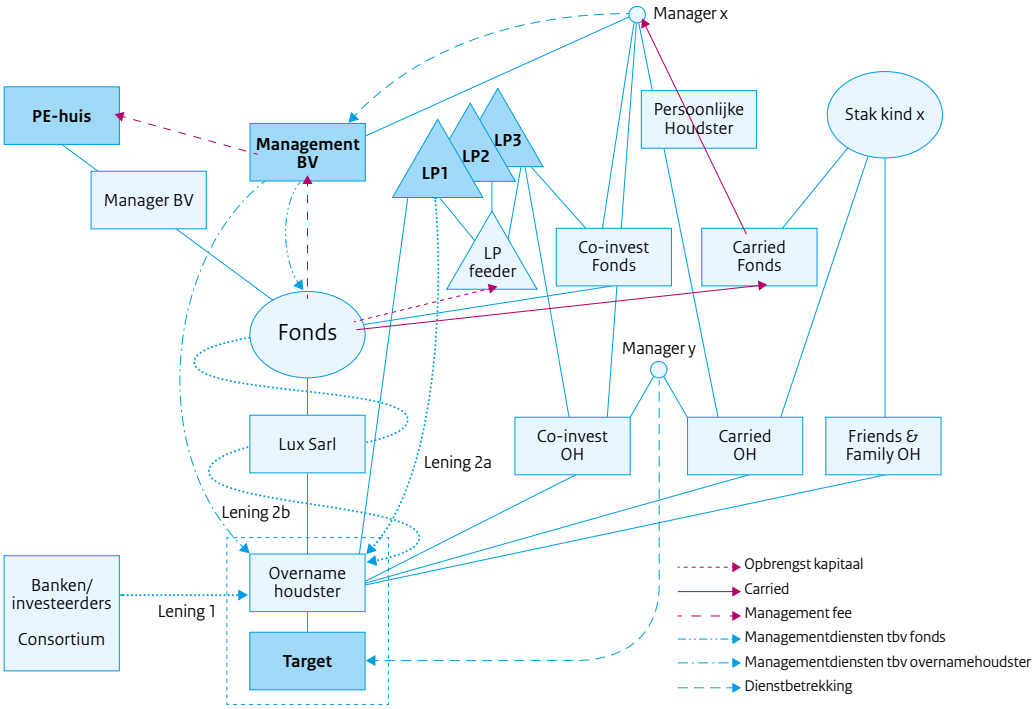
Deze activiteiten worden uitgevoerd door de fondsmanagers. Omdat zij zijn gericht op het behalen van winst door het aan- en verkopen van participaties, hebben we het dus in wezen over beheer van vermogen. Het gaat hierbij uiteraard wel om buitengewoon actief beheer en in het algemeen ook om risicovolle investeringen, maar in essentie betreft PE het beleggen van vermogen. Vanuit het perspectief van het PE-huis zijn de activiteiten gericht op het verrichten van diensten. Die diensten bestaan uit de hiervoor genoemde activiteiten die worden verricht voor derden (investeerders). De opbrengst bestaat uit de fee die door de investeerders wordt betaald en uit een aandeel in de opbrengst via de carried. De diensten van het PE-huis en het al dan niet actief vermogensbeheer moeten goed van elkaar worden onderscheiden.

Voor de hiervoor genoemde investeringsmaatschappijen van zeer grote ondernemingen of zeer vermogende personen geldt dat zij de rol van het beheer en die van investeerder verenigen. Meestal betreft het een gemengde beleggingsportefeuille waarbinnen men 'ook aan PE doet'. Hier zijn dus maar twee spelers: de investeerder die zijn eigen vermogen beheert of laat beheren en de targets. De opbrengst bestaat dan niet uit een vergoeding voor managementdiensten (dat is in dergelijke gevallen een interne aangelegenheid), maar uitsluitend uit de opbrengst van de investeringen. Zoals we in onderdeel 6.3.1 al hebben gemeld, is dit een essentieel verschil in businessmodel tussen PE-huizen en private investeringsmaatschappijen. Voor deze laatste categorie speelt alleen de vraag of er sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer.

6.3.3 De opbrengst van een PE-fonds voor de betrokkenen

Uiteraard is het uiteindelijk de bedoeling van een PE-fonds om via een succesvolle verkoop van targets opbrengsten te genereren voor de investeerders.[149] Daarnaast ontvangt de manager in geval van een PE-huis een managementfee: service-, transactie- en/of succesfee. En uiteraard ontvangen de fondsmanagers de belangrijkste succesfee: de carried. In figuur 48 is dit als volgt weergegeven:

Figuur 48: Verdeling van de opbrengsten van een PE-fonds



De managementfees komen voor rekening van – en worden dus betaald door – de investeerders, hetzij op basis van een specifieke managementovereenkomst, hetzij feitelijk door de hefboom in de aandelenparticipatie van de managers (zie onderdeel 3.4).

149 Deze opbrengst wordt verdeeld volgens de in onderdeel 3.2 beschreven distributiewaterval.

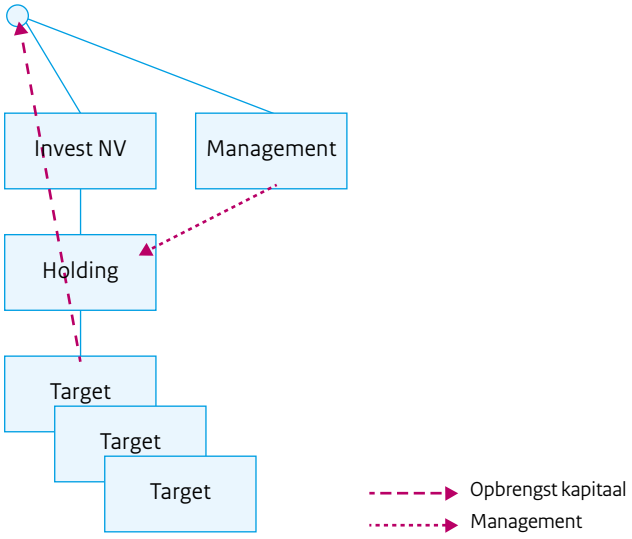
De volgende opbrengsten vloeien uit een PE-structuur:
a) Voor de externe financier/investeerder: een opbrengst van kapitaal, te verdelen in een vast minimum-rendement en een gedeelte van de overwinst van het fonds.
b) Voor het PE-huis: enerzijds de opbrengsten van diensten in de vorm van een managementfee en anderzijds de opbrengst van arbeid/investering in de vorm van de carried door het delen in de overwinst van het fonds.

De managementfee staat in rechtstreekse relatie tot de diensten van het PE-huis, verricht door de managers. Voor de investeerders is er de opbrengst die met het geïnvesteerd vermogen wordt behaald. De carried valt als aandeel in de overwinst, die mede in verband staat met de arbeid, tussen deze twee categorieën in.

Zoals al vaker opgemerkt, is de situatie van een participatiemaatschappij van een zeer grote onderneming of van een zeer vermogende persoon een andere. Voor dit type participatiemaatschappij ligt de rol van het beheren en investeren van kapitaal in één hand. De beheersactiviteiten zijn (voor zover het PE-investeringen betreft), afhankelijk van de strategie van de participatiemaatschappij, min of meer hetzelfde als bij voor-noemd 'onafhankelijk' PE-fonds. De beheersactiviteiten worden verricht door managers wier activiteiten (al dan niet in dienstbetrekking, of via managementdiensten, indirect) voor rekening komen van de investeerder.

Voor een vermogende natuurlijk persoon kan de private-equitystructuur er als volgt uitzien:

Figuur 49: Voorbeeld private-equitystructuur van een vermogende natuurlijk persoon



6.3.4 De activiteiten van een participatiemaatschappij nader beschouwd

Als we nu de opbrengst van de activiteiten binnen een participatiemaatschappij ontleden, dan zien we twee hoofdcomponenten:
1) een (gedeelte van de) meeropbrengst van de investeringen,
2) managementactiviteiten en de vergoeding daarvoor (zo'n 1,5 a 2,5% van het beheerd vermogen in het fonds).

1 *Investeringen/financieringen*
De eerste component betreft in feite niets anders dan het risicovol beleggen van grote bedragen, al dan niet in een fonds. Het vermogensbeheer wordt meestal uitgevoerd door de managers die zijn ingehuurd door, of in dienst zijn van, de eigenaar van de participatiemaatschappij. Dat rendement komt de investeerder toe via enerzijds de preferente aandelen en anderzijds het recht op overwinst via de gewone aandelen en wordt verklaard door het gelopen risico en het actieve beheer. De investeerder betaalt daartoe een fee aan het fondsmanagement.

2 *Management*
Als de participatiemaatschappij het vermogen van derden beheert dat is bijeengebracht in een fonds dat daar management-, service- of performance fees voor krijgt, dan verricht deze participatiemaatschappij (PE-huis) voor dat deel diensten in de markt. Dat element (het verrichten van diensten) is alleen denkbaar als de managementactiviteit zelfstandig tussen onafhankelijke derden plaatsvindt. Dit is niet aan de orde als het management wordt verricht door eigen werknemers van de betreffende door de investeerder beheerste participatiemaatschappij. Dan worden er geen diensten aan derden verricht, maar beheert men het eigen geïnvesteerde kapitaal, eventueel door inschakeling van ondergeschikten. Dat maakt dan onderdeel uit van het actief vermogensbeheer zoals hiervoor genoemd. Hier onderscheidt de private participatiemaatschappij zich van een PE-huis voor de vraag of sprake is van een onderneming op grond van het verrichten van diensten.

6.3.5 Fiscaal kader: beleggen of ondernemen, of een tussenvorm?

Nadat we de bijzonderheden en typen van PE-investeringen hebben uiteengezet, komen we toe aan de fiscale duiding ervan. Voor de beantwoording van de vraag of sprake is van ondernemen in de zin van de Wet IB 2001, maken we hierna onderscheid tussen de vraag of er sprake is van beleggen, dan wel van meer dan normaal vermogensbeheer ten opzichte van de vraag of sprake is van diensten.

Beleggen

Op grond van vaste jurisprudentie is er sprake van beleggen als de activiteiten van de belanghebbende normaal actief vermogensbeheer niet te boven gaan.[150] In dat geval staan de vermogenswaarden zelf op de voorgrond en niet de verrichte arbeid. Het vermogen genereert opbrengsten die bij normaal actief vermogensbeheer kunnen worden verwacht. Er kan uiteraard wel enige arbeid worden verricht, maar deze is niet omvangrijk en staat niet in relatie tot een hogere opbrengst. De arbeid heeft betrekking op het beheer van het vermogen maar er is geen sprake van een bron van inkomen. Kenmerk van beleggen is het speculatieve karakter[151] waardoor hogere voordelen niet voorzienbaar zijn.

Meer dan normaal actief vermogensbeheer/diensten

Er is geen sprake van beleggen als er een arbeidsgerelateerde bron van inkomen is. Wil er sprake zijn van een dergelijke bron van inkomen, dan moet er door middel van arbeid worden deelgenomen aan het economische verkeer, waarmee voordelen worden beoogd, die ook redelijkerwijs kunnen worden verwacht. Deze arbeidsgerelateerde voordelen kunnen onder andere worden verwacht in verband met verrichte activiteiten.

150 HR 7 oktober 1981, nr. 20 733, ECLI:NL:HR: 1981:AW9757, BNB 1981/299, HR 8 november 1989, nr. 25 257, ECLI:NL:HR:1989:ZC4143, BNB 1990/73 en HR 17 augustus 1994, nr. 29 755, ECLI:NL:HR:1994:ZC5731, BNB 1994/319.

151 HR 9 september 2011, nr. 09/04984, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, BNB 2011/255.

1 Bij vermogenstransacties kan zich dit voordoen als er sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer. Er moet dan gekeken worden of de arbeid, mede bezien de omvang en aard van het betreffende vermogen, meer dan normaal te verwachten rendement genereert. In dat geval is er sprake van meer dan normaal actief vermogensbeheer.
2 Ook als er sprake is van een voorzienbaar voordeel dat kan worden gebaseerd op bijzondere kennis over de waarde van het betreffende goed, is er sprake van belastbaarheid van aan- en verkooptransacties. De investeerder is dan belastbaar voor het voordeel op grond van de wetenschap van het voorzienbare voordeel (kwalitatieve arbeid).
3 Is er sprake van diensten, dan is er per definitie sprake van een bron. Er worden dan immers prestaties verricht in het economische verkeer, die naar hun aard opbrengsten opleveren. Hiervoor geldt geen verdere arbeidstoets in de zin van enige omvang van handelingen.

Onderneming

De eerder genoemde bron kan ook een onderneming zijn. Uit het enkele feit dat bepaalde activiteiten normaal vermogensbeheer te boven gaan, kan nog niet worden geconcludeerd dat er sprake is van een onderneming.[152] Het begrip onderneming kunnen we definiëren als een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid, waarmee wordt beoogd winst te behalen door deelname aan het economische verkeer. Als eenmaal sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer of diensten, zoals hiervoor beschreven, dan is in het kader van deze kwestie (de management-activiteiten van de participatiemaatschappijen) al snel sprake van ondernemen. Het onderscheid tussen winst uit onderneming en resultaat uit overige werkzaamheden wordt niet zo zeer bepaald door de hoeveelheid arbeid ('meer dan normaal vermogensbeheer'), maar door feitelijke criteria als de omvang en de duurzaamheid van de organisatie. Het al dan niet aanwezig zijn van een onderneming wordt beoordeeld aan de hand van alle feiten van het concrete geval.
Hierbij wordt bijvoorbeeld gelet op:
– het lopen van debiteurenrisico's,
– het gebruik van een eigen bankrekening, telefoonnummer, bedrijfsruimte, briefpapier en bedrijfsmiddelen,
– de grootte van de kring van leveranciers en afnemers en de onafhankelijkheid daarvan,
– inschrijving in het handelsregister,
– de onzekerheid van het inkomen (het risico van winst en verlies),
– het (laten) voeren van een eigen administratie,
– het maken van reclame.

Subjectief ondernemer

Om iemand aan te kunnen merken als ondernemer, moet er uiteraard een onderneming aanwezig zijn in de zin van artikel 3.2 van de Wet IB 2001. Artikel 3.4 van de Wet IB 2001 verstaat vervolgens onder ondernemer 'de belastingplichtige voor rekening van wie een onderneming wordt gedreven en die rechtstreeks wordt verbonden voor verbintenissen betreffende die onderneming.' De medegerechtigde tot het vermogen van een onderneming geniet wel winst, maar is geen ondernemer. Subjectief ondernemer is dus hij die (economisch) eigenaar is van de objectieve onderneming (voor 'rekening en risico') en aansprakelijk kan worden gehouden voor de verbintenissen van die onderneming.

Deze discussie spitst zich meestal toe op de vraag of een lichaam een onderneming drijft. Dus de vraag of een nv, een coöperatie, een LLP, een cv, of een bv een objectieve onderneming drijft. Dat laat zich over het algemeen in het geval van lichamen gemakkelijk duiden; de eerder genoemde strengere eisen gelden met name in de IH.

152 HR 8 december 2006, nr. 41 711, ECLI:NL:HR:2006:AW2207, BNB 2007/83.

6.3.6 Fiscale duiding van PE: beleggen of ondernemen, of een tussenvorm?

In welk van de hiervoor geschetste kaders past nu private equity? Beleggen, meer dan normaal actief vermogensbeheer, ondernemen, of een mengvorm daarvan? Zoals meermalen geschetst, valt daar geen eenduidig antwoord op te geven. Het antwoord hangt af van het soort participatiemaatschappij en de activiteiten die worden verricht. Daarnaast moeten we onderscheid maken tussen management-diensten van een PE-huis en de vraag of voor het fonds sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer.

Is er sprake van diensten?

Als er sprake is van diensten dan zijn we snel klaar. Een PE-huis dat vermogen voor derden beheert, verricht diensten in het economische verkeer. In zoverre drijft een PE-huis een onderneming. Er is dan sprake van activiteiten die worden verricht in de vorm van een organisatie van kapitaal en arbeid tegen een vergoeding. Conclusie: als op basis van een managementovereenkomst diensten worden verricht aan derden is voor dat deel al snel sprake van een onderneming. Een PE-huis is in zoverre een vermogensbeheerder die tegen vergoeding managementactiviteiten verricht voor diverse afnemers in de markt. Het PE-huis verricht prestaties, waarvan de investeerder afnemer is.

Kan het vermogen van de investeerders worden meegetrokken in de onderneming van het PE-huis?

Als er binnen een dergelijk PE-huis ook eigen vermogen wordt beheerd, is dat vervolgens een vraag van vermogensetikettering. Dus: kan dat vermogen worden toegerekend aan het vermogen van de betreffende onderneming? Dat lijkt in redelijkheid niet het geval te zijn. Het vermogen is niet dienstbaar, en het wordt ook niet aangewend in het kader van die onderneming. Dit geldt naar zijn aard ook voor het vermogen van de investeerders. Op grond van de diensten van het PE-huis vormt dat geen ondernemingsvermogen voor die investeerders. Dit vermogen van de investeerder kan hooguit zelfstandig tot een onderneming leiden op grond van de volgende vraag (meer dan normaal vermogensbeheer).

Is er sprake van meer dan normaal vermogensbeheer?

De vraag of een PE-fonds zelf een onderneming drijft, of we het investeren in private equity als ondernemen moeten zien, is een geheel andere. Daarvoor is van belang te weten of er sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer. Voor het predicaat 'meer dan normaal actief vermogensbeheer' is het nodig dat er arbeid wordt verricht dat normaal actief vermogensbeheer te boven gaat. Bovendien moet die arbeid in relatie staan tot een hogere opbrengst dan bij normaal actief vermogensbeheer kan worden verwacht. De arbeid kan betekenis hebben in termen van de omvang ervan maar ook in termen van kwaliteit (wetenschap, kennis, ervaring en relaties). De omvang van het vermogen als zodanig lijkt niet van belang te zijn, wel de mate waarin kosten worden gemaakt in combinatie met het risico dat de investeerder loopt.

Een investeerder kan een 'eigen fonds' beheren maar het fonds kan ook beheerd worden door derden. Een investeerder die de activiteiten zelf verricht of laat uitvoeren door ondergeschikten, wordt uiteraard zelf voor die activiteiten beoordeeld. Maar als hij het beheer laat uitvoeren door derden, dan ligt het genuanceerder. Delen deze derden de opbrengsten (dus ook een uiteindelijke overwinst) met de investeerders, dan worden hun activiteiten mede voor rekening van de investeerder verricht. Die profiteert immers van dit vermogensbeheer.

Er is in dat geval sprake van een economisch samenwerkingsverband. De activiteiten die worden uitbesteed, worden dan toegerekend aan de investeerders. Het maakt daarbij niet uit of de arbeid wordt verricht door de investeerder zelf of door deze derden (bijvoorbeeld de managers van een PE-huis). Voor de beoordeling van de aanwezigheid van een onderneming worden deze activiteiten toegerekend aan het fonds, als ze mede voor rekening en risico van de investeerders worden uitgevoerd. Wordt het beheer echter gevoerd tegen een niet van de winst afhankelijke vergoeding, dan is van een dergelijk economisch samenwerkingsverband niet snel sprake en rekent men de arbeid van het management de investeerder niet toe.

Wanneer zijn PE-investeringen een vorm van meer dan normaal actief vermogensbeheer, en kan een PE-fonds als zodanig als een (handels)onderneming worden gezien? Er moet dan sprake zijn van risicovolle investeringen die voor een bepaalde tijd worden aangehouden en die met een specifieke strategie worden begeleid en gemanaged. In welke mate hier arbeid bij komt kijken, hangt af van de strategie van het fonds. Daarnaast is het risico groot en wordt er gebruikgemaakt van kennis, ervaring en relaties. De bemoeienis wordt via de aandeelhoudersband uitgeoefend. Door zeggenschap en RvC-posities te claimen, wordt toezicht mogelijk op het geïnvesteerde vermogen en kan de beoogde strategie worden afgedwongen om aandeelhouderswaarde te creëren. Het gaat uiteindelijk immers om een succesvolle verkoop. De opbrengst bestaat uit het (verkoop)resultaat dat wordt behaald met de investeringen.

Dit alles maakt het fonds op zichzelf nog niet tot een handelsbedrijf. Daar is meer voor nodig. De (kwalitatieve) arbeid die wordt ingezet bij het investeren en actief beleggen van het vermogen moet leiden tot een hogere opbrengst. Er moet een causale relatie zijn tussen (kwalitatieve) arbeid en meeropbrengst. Zie bijvoorbeeld HR 9 september 2011, 09/04984, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, BNB 2011/255 over de handel in opties, waarin de Hoge Raad overwoog:

> Dit zou anders zijn als belanghebbende met zijn deskundigheid, ervaring en relaties het koersverloop van de door hem gekochte (kortlopende) opties kan beïnvloeden, maar daaromtrent heeft hij verklaard dat dit juist niet het geval is, aldus het Hof.

Aangezien er geen eenduidig antwoord mogelijk is op de vraag of sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer, kan de fiscale duiding het beste vorm krijgen door het geven van argumenten pro en contra.

Argumenten vóór de stelling: meer dan normaal vermogensbeheer
De activiteiten die worden verricht (zie onderdeel 6.3.2) zijn vaak zeer intensief. Het beheer gaat (veel) verder dan voor reguliere beleggers. Zo worden er onder andere targets geselecteerd, RvC-posities vervuld en is er soms grote invloed op de bedrijfsstrategie van de targets. Er wordt maximaal gebruikgemaakt van een relatienetwerk, van kennis en van ervaring (van de managers) en er worden hoge rendementen gehaald. Dat pleit vóór de stelling dat sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer.

Argumenten tegen de stelling: meer dan normaal vermogensbeheer
Daar staat tegenover dat het risicovol beleggen van vermogens van een zeer grote omvang, waarbij hoge rendementen worden nagestreefd (van rond de 30%) per definitie actief vermogensbeheer vergt. Een dergelijk actief beheer gaat 'normaal actief vermogensbeheer' in relatieve zin, dus gezien de omvang van het vermogen en de aard van de beleggingsportefeuille, daarom nog niet te buiten. Dat een grote investeerder RvC-posities kan claimen is op zich nog niet zo bijzonder. Hier geldt: 'wie betaalt, die bepaalt'. Daarnaast is het logisch dat een grote investeerder voldoende zicht wil houden op zijn investering. Ook 'echte' beleggers doen dat. Dergelijke investeringen blijven uiteindelijk speculatief. Het hogere rendement wordt gerealiseerd door het nemen van risico en wordt niet veroorzaakt door de verrichte arbeid, die meer in het teken staat van het managen van het vermogen zelf (beheer).

Ondernemen
Als eenmaal sprake is van diensten of van meer dan normaal vermogensbeheer, dan is de stap naar de constatering dat er sprake is van een onderneming veelal snel gezet. In de meeste gevallen is immers sprake van een duurzame (fonds)organisatie. Bij een positief antwoord op de vraag of er sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer zal de organisatie van kapitaal en arbeid dus snel aanwezig zijn.

6.3.7 Jurisprudentie met betrekking tot PE en ondernemen

De jurisprudentie over de vraag of er sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer is casuïstisch van aard. Zo is er voor de exploitatie van onroerende zaken een lappendeken aan jurisprudentie beschikbaar over de vraag of er sprake is van een onderneming, met name in het kader van de BOR van de SW 1956.[153] Een recent voorbeeld is de uitspraak van de Hoge Raad van 15 april 2016 over de toepassing van artikel 35c, derde lid, van de SW 1956 inzake een vastgoedconcern.[154] In geschil was of het vastgoedconcern een materiële onderneming dreef. Uit het oordeel valt af te leiden dat de invulling van het begrip materiële onderneming een sterk feitelijke kwestie is en blijft. Het Hof[155] heeft een aantal feiten en omstandigheden vastgesteld die leiden tot het oordeel dat er sprake is van een materiële onderneming. Met name van belang waren in deze casus het hoge rendement en het verrichten van arbeid. Bij de beoordeling van het rendement op het vastgoed (in casu was het rendement hoger dan 20%) moet er volgens het Hof worden uitgegaan van een rendement inclusief autonome waardestijgingen. Bij het verrichten van arbeid mag de arbeid die verricht is door derden worden toegerekend, aldus het Hof. Naar het oordeel van het Hof omvat deze arbeid meer dan bij normaal vermogensbeheer gebruikelijk is. Opvallend is dat het Hof niet met zoveel woorden vaststelt dat de verrichte arbeid in causaal verband moet staan met het behaalde rendement. Integendeel, juist doordat het Hof oordeelt dat ook autonome (niet aan de arbeid toe te schrijven) waardestijgingen meetellen voor het hoge rendement, lijkt het erop dat het Hof de band tussen de verrichte arbeid en het rendement wat loslaat. De Hoge Raad gaat niet in op dit impliciete oordeel van het Hof. De conclusie is dat de materiële ondernemingstoets altijd een sterk feitelijke toets is en blijft, maar dat, gelet op deze uitspraak van de Hoge Raad, de lat ook voor PE wel eens niet al te hoog zal blijken te liggen.

Aan de hiervoor vermelde rechtspraak kan voor PE enige richting worden ontleend, zoals beschreven in onderdeel 6.3.5. Duidelijk is dat een sturende en beleidsbepalende rol op zichzelf nog niet met zich brengt dat een houdster buiten de onderneming van de betreffende target ook een eigen onderneming drijft.[156] De combinatie zeggenschap-het houden van prioriteitsaandelen en het bekleden van een commissarispositie leidt nog niet tot ondernemerschap van de aandeelhouder.[157] De expliciete vraag of een PE-fonds zelf als een onderneming moet worden gezien, is in de rechtspraak niet vaak aan de orde geweest, laat staan dat er criteria zijn gegeven aan de hand waarvan deze vraag min of meer eenduidig kan worden beantwoord. Hierna beschrijven we vier arresten die van belang kunnen zijn voor deze discussie.

1 ***HR 25 oktober 2000, nr. 35 695, ECLI:NL:HR:2000:AA7843, BNB 2000/388.***

Deze zaak betrof een private investeringsmaatschappij. Enkele pensioenfondsen brachten geld bijeen, dat werd geïnvesteerd in start-ups als venture capital. In het kader van artikel 20, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969 kwam de vraag aan de orde of er sprake was van een gestaakte onderneming. Om tot die conclusie te kunnen komen, moet uiteraard eerst sprake zijn geweest van een onderneming. De vraag was dus of het PE-lichaam van deze pensioenfondsen, waarin de belangen in de start-ups werden aangehouden en gemanaged een onderneming dreef. Het Gerechtshof had overwogen dat er sprake was van relatief hoge kosten en dat aanzienlijke risico's werden gelopen en concludeerde daarmee dat er sprake was van meer dan normaal vermogensbeheer en dus ook van ondernemen. De Hoge Raad bevestigde het oordeel en gaf aan dat – zo deze investeringen door een privépersoon zouden zijn gedaan – er sprake zou zijn van een onderneming in de zin van de inkomstenbelasting (art. 6 Wet IB 1964). Uit de diverse annotaties blijkt dat het moet gaan om de combinatie van hoge kosten en aanzienlijke risico's en dat de activiteiten in relatie moeten staan tot de hogere opbrengst die daardoor kan worden verwacht (Zwemmer in BNB 2000/388, Van der Wal in FED 2000/653 en Albert in NTFR 2000/1590).

153 Zie bijvoorbeeld de jurisprudentie genoemd door T.M. Berkhout en M.J. Hoogeveen, Falsifieerbare normen en omstandighedencatalogus voor vastgoedexploitanten, WFR 2015/7078.

154 HR 15 april 2016, nr. 15/02829, ECLI:NL:HR:2016:633, FutD 2016-0959.

155 Hof Arnhem-Leeuwarden 12 mei 2015, nr. 13/01073, ECLI:NL:GHARL:2015:3505.

156 Hof Arnhem, 8 mei 2007, nr. 05/00357, ECLI:NL:GHARN:2007:BA5909, V-N 2007/40.20.

157 HR 1 maart 1989, nr. 25 329, ECLI:NL:HR:1989:ZC4001, BNB 1989/156.

Van belang is dat het hier een private investeringsmaatschappij betrof, waarbij vijf investeerders de handen ineen sloegen om venture-capitalinvesteringen (minderheidsbelangen in start-ups) tot stand te brengen. Venture capital vergt zoals we eerder hebben gezien intensieve bemoeienis, hier tot uitdrukking komend in de hoge kosten en daarnaast de hogere risico's die mede daardoor worden gelopen. Nu van een duurzame organisatie sprake is, werd tot een onderneming geoordeeld. Kennelijk werd het verband tussen de arbeid en de opbrengst aangenomen.

2 ***HR 14 april 2017, nr. 15/02197, ECLI:NL:HR:2017:673, NTFR 2017/1052.***

Betreft cassatieprocedure m.b.t. de uitspraak van Hof Den Haag, 1 april 2015, nr. 09/00406 (niet gepubliceerd). In deze procedure manifesteren twee private investeerders zich als bedrijvendokter. Het ging om de vraag of sprake was van een vaste inrichting in Nederland, zodat de inspecteur in Nederland kon heffen over de opbrengst die werd behaald met diverse aan- en verkooptransacties met betrekking tot participaties in Nederland. Vanwege het niet-verstrekken van informatie werden de feiten overigens in het nadeel van belanghebbende uitgelegd, een bewijsrechtelijk element dat de uitkomst in deze zaak behoorlijk heeft beïnvloed. Er is sprake van een substantieel risico en de investeringen zijn arbeidsintensief, welke arbeid door belanghebbenden zelf werd verricht. Deze arbeid gaat de arbeid die past bij het beheer van de omvangrijke beleggingsportefeuille (bestaande uit een mix van aandelen en onroerende zaken) ver te boven, zo stelde het Gerechtshof vast. Er is sprake van specifieke kennis, ervaring en relaties, er is sprake van een bron van inkomen. Er wordt kapitaal geïnvesteerd en aangewend (geld, verstrekte garanties, computers, telefoon/fax en kantoor aan huis) er is sprake van kwalitatieve arbeid (besprekingen, onderhandelingen, opstellen en uitvoeren van saneringsplannen) en er wordt deelgenomen aan het economische verkeer (benaderen potentiële investeerders financiële instellingen, bedrijven in financiële nood en zakenrelaties). Het voordeel dat wordt beoogd bestaat uit het opkopen en weer verkopen van bedrijven (buy out/turn-around-strategie). Op basis daarvan komt het Gerechtshof tot de conclusie dat sprake is van een onderneming en daarmee van een vaste inrichting in Nederland. In cassatie blijft de constatering dat sprake is van een onderneming in stand, maar wordt onder andere verwezen in verband met de vaststelling van de omvang van de aan de vaste inrichting toe te rekenen winst. Uit deze rechtspraak volgt dat de activiteiten van belanghebbenden kunnen kwalificeren als ondernemen, hoewel op dit punt de nadruk toch wel sterk op het formele kader van de omkering van de bewijslast rust.

3 ***Arrest Bundesfinanzhof Urteil vom 24.8.2011, I R 46/10***

In deze zaak ging het om de vraag of Duitse investeerders in een PE-fonds een vaste inrichting hadden in de UK. In dat geval moest vanuit Duits perspectief dubbele belastingheffing worden verleend, ook al werden de investeerders in de UK niet aan belastingheffing onderworpen. Daarvoor was van belang of deze investeerders in de UK een 'Gewerbebetrieb' hadden. Hoewel deze jurisprudentie vanuit Duits belastingrecht gegeven is en dus uiteraard strikt genomen niets zegt over de vraag of vanuit Nederlands perspectief sprake is van een onderneming, gaan de overwegingen in de rechtsoverwegingen 19 t/m 22 van dit arrest behoorlijk dicht langs de Nederlandse maatstaven heen. In deze Duitse kwestie wordt de vraag naar de bedrijfsmatige activiteit beantwoord door de vraag of er al dan niet sprake is van passief vermogensbeheer. De Duitse rechter gaat uitgebreid in op een aantal relevante aspecten van PE (namelijk het gebruik van leverage, de hoge financiering, managementactiviteiten, het doel om binnen vier jaar te vervreemden, het hoge rendement) en concludeert dat de activiteiten van PE zich eerder als 'Gewerbebetrieb' dan als 'Vermögensverwaltung' laten kenschetsen. Dus eerder als handelsonderneming dan als passief vermogensbeheer kunnen worden gekwalificeerd. Deze kwestie deed in Duitsland veel stof opwaaien, omdat werd gedacht dat deze gedachte ook nationaalrechtelijk zou worden doorgetrokken (dus heffing over behaalde vermogenswinsten als Gewerbebetrieb).[158] Dat is niet gebeurd: de belastingautoriteit is vanuit nationaal perspectief blijven vasthouden aan het beleid dat de investeerders geen bedrijf uitoefenen.

158 http://mobile.deloitte-tax-news.de/german-tax-legal-news/bfh-rules-income-from-uk-based-private-equity-fund-exempt-from-german-taxation.html.

4 ***Sun Capital Partners III et al. v. New England Teamsters & Trucking Industry Pension Fund et al. nr. 12-2312, 1st cir 2013.***
In deze (niet-fiscale) zaak ging het over de aansprakelijkheid van de Amerikaanse participatiemaatschappij Sun Capital voor de pensioenverplichtingen met betrekking tot een van de targets. Toen die target failliet ging, konden pensioenen niet worden uitbetaald. Het pensioenfonds stelde Sun Capital aansprakelijk, daartoe stellende dat Sun Capital betrokken was in een 'active trade' or 'business' (in welk geval aansprakelijkheid kon worden vastgesteld voor niet nagekomen pensioenverplichtingen). In de procedure werd ter beantwoording van de vraag met een schuin oog naar de fiscale maatstaven gekeken en geconcludeerd dat inderdaad sprake was van 'active trade' or 'business'. Deze uitspraak was opvallend, omdat tot dan toe een PE-investeerder als (passieve) investeerder werd beschouwd en niet geacht werd betrokken te zijn in een trade or business. Hoewel de uitspraak Sun Capital ging over pensioenrecht kwam toch de logische vraag op of dit ook in fiscalibus zou gelden.[159] Net zoals in de eerder genoemde Duitse kwestie is ook de Amerikaanse belastingautoriteit blijven vasthouden aan de visie dat de investeerders geen bedrijf uitoefenen.

Conclusie
Alle vier voorgaande zaken met betrekking tot PE tenderen naar 'actief' vermogensbeheer respectievelijk ondernemen, en niet naar passief vermogensbeheer. De eerstgenoemde zaak is nog wel het meest richtinggevend: hier werd geconcludeerd tot ondernemen in geval van een privaat (een samenwerking tussen vijf pensioenfondsen) fonds dat investeerde in venture capital. De tweede zaak leidde tot dezelfde conclusie in geval van twee natuurlijke personen die investeerden volgens de buy-out- en turnaround-strategie. Hoewel in deze zaak de omkering van de bewijslast een belangrijke rol speelde, werd niettemin expliciet geoordeeld dat er sprake is van een onderneming (vaste inrichting).

Beide buitenlandse uitspraken tenderen in dezelfde richting maar ze zijn uiteraard binnen hun eigen context gegeven. Zij gaan min of meer uit van de gedachte dat 'niet passief' betekent 'actief', terwijl dat vanuit Nederlands fiscaal perspectief anders ligt: niet passief is niet meteen ook een onderneming. Met andere woorden: het Nederlandse begrip ondernemen heeft een andere strekking dan de begrippen 'trade' or 'business' in relatie tot het onderscheid 'capital gains' ten opzichte van 'ordinary income'. Het Nederlandse begrip 'meer dan normaal actief vermogensbeheer' wordt gehanteerd als verschil tussen beleggen en box 1-inkomen in brede zin en niet als verschil tussen beleggen en ondernemen, terwijl verder vanuit Nederlands fiscaal perspectief een verband wordt geëist tussen de verrichte arbeid en de behaalde voordelen die normaal vermogensbeheer te boven gaan.

6.3.8 Conclusie fiscale duiding PE, beleggen of ondernemen

Op basis van het voorgaande kunnen we de volgende conclusies trekken over de vraag of een PE-fonds een onderneming drijft:

1 Op de vraag of PE beleggen of ondernemen vormt, valt geen eenduidige conclusie te trekken. Het hangt af van de activiteiten die voor het PE-fonds worden verricht.
2 Voor het antwoord op deze vraag moeten de managementdiensten van een PE-huis worden onderscheiden van de vraag of voor het fondsvermogen zelf sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer.
3 Voor zover sprake is van (management)diensten verricht door bijvoorbeeld een PE-huis is al snel sprake van ondernemen. Er worden activiteiten verricht tegen een vergoeding in het economische verkeer door middel van een organisatie van kapitaal en arbeid. Hier gaat het om de management-organisatie, wat nog niet betekent dat daarmee ook de investeerder ondernemer is, noch dat dit vermogen op basis van de regels van vermogensetikettering tot de managementonderneming moet worden gerekend.

159 http://www.pwc.com/us/en/alternative-investment/publications/assets/pwc-sun-capital-partners-pension-fund-ruling.pdf.

4 Een PE-fonds (of een samenstel van PE-investeringen) kán een onderneming zijn, als actieve werkzaamheden worden verricht en omvangrijke investeringen worden gedaan. In combinatie met hoge kosten die worden gemaakt en grote risico's die worden genomen, kan niet meer gesproken worden van normaal actief vermogensbeheer. Deze activiteiten moeten wel leiden tot een hogere opbrengst dan met normaal vermogensbeheer kan worden behaald. Als de activiteiten worden verricht binnen een organisatie van kapitaal en arbeid, kan in dat geval tot onderneming worden geconcludeerd.
5 Bij het voorgaande moet in aanmerking worden genomen dat voor PE-fondsen geldt dat er per definitie sprake is van een hoog risicoprofiel. Daarmee worden over het algemeen hogere rendementen nagestreefd. Daarmee is dus nog niet gezegd dat een hoger rendement behaald wordt *door* de verrichte activiteiten. Wil er sprake zijn van een bron van inkomen dan moet er immers een relatie zijn tussen de arbeid en de hogere opbrengst. Dit punt hebben we in voorgaande uitspraken niet expliciet behandeld, maar is wel van belang voor het eindoordeel (vergelijk de uitspraken over onroerendgoedexploitatie met betrekking tot de BOR).
6 In het algemeen kan gezegd worden dat bij een PE-fonds eerder sprake zal zijn van ondernemen als het als beleggingsstrategie venture capital/start-ups, buy-out of turnaround heeft, een dermate groot risico loopt, en dermate actief is, dat de activiteiten van de managers gericht zijn op het creëren van aandeelhouderswaarde, en die activiteiten ook toegerekend kunnen worden aan het fonds (in plaats van slechts aan het beheren van vermogen). Voor hedgefondsen of reguliere beleggingsfondsen zal veeleer sprake zijn van normaal vermogensbeheer en is er dus geen sprake van ondernemen.
7 Voor een particuliere investeringsmaatschappij (van bijvoorbeeld een vermogende) moeten we kijken naar de totale beleggingsportefeuille. Vaak is niet alleen sprake van PE-investeringen, maar ook van andere investeringen (zoals beursaandelen, liquiditeiten, onroerende zaken etc.). Voor het beheer van een dergelijke portefeuille is intensief beheer, ook door een ingehuurd fondsmanagement, op zichzelf bezien nog niet zo bijzonder. Ook niet als RvC-posities geclaimd worden. Maar als in hoge mate wordt gebruikgemaakt van arbeid voor 'een stukje' PE-investeringen, of voor een afzonderlijke PE-entiteit moet langs eerder genoemde lijnen worden bezien of dat als een afzonderlijke onderneming kan worden aangemerkt. De eerder genoemde uitspraak van de Hoge Raad van 14 april 2017 laat zien dat dit uiteindelijk wel het oordeel kan zijn.

Kortom, één oordeel over hét fenomeen PE is dus niet te geven. De discussie is feitelijk van aard. Er moet van geval tot geval worden gekeken of sprake is van een onderneming. Daarvoor zijn voorgaande overwegingen van belang. De volgende feiten kunnen met name van belang zijn voor het antwoord op de vraag of er sprake is van ondernemen:

– *Hoge kosten:* er is sprake van een beheersvergoeding, carried-interestrechten.
– *Forse risico's*: de grootte van het aandelenbelang, de vraag of er sprake is van een controlerend belang, de levensduur van het fonds, de vraag of er al dan niet geïnvesteerd wordt in beursfondsen, de duur van de participatie in de targets.
– *Leverage:* geen leverage op fondsniveau, wel eventueel op targetniveau.
– *Bemoeienis met de target:* formele zeggenschap (commissarispositie, specifieke aandeelhoudersrechten, veto- of informatierecht, het aantal participaties dat wordt gemanaged, intensief contact met het bedrijf van de target, actief vervangen directieleden).
– *Kennis ervaring en relaties*: specifieke kennis van de branche, kennis over waarde van targets, onderhouden relatienetwerk.
– *Relatie tussen arbeid en opbrengst*: staan de eerder genoemde activiteiten in relatie tot een hogere opbrengst?

Op basis van het voorgaande kunnen we voor het onderscheid ondernemen/beleggen het volgende schema maken:

Figuur 50: Onderscheid ondernemen/beleggen bij PE

Beleggen	⟶	Tendeert naar ondernemen
Regulier beleggingsfonds	Hedgefonds	Buy-out/turnaraound Venture capital

Hierbij merken we op dat nadere jurisprudentie zal moeten uitwijzen welke elementen de doorslag geven. Het oordeel blijft sterk afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het geval.

6.3.9 Gevolgen van het oordeel 'ondernemen'

Hierna volgt tot slot nog een korte behandeling van de gevolgen die verbonden zijn aan het oordeel dat private equity 'ondernemen' is. Stel dat de rechter uiteindelijk oordeelt dat een PE-fonds (venture capital/buy-out) een onderneming drijft. Dan is er sprake van een organisatie van kapitaal en arbeid waarmee wordt deelgenomen aan het economische verkeer. Wat zijn daarvan de gevolgen?

In grote lijnen komt het erop neer dat waar we er tot dusver steeds van uitgingen dat dergelijke investeringen beleggingen vormen – en dus de door particuliere investeerders gerealiseerde vermogensmutaties onbelast zijn – dit nu anders is en we steeds in de belaste box 1-sfeer zitten. Voor indirect gehouden belangen zal er eerder sprake zijn van doorschuiffaciliteiten of vrijstellingen die aanknopen bij het ondernemerschap (BOR). Voor de btw geldt een afwijkend toetsingskader. De vraag of een PE-fonds een onderneming drijft in de zin van de omzetbelasting bespreken we in onderdeel 11.2.3.

Als we het overzicht uit het begin van dit onderdeel erbij nemen, dan leidt het oordeel 'ondernemen' tot het volgende overzicht:

- Vpb en IB, buitenlandse belastingplicht (art. 17 Wet Vpb 1969 en art. 7.2 Wet IB 2001): *In dergelijke gevallen zal voor de investeerders in een PE-fonds sprake zijn van een vaste inrichting en dus van buitenlandse belastingplicht.*
- De vraag of er sprake is van een vaste inrichting in het kader van toepassing van een belastingverdrag: *voor de investeerder in PE zal toewijzing van het heffingsrecht plaatsvinden aan de bronstaat.*
- Wet dividendbelasting 1965, belastingplicht coöperaties (art. 1, lid 7, Wet DB 1965): *er is sprake van een uitzondering voor belastingplicht ingeval van coöperaties.*
- BOR-faciliteiten in de SW 1956 (art. 35c SW 1956): *(indirect) aanmerkelijkbelanghouders rechtstreeks ondernemers, of medegerechtigden in een PE-fonds kunnen recht hebben op de BOR-faciliteit.*
- IB, voor wat betreft het onderscheid ondernemen-beleggen, de indeling in box 1 dan wel in box 3: *deelnemers in een PE-fonds, zoals commanditaire vennoten of winstdelende crediteuren, of houders van co-investeringen zijn medegerechtigden in de zin van artikel 3.3 van de Wet IB 2001, of kunnen zelfs ondernemer zijn als ze aansprakelijk zijn (volgens het hiervoor genoemde Amerikaanse Sun Capital-arrest). Carried-interesthouders of andere lucratiefbelanghouders zullen gezien de rangorderegeling niet meer onder de lucratiefbelangregeling vallen, maar in box 1 als ondernemer of medegerechtigde worden belast. De aanmerkelijkbelangvariant is hierdoor ook niet meer bereikbaar. Een box 3-variant is niet meer aan de orde.*
- IB, de vraag of een PE-fonds een onderneming drijft, of dat PE-gerelateerd vermogen tot een bestaande onderneming moet worden gerekend: *op basis van de vermogensetiketteringsregels zal 'overig vermogen' dat bijvoorbeeld dienstbaar is aan PE aan de PE-onderneming kunnen worden toegerekend.*
- IB, de doorschuiffaciliteiten van artt. 4.17a t/m 4.17c Wet IB 2001: *(indirect) aanmerkelijkbelanghouders in een PE-fonds kunnen recht hebben op de doorschuiffaciliteit.*
- IB, forfaitair rendement (artt. 4.13 en 4.14, Wet IB 2001): *investeringen in een PE-fonds impliceren 'aanzienlijk afwijken van beleggen' en daarvan zal, indien sprake is van meer dan normaal actief vermogensbeheer, sprake zijn.*

Vanuit de betrokkenen bij PE leidt dat tot het volgende overzicht:

- *PE-huizen* die fondsen opzetten om er het management op te voeren, zijn niet alleen ondernemer voor de managementactiviteiten maar ook voor de eventuele investeringen in het fonds.
- *De investeerder,* de betrokkene die het geld fourneert waarmee de aankoop van de targets wordt gefinancierd (vaak een bank, institutionele belegger, een vermogende particulier of bedrijf, vaak ook de participatiemaatschappij zelf) heeft een aandeel in een onderneming.
- *De fondsmanager* (gelieerd aan een PE-huis), veelal in dienst bij de management-bv en bijna altijd gerechtigd tot de carriedaandelen (vaak <5%) of als de belangen groter zijn via een persoonlijke houdster, heeft een belang in een onderneming.
- *Vermogende particulieren* die mee-investeren via een zelfstandige participatiemaatschappij (PE-huis) hebben een belang in een onderneming en zijn, afhankelijk van de fiscale structuur, ondernemer of medegerechtigde.
- *Management van de targets* dat mee-investeert en gerechtigd is tot de carried: zie de opmerkingen bij de fondsmanagers.
- *De eigenaren van een zelfstandige participatiemaatschappij* zijn vaak aanmerkelijkbelanghouder in de investmentcompany en de management-bv-structuur. Zij hebben een aanmerkelijk belang in een lichaam dat een onderneming drijft (en hebben dus mogelijk recht op de BOR en de DSR/aanmerkelijk belang).

Uit het voorgaande volgt dat de gevolgen ingrijpend kunnen zijn. Denk aan de lucratiefbelangregeling: deze gaat ervan uit dat zonder die regeling sprake zou zijn van een aanmerkelijk belang of een box 3-bestanddeel. Zou men tot de conclusie komen dat er sprake is van ondernemen, dan zou elke investeerder in een dergelijk fonds die gerechtigd is in de opbrengst box 1-inkomen genieten. Dat investeerders in een fonds als ondernemer moeten worden beschouwd, zou in veel gevallen leiden tot toepassing van opvolgings- of doorschuiffaciliteiten die voor ondernemers bedoeld zijn. Daarbij moet worden bedacht dat er in internationaal verband bepaald geen eenstemmigheid bestaat over de karakterisering van een PE-fonds als ondernemen of als beleggen, met kwalificatieverschillen tot gevolg.

6.4 Samenvatting

In dit hoofdstuk hebben we een totaaloverzicht gegeven van fiscale aspecten die aan een private-equity-structuur kunnen kleven. In grote lijnen gaat het 'onder' in de fondsstructuur om vennootschapsbelasting, dividendbelasting, loon- en omzetbelasting, en 'boven' in de structuur of ingeval van informele structuren om de loon-, inkomsten- en schenk- en erfbelasting. De fiscale aspecten zijn divers en complex en hebben betrekking op veel verschillende subjecten die bij een private-equitystructuur betrokken zijn. Tegelijkertijd is er onderlinge samenhang.

Met betrekking tot private equity en ondernemen is het waarschijnlijk dat de rechter zal oordelen dat actieve vormen van PE binnen een duurzame organisatie tot de conclusie ondernemen leidt. De materie is sterk feitelijk en het is zaak om casus steeds goed te beoordelen. Belangrijke vraag is de relatie tussen de arbeid en de opbrengst. Is (ook) PE niet uiteindelijk toch speculatief? Hoe dan ook, feitelijke kennis van het fenomeen PE en van de omstandigheden van het geval is daarbij van belang. Met dit rapport hopen wij in deze lacune te hebben voorzien, ook al is er dan geen simpele eindconclusie te geven.

Terug naar inhoud

7 Vennootschapsbelasting en dividendbelasting

In dit hoofdstuk beschrijven we de vennootschaps- en dividendbelastingaspecten van private equity. Na het lezen ervan bent u in staat om de lijnen te onderkennen waarlangs de beoordeling loopt van het arm's-lengthprincipe in relatie tot de (excessieve) financiering van portfolio-ondernemingen met vreemd vermogen. Daarnaast bent u op de hoogte van de wettelijke bepalingen omtrent renteaftrek-(beperkingen) in de vennootschapsbelasting. Ook weet u op hoofdlijnen de internationale Vpb- en dividendbelastingaspecten bij PE-fondsen te onderkennen.

7.1 Private equity en Vpb

7.1.1 Inleiding

In dit hoofdstuk gaan we in op de voor de behandeling van private equity meest relevante artikelen van de Wet Vpb 1969. Op grond van de Wet Vpb 1969 wordt een belasting naar de winst geheven van in Nederland gevestigde lichamen (art. 1 en art. 2 jo. art. 7 e.v. Wet Vpb 1969). Onder omstandigheden worden lichamen die niet in Nederland zijn gevestigd, maar wel inkomen uit Nederland genieten, eveneens in de heffing Vpb betrokken (art. 1 en art. 3 jo. art. 17 e.v. Wet Vpb 1969).

Voordat we aandacht besteden aan de afzonderlijke wetsartikelen, staan we eerst kort stil bij het verschil in behandeling tussen eigen vermogen en vreemd vermogen binnen de vennootschapsbelasting (onderdeel 7.1.2). Daarna schetsen we op hoofdlijnen een 'standaard'-structuurschema van een buy-out en benoemen we de relevante aspecten van vennootschapsbelasting (onderdeel 7.1.3).

In de onderdelen daarna gaan we meer in detail in op de voor PE relevante aspecten van de Wet Vpb 1969.

In onderdeel 7.2 gaan we in op de arm's length-benadering van excessieve financieringen (art. 8b Wet Vpb 1969). In dit onderdeel staat de signalering centraal van situaties waarin sprake is van excessieve financiering van overnames van in Nederland belastingplichtige ondernemingen met leningen die aangegaan worden bij gelieerde partijen, doorgaans de aandeelhouder (shareholder loans).

In onderdeel 7.3 benoemen we de fiscaal relevante issues ten aanzien van PE vanuit de renteaftrek-beperkingen van de artikelen 10a, 10b, 13l en 15ad van de Wet Vpb 1969.

In onderdeel 7.4 staan we uitgebreid stil bij onder meer de behandeling van een verzoek om zekerheid vooraf met betrekking tot een PE-fonds. Hierbij worden zowel buitenlandse als Nederlandse PE-fondsen behandeld. Daarbij komen onder meer de buitenlandse belastingplicht, de dividendbelasting en de deelnemingsvrijstelling aan bod.

Tot slot wordt in onderdeel 7.5 kort ingegaan op de Vpb-aspecten die zich kunnen voordoen rondom de (al dan niet) aftrekbaarheid als (loon)kosten van aan werknemers verstrekte beloningselementen in de vorm van aandelen.

We sluiten het hoofdstuk af met enkele samenvattende opmerkingen in onderdeel 7.6.

7.1.2 Verschil eigen vermogen en vreemd vermogen

Binnen de vennootschapsbelasting bestaat een principieel onderscheid in de behandeling van eigen vermogen (kapitaal) en vreemd vermogen (geldlening). De betaalde vergoeding voor het verstrekken van eigen vermogen (dividend) is niet aftrekbaar bij het bepalen van de winst. Ontvangen dividenden blijven bij de vermogensverstrekker veelal onbelast als gevolg van de toepassing van de deelnemingsvrijstelling. De betaalde vergoeding voor het verstrekken van vreemd vermogen (rente) is daarentegen wel aftrekbaar bij het bepalen van de winst, en ook belastbaar bij de geldverstrekker.

Het is dan ook van groot belang om vast te stellen of een geldverstrekking moet worden aangemerkt als eigen vermogen of als vreemd vermogen. Volgens vaste jurisprudentie geldt dat voor de beantwoording van de vraag of een geldverstrekking voor wat betreft de fiscale gevolgen als een geldlening dan wel als een kapitaalverstrekking heeft te gelden, in beginsel de civielrechtelijke vorm beslissend is (zie onder meer HR 25 november 2011, nr. 08/05323, ECLI:NL:HR:2011:BN3442, BNB 2012/37, r.o. 3.3.1).

Een geldverstrekking vormt volgens de civielrechtelijke vorm een lening als er sprake is van een terugbetalingsverplichting. In een arrest gewezen voor de kapitaalsbelasting overwoog de Hoge Raad op dit punt (HR 8 september 2006, nr. 42 015, ECLI:NL:HR:2006:AV2327, BNB 2007/104):

> Noch de omstandigheid dat de geldverstrekking door een onafhankelijke derde niet zou hebben plaatsgevonden zonder dat door belanghebbende of een zustervennootschap zekerheid was gesteld, respectievelijk dat de geldverstrekking is geschied op onzakelijke voorwaarden, noch de omstandigheden dat de terugbetalingsverplichting voorwaardelijk is en dat de terugbetaling onzeker is, ontnemen aan de geldverstrekking het karakter van een geldverstrekking met een daarbij voor de ontvanger geschapen terugbetalingsverplichting. Die terugbetalingsverplichting verleent aan een geldverstrekking het kenmerk van een lening. (...) 's Hofs uitspraak en de stukken van het geding laten geen andere conclusie toe dan dat aan de onderhavige geldverstrekking voor de ontvanger een terugbetalingsverplichting is verbonden, en dat het ten tijde van de geldverstrekking niet was te voorzien dat het nimmer tot terugbetaling zou komen. Dit brengt mee dat deze geldverstrekking moet worden beschouwd als een lening, en bijgevolg niet kan worden aangemerkt als een bijeenbrengen van kapitaal in de zin van de Wet op belastingen van rechtsverkeer.

De hoofdregel dat een geldverstrekking die civielrechtelijk wordt aangemerkt als een lening, ook fiscaalrechtelijk als lening heeft te gelden, lijdt uitzondering ingeval sprake is van (i) een schijnlening, (ii) een deelnemerschapslening of (iii) een bodemlozeputlening. Van een deelnemerschapslening is sprake indien een lening is verstrekt onder zodanige voorwaarden dat de schuldeiser met het door hem uitgeleende bedrag in zekere mate deel heeft in de onderneming van de schuldenaar (zie HR 25 november 2005, nr. 40 989, ECLI:NL:HR:2005:AT5958, BNB 2006/82). Van een bodemlozeputlening is kort gezegd sprake als de geldlening is verstrekt onder zodanige omstandigheden dat aan de uit die lening voortvloeiende vordering, naar de uitlener reeds aanstonds duidelijk moet zijn geweest, voor het geheel of voor een gedeelte geen waarde toekomt omdat het door hem ter leen verstrekte bedrag niet of niet ten volle zal kunnen worden terugbetaald (zie onder meer HR 27 januari 1988, nr. 23 919, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, BNB 1988/217 en HR 24 mei 2002, nr. 37 071, ECLI:NL:HR:2002:AE3171, BNB 2002/231).

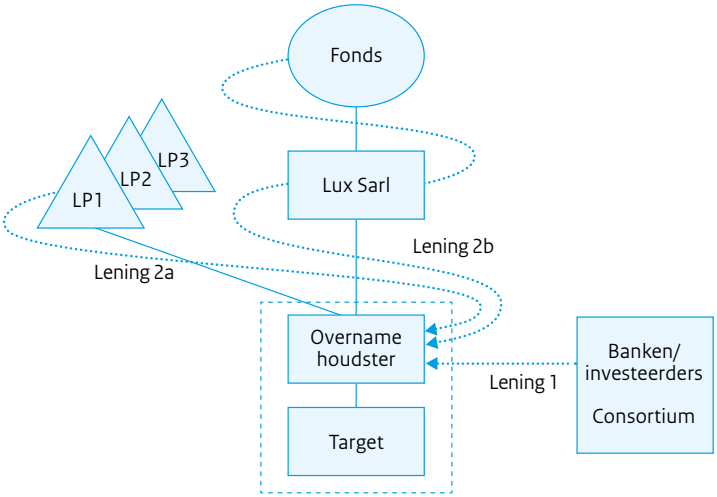
De vraag in welke gevallen een geldverstrekking civielrechtelijk moet worden aangemerkt als eigen vermogen is aan bod gekomen in HR 7 februari 2014, nr. 12/04640, ECLI:NL:HR:2014:181, BNB 2014/80. Hierin overwoog de Hoge Raad onder meer 'dat het door aandeelhouders aan een vennootschap verschafte kapitaal als risicodragend is te beschouwen, dat wil zeggen aansprakelijk is voor de schulden van de vennootschap' (rechtsoverweging 3.4.3). Doordat het bestaan van een terugbetalingsverplichting en de aansprakelijkheid voor de schulden van een vennootschap elkaar niet uitsluitende wezenskenmerken zijn, blijven vele hybride instrumenten denkbaar. Een nadere uiteenzetting op dit punt gaat de reikwijdte van deze inleiding te buiten. De beoordeling of sprake is van kapitaal of een geldlening, moet dan ook van geval tot geval worden bezien.

Op deze plaats is het van belang om samenvattend op te merken dat als gevolg van het verschil in de fiscale behandeling van de vergoeding die wordt verstrekt voor vreemd vermogen (aftrekbare rente) en eigen vermogen (niet aftrekbaar dividend) het voor belastingplichtigen veelal fiscaal interessant is om de component vreemd vermogen te maximeren.

7.1.3 Standaardstructuur Vpb

Vooruitlopend op de bespreking van de relevante Vpb-aspecten ten aanzien van PE, is het goed om zicht te hebben op het PE-spel, de spelers en de instrumenten waarvan de spelers zich bedienen. Zie hiervoor het algemeen inleidende deel I van dit rapport, en het 'standaard'-structuurschema van een buy-out (figuur 51). Het schema is bedoeld als vertrekpunt voor de verdere beschrijving en beoogt niet volledig te zijn. In de praktijk komen, met name als het gaat om buitenlandse PE-organisaties, veel ingewikkelder schema's voor.

Figuur 51: Standaardstructuur buy-out



Bij een overname op Nederlands niveau wordt doorgaans een structuur opgezet waarbij een overnamehoudster de aandelen in het kapitaal van de overnamekandidaat (hierna: de target) verwerft. Ten einde de overnamehoudster in staat te stellen om de koopprijs te voldoen, wordt deze doorgaans voorzien van een relatief gering bedrag aan eigen vermogen vanuit het fonds. Daarnaast worden doorgaans substantiële bedragen aan vreemd vermogen verstrekt door (overigens niet-gelieerde) banken- en investeerdersconsortia ('lening 1'). In aanvulling op deze leningen wordt de overnamehoudster aanvullend veelal uitgerust met een sub-component binnen het vreemd vermogen: de aandeelhoudersleningen (leningen 2a en 2b). Dit betreffen leningen die de overnamehoudster opneemt bij haar eigen aandeelhouder(s)/investeerders (ook wel shareholder loans, leningen 2a en 2b in figuur 50). In de praktijk komen vele variaties voor in de precieze vormgeving van deze leningen.

De rente die op het vreemd vermogen wordt betaald, is in beginsel aftrekbaar voor de berekening van de fiscale winst van de vennootschap die deze financiering is aangegaan. Doorgaans zal dit de overnamehoudster zijn, die veelal nieuw is opgericht met het doel de aandelen in de target te verwerven.

Een van de concepten die binnen het aandachtsveld in de behandeling van PE-structuren een welhaast cruciale rol speelt, is de faciliteit van de fiscale eenheid in de Wet Vpb 1969. Op basis van deze faciliteit kunnen de vennootschappen die binnen een bepaald concern binnen een zelfde fiscale jurisdictie actief zijn, hun winsten (en verliezen) samenvoegen en deze in één fiscale aangifte verwerken. De fiscale eenheid is een faciliteit die aan belastingplichtigen wordt geboden. Een faciliteit is een begunstiging. Als deze in de Wet Vpb 1969 is opgenomen, waarom wordt ze dan genoemd in een handreiking die de fiscale behandeling van PE-structuren ten doel heeft? Het antwoord op deze vraag staat los van het karakter van de fiscale eenheid als faciliterend instrument. Het moet worden gezocht in de systematiek van winstberekening zoals die civielrechtelijk en fiscaal geldend is.

In het kader van deze handreiking is het relevant om te schetsen hoe de Nederlandse fiscale grondslag kan worden geërodeerd met gebruikmaking van de faciliteit van de fiscale eenheid.

Op grond van de Wet Vpb 1969 wordt ondernemingswinst binnen een vennootschappelijke structuur belast. Winst wordt gedefinieerd als het saldo van opbrengsten minus kosten die binnen een bepaalde periode (het heffingstijdvak) door een belastingplichtige rechtspersoon wordt gerealiseerd. Doel en strekking van artikel 8 van de Wet Vpb 1969 (jo. Artikel 3.8 van de Wet IB 2001) is dat *zakelijke* winsten in de belastingheffing worden betrokken. Dat zijn winsten die zijn ontdaan van aandeelhoudersinvloeden en aandeelhoudersmotieven. Voor zover rentelasten hun oorsprong vinden in de aandeelhoudersrelatie, dienen zij derhalve uit de totaalwinst te worden geëlimineerd. De volgens de principes die gelden voor de commerciële jaarrekening vastgestelde winst moet worden vertaald naar een fiscale winst, waarbij de verschillen bestaan uit positieve of negatieve aanpassingen die voortvloeien uit de fiscale wetgeving.

7.2 Arm's length financieren

7.2.1 Inleiding

Een component die in het licht van dit rapport voor de bepaling van het commerciële, en daarna het fiscale, resultaat van een belastingplichtige van belang is, is rente. Rente kan enerzijds ontvangen worden vanwege het bestaan van bepaalde vorderingen. Rente is anderzijds verschuldigd vanwege het bestaan van bepaalde schulden. In het licht van deze handreiking is deze laatste situatie interessant. Rente die verschuldigd is voor de financiering van activa wordt in commerciële zin doorgaans als aftrekbare last in aanmerking genomen. In fiscale zin is het uitgangspunt dat dit eveneens het geval is. Voor een aantal situaties heeft de wetgever, in een enkel geval met hulp van de fiscale rechter, de aftrekbaarheid van rente voor fiscale doeleinden beperkt. Zie voor deze specifieke renteaftrekbeperkingen onderdeel 7.3. Vanwege het wettelijke kader van de renteaftrekbeperkingen hebben belastingplichtigen en hun adviseurs de mogelijkheid concern- en financieringsstructuren aan dit kader aan te passen. Op die wijze kan de aan de Nederlandse concernonderdelen te alloceren rente zodanig worden vastgesteld, dat zij in principe in aftrek gebracht kan worden en dus niet tot dubbele belastingheffing binnen het concern leidt.

Het Nederlandse bedrijfsleven is in de afgelopen decennia geconfronteerd met een groot aantal overnames door PE-fondsen: veelal beleggingsfondsen van kapitaalkrachtige belanghebbenden met een middellangetermijnstrategie gericht op de rendementen die worden behaald door bedrijven. De motieven voor een overname, evenals de bedrijven die in dit kader interessant zijn voor PE-partijen, blijven in het kader van dit onderdeel onbesproken. Zie voor een algemene inleiding hierover onderdeel 4.3.

Bij een overname op Nederlands niveau wordt doorgaans een structuur opgezet waarbij een overnamehoudster wordt opgericht die de aandelen in het kapitaal van de target verwerft. De koopsom wordt veelal gefinancierd met een substantieel deel vreemd vermogen. De rente die op dit vreemd vermogen is verschuldigd, is in beginsel aftrekbaar voor de berekening van het commerciële en van het fiscale resultaat van de vennootschap die deze financiering is aangegaan. Zoals al in onderdeel 7.1 opgemerkt, zal de overnamehoudster die hiertoe is opgericht normaliter geen andere activiteiten verrichten en dus ook geen inkomen genereren waartegen de eerder genoemde aftrek geldend gemaakt kan worden. Door de faciliteit van de fiscale eenheid worden de resultaten van de dochter aan de moeder toegerekend en kan de renteaftrek worden geëffectueerd. Buiten het feit dat door de wet deze aftrek mogelijkerwijze wordt beperkt en getemporiseerd (op grond van de artt. 10a, 10b, 13l en/of art. 15ad Wet Vpb 1969), moet deze, artikel 8b van de Wet Vpb 1969 even buiten beschouwing gelaten, in een aangifte worden geaccordeerd.

Vanuit bedrijfseconomisch perspectief is het efficiënt om de component extern vreemd vermogen te optimaliseren, vanwege het verschil in de fiscale behandeling van de vergoeding voor vreemd vermogen (aftrekbare rente) en eigen vermogen (niet aftrekbaar dividend). Louter vanuit fiscaal perspectief kan het voor belastingplichtigen echter interessant zijn de component vreemd vermogen te maximeren en daarmee zo mogelijk een belastinggrondslag van nihil te bereiken. Binnen de kaders van de wettelijke renteaftrek-beperkingen wordt de overnamehoudster dan uitgerust met de hiervoor reeds genoemde subcomponent binnen het vreemd vermogen: de shareholder loan, een lening die de overnamehoudster opneemt bij haar eigen aandeelhouder(s). Voor de externe financiers is deze shareholder loan niet relevant, indien die is achtergesteld, daarop niet wordt afgelost en de rente daarop niet wordt betaald maar bijgeschreven: zij beschouwen deze doorgaans als garantiekapitaal voor de door hen verstrekte lening(en). Voor de groep waartoe de overnamehoudster behoort is de shareholder loan enkel een instrument om het fiscale resultaat van de fiscale eenheid (verder) te eroderen. Rente wordt niet betaald en verrekening vindt binnen de groep plaats. Er is dus geen sprake van verlies van liquiditeit, wat in het geval van een normale externe financiering anders is. De vraag is of een shareholder loan wel de kwalificatie 'lening' verdient. Ervan uitgaande dat een rationeel handelende investeerder een optimale vermogensstructuur nastreeft, komt de vraag op of het wel rationeel is om een vennootschap uit te rusten met een vermogensstructuur waarbij de component eigen vermogen ongebruikelijk ver achterblijft bij de component vreemd vermogen en waarbij de investeerder wordt geconfronteerd met een rentelast die, gezien zijn operationele resultaten, als excessief kan worden bestempeld. Nu derde partijen tot een bepaald bedrag hebben gefinancierd en zij bij het verstrekken van deze financiering eisen hebben gesteld ten aanzien van het garantiekapitaal dat door de overnamevennootschap moet worden aangehouden, kan de vraag worden opgeworpen in hoeverre verdere financiering met vreemd vermogen nog wel zakelijk is.

In dit onderdeel beogen we inzicht te geven in de wijze waarop de Belastingdienst excessieve financieringen benadert. We focussen hierna op de excessieve rentelasten aan de kant van de inlener. Uit het bovenstaande blijkt dat deze focus relevant kan zijn. Daar waar de Wet Vpb 1969 een aantal renteaftrek-beperkende artikelen kent, is de fiscale praktijk zo creatief gebleken deze artikelen in voorkomende gevallen te omzeilen. Discussies over het al dan niet van toepassing zijn, spitsen zich vaak toe op de grammaticale interpretatie van de wettelijke bepalingen. In de arm's-lengthbenadering zijn het juist de economische beginselen die aan toepassing van deze specifieke wettelijke bepalingen voorafgaan, die onderwerp van de discussie zijn. Economisch handelen moet een juridische duiding krijgen. Wanneer het handelen van een onderneming niet op zijn economische merites wordt getoetst en de wettelijke maatregelen slechts formele criteria kennen, kunnen deze maatregelen worden omzeild enkel door de 'formele checklist' te ontlopen.

7.2.2 Arm's length financieren

Zoals hierboven al gezegd kent de Wet Vpb 1969 specifieke artikelen ter bestrijding van (excessieve) rentelasten. Artikel 8b van de Wet Vpb 1969, waarin het internationaal erkende arm's-lengthprincipe wordt gecodificeerd, behoort niet tot het rijtje specifieke artikelen in dit kader, maar kan desondanks een bijdrage leveren in de bestrijding van excessieve rentelasten. Voor de bestrijding van deze rentelasten kan onder omstandigheden ook het (in de Nederlandse jurisprudentie ontwikkelde) leerstuk van de onzakelijke lening worden aangewend. In internationaal verband zal echter een correctie van de fiscale winst als het gaat om een onzakelijke lening moeten worden verdedigd op grond van het arm's-lengthprincipe. Toepassing van dit principe is niet exclusief voorbehouden aan internationale situaties.

Een arm's-lengthbeoordeling is in feite het nabootsen van onderhandelingen die tussen ongelieerde partijen zouden hebben plaatsgevonden, maar tussen gelieerde partijen in het algemeen achterwege blijven. Relevant daarbij is dat ongelieerde partijen veelal tegengestelde belangen hebben en bij onderhandelingen hun eigen belangen zullen proberen te optimaliseren. Gelieerde partijen daarentegen hebben een gezamenlijk concernbelang of kunnen worden gedwongen door hun aandeelhouder en zullen dus minder snel geneigd of in staat zijn hun eigen belangen te beschermen. Een arm's-lengthbeoordeling moet dan ook plaatsvinden vanuit het perspectief van alle betrokken gelieerde partijen.

Voor wat betreft financiering is de gedachte dat de kapitaalmarkt als geldverstrekker in het algemeen bereid zal zijn meer vreemd vermogen te verstrekken dan een rationeel handelende ondernemer zal willen inlenen. Voor deze ondernemer is immers, naast de hoogte van de rente uiteraard, niet alleen van belang dat hij kan voldoen aan zijn betalingsverplichtingen betreffende het aangetrokken vreemd vermogen maar is vooral het voortbestaan, de continuïteit, van zijn onderneming van belang. Hij zal daarom ook in geval van tegenvallende resultaten nog toegang willen houden tot de kapitaalmarkt. Hij zal dus een grotere buffer aan eigen vermogen willen aanhouden dan de kapitaalmarkt eist, die hem in staat stelt onverwachte tegenvallers op te vangen, en daarom niet maximaal vreemd vermogen willen aantrekken. Het belang van de kapitaalmarkt ligt echter niet primair in het voortbestaan van de onderneming maar met name in het zoveel mogelijk zeker stellen dat de ondernemer aan zijn betalingsverplichtingen ter zake van rente op en de aflossing van de lening kan voldoen.

De kapitaalmarkt stelt in het algemeen financiële voorwaarden aan het verstrekken van vreemd vermogen, die onderdeel vormen van de financieringsovereenkomst. Gebruikelijke, en hierna kort besproken, voorwaarden zijn financiële ratio's op het gebied van solvabiliteit en de capaciteit om rente en aflossing te betalen. Zakt de onderneming door een ondergrens dan kan dat tot gevolg hebben dat de onderneming extra eigen vermogen dient aan te trekken dan wel dat een lening direct opeisbaar wordt. Dergelijke, op de kapitaalmarkt gebruikelijke, voorwaarden ontbreken in de praktijk bij gelieerde leningen.

Enkele door de kapitaalmarkt gehanteerde financiële ratio's zijn gebaseerd op de EBITDA[160] (operationele winst voor afschrijving en afwaardering). Vanuit het perspectief van de kapitaalmarkt, de geldverstrekker, is immers primair van belang dat de ondernemer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen en is daarmee met name de kasstroom, de cashflow, van de onderneming relevant. Vanuit het perspectief van de ondernemer echter is primair de continuïteit van zijn onderneming relevant en daarmee met name de EBIT[161] (operationele winst). Voorwaarde voor de continuïteit van de onderneming is niet alleen dat de betalingsverplichtingen kunnen worden nagekomen maar evenzeer dat activa tijdig vervangen kunnen worden en dus een EBIT die daarvoor voldoende dekking biedt. Logisch lijkt dan ook dat de kapitaalmarkt meer belang zal hechten aan EBITDA en te betalen rente, terwijl de ondernemer zelf meer aandacht zal hebben voor EBIT en verschuldigde rente.

De kapitaalmarkt eist in het algemeen van een onderneming, als buffer om tegenvallers op te vangen, het aanhouden van voldoende eigen vermogen in verhouding tot haar totale vermogen, een passende solvabiliteitsratio. De kapitaalmarkt dwingt de ondernemer daarmee zijn ondernemingsrisico's efficiënt te beheersen, immers de onderneming draagt zelf een substantieel first loss risico. De kapitaalmarkt probeert daarmee haar risico te beheersen dat een ondernemer die relatief weinig eigen vermogen aanhoudt daarin een aansporing kan zien om te grote ondernemingsrisico's te accepteren. Om te voorkomen dat de onderneming na onverwachte tegenvallers onvoldoende eigen vermogen aanhoudt en daarmee de continuïteit van de onderneming in gevaar komt zal een ondernemer in het algemeen meer eigen vermogen aanhouden dan de minimale eis van de kapitaalmarkt.

Een andere relevante financiële ratio voor de kapitaalmarkt is de Interest Coverage Ratio (ICR). De ICR geeft de verhouding weer tussen de EBIT(DA) en de rentekosten en biedt inzicht in de capaciteit van de onderneming om de verschuldigde rente te betalen. Hiervoor is al opgemerkt dat de kapitaalmarkt primair de EBITDA als maatstaf zal hanteren maar een rationele ondernemer met name relevant zal vinden of de EBIT voldoende dekking biedt voor de verschuldigde rente.

160 Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization.
161 Earnings Before Interest and Tax.

Ten slotte is ook de Debt-to-EBIT(DA) ratio relevant. Deze ratio geeft de verhouding weer tussen de schulden van de onderneming en de EBIT(DA) en biedt inzicht in de capaciteit van de onderneming om de schulden af te lossen. Ook hier geldt dat de kapitaalmarkt primair de EBITDA als maatstaf zal nemen terwijl een rationele ondernemer primair de EBIT als maatstaf zal hanteren.

In het kader van excessieve financiering met vreemd vermogen lijkt van belang om op te merken dat, wanneer bij een excessieve shareholder loan rente niet wordt betaald maar bijgeteld, het belang van de ICR afneemt en het belang van de Debt-to-Equity ratio toeneemt. In dat geval immers is in feite voor de geldverstrekker nog uitsluitend van belang of de onderneming op het aflossingsmoment in staat is haar betalingsverplichtingen ter zake van zowel hoofdsom als bijgetelde rente na te komen. Voor wat betreft de toepassing van het arm's-lengthprincipe verschuift bij dergelijke shareholder loans het belang van het moment van verstrekken van de lening derhalve in belangrijke mate naar het moment van aflossing. Door voortdurende bijtelling van een relatief hoge rente loopt de onderneming voorts het risico dat de verhouding tussen eigen en totaal vermogen gedurende de looptijd van de shareholder loan door de ondergrens van een gebruikelijke solvabiliteitsratio zakt.

Daarnaast zullen de prognoses een belangrijk element vormen in onderhandelingen over financiering met vreemd vermogen. Een geldverstrekker zal in het algemeen met minder gunstige prognoses rekenen dan de ondernemer, die zelf invloed en zicht heeft op zijn beleid en daarmee in belangrijke mate 'in control' is voor wat betreft het realiseren van die prognoses. Voor de hand ligt dat een geldverstrekker naar mate hij risicovollere financiering aanbiedt, rekening zal houden met minder gunstige prognoses en dat in minder gunstige financieringsvoorwaarden tot uiting brengt. Als gevolg daarvan zal de prijs voor risicovol vreemd vermogen al snel te hoog worden voor een rationeel handelende inlener.

7.2.3 Excessieve financiering en arm's-lengthprincipe

De Belastingdienst hanteert ook het arm's-lengthprincipe bij de beoordeling van de aanvaardbaarheid van excessieve financiering met gelieerd vreemd vermogen.

In de behandeling wordt gekozen voor een totaalbenadering. Artikel 8b van de Wet Vpb 1969 vormt daarbij een van de argumenten om renteaftrek te bestrijden, naast de argumenten die zijn aan te voeren op grond van de 'conventionele' renteaftrekbeperkingen (art. 10a, 13l en 15ad Wet Vpb 1969).

In dit kader is het tenslotte nog relevant te vermelden dat het fiscale belang niet zo zeer ligt in de relatieve omvang van het vreemd vermogen, maar met name in de relatieve omvang van de rentelasten ten opzichte van de EBIT. De focus ligt bij toepassing van het arm's length-principe immers op de fiscale winst. Excessieve rentelasten die het gevolg zijn van het hanteren van relatief hoge rentepercentages op gelieerde leningen kunnen op normale wijze worden getoetst aan het arm's-lengthprincipe.

In de praktijk wordt de Belastingdienst regelmatig geconfronteerd met een lening waarbij een gelieerde geldverstrekker enerzijds de meest achtergestelde en daarmee meest risicovolle lening verstrekt, maar anderzijds desondanks met de meest gunstige prognoses van de onderneming, de inlener, rekent. Als gevolg daarvan is deze gelieerde geldverstrekker bereid nog meer vreemd vermogen te verstrekken dan de kapitaalmarkt. Daar komt nog bij dat in een gelieerde financieringsovereenkomst veelal niet de tussen derden gebruikelijke voorwaarden worden opgenomen ter zake van financiële ratio's.

Logische benadering lijkt om als uitgangspunt te hanteren dat een financieringscasus aanpak behoeft als volstrekt duidelijk is dat een vergelijkbaar financieringsplaatje niet zou worden aangetroffen als inlener en geldverstrekker rationeel handelende ongelieerde ondernemingen zouden zijn. Het gaat daarom niet zozeer om de grens van arm's-lengthfinanciering maar met name om situaties waarin evident is dat die grens is overschreden.

Hiervoor is al aan de orde gekomen dat de kapitaalmarkt in het algemeen meer financiering zal willen verstrekken dan een rationeel handelende ondernemer zal willen inlenen. Het ligt echter voor de hand bij de behandeling van excessieve financieringscasus rekening te houden met de onzakelijkeleningarresten, die het perspectief van de uitlener als uitgangspunt nemen, en daarom te zoeken naar een extreme grens die noch een rationeel handelende inlener noch de kapitaalmarkt overschreden zou willen zien. De financiële ratio's die de kapitaalmarkt hanteert zijn, zeker bij PE-fondsen, wel in grote lijnen bekend. Die ratio's van de kapitaalmarkt vertonen echter een sterke onderlinge samenhang. Het is dan ook mogelijk dat de grens van één van de door de kapitaalmarkt gehanteerde ratio's wordt overschreden maar dat compensatie wordt gevonden in andere ratio's dan wel in het feit dat in de toekomst een sterke verbetering van de ratio's wordt verwacht. Er moet in beginsel dan ook met name naar de onderlinge samenhang tussen die financiële ratio's worden gekeken en niet zozeer naar het overschrijden van de grens van een afzonderlijke ratio.

Daarbij moet bedacht worden dat, zoals in de benadering van de Hoge Raad, een bij aanvang zakelijke lening ook op enig moment kan overgaan in een onzakelijke lening, de voorwaarden van een gelieerde lening die aanvankelijk arm's-lengthgevolgen heeft gaandeweg kan overgaan in een gelieerde lening waarvan de gevolgen niet meer arm's length zijn.

7.2.4 Samenvattend

In dit onderdeel hebben we de zienswijze op financieringsverhoudingen tussen gelieerde partijen weergegeven. Deze zienswijze kan, in het licht van dit rapport, ook worden toegepast in situaties waarin sprake is van excessieve financiering van overnames van in Nederland belastingplichtige ondernemingen met leningen die aangegaan worden bij gelieerde partijen, doorgaans de aandeelhouder (shareholder loans).

7.2.5 De 'onzakelijke lening', de lening met een onzakelijk debiteurenrisico

Hierboven hebben we de lijn beschreven waarin bij toepassing van het arm's-lengthprincipe het perspectief van beide partijen in een transactie aan een beschouwing wordt onderworpen. In de Nederlandse jurisprudentie ter zake van een lening met een onzakelijk debiteurenrisico (de ODR-lijn) is tot op heden slechts één perspectief, namelijk dat van de uitlener, aan de orde geweest. Dat is opmerkelijk omdat in de beoordeelde gevallen met name het zakelijk handelen van de gelieerde inlener fiscaal ter discussie stond en niet zo zeer het zakelijk handelen van de gelieerde uitlener. In het arrest HR 25 november 2011, nr. 08/05323, ECLI:NL:HR:2011:BN3442, BNB 2012/37 was sprake van een onzakelijk debiteurenrisico, dat door de debiteur, een belastingplichtige vennootschap, werd gelopen in een lening aan haar dochtermaatschappij. De Hoge Raad bevestigt zijn eerdere jurisprudentie dat alleen als sprake is van één van de drie eerder genoemde uitzonderingen, de civiele rechtsvorm van een lening voor fiscale doeleinden kan worden genegeerd, waardoor de lening fiscaal wordt beschouwd als eigen vermogen. Buiten de gevallen genoemd in HR 27 januari 1988, nr. 23 919, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, BNB 1988/217 is dit niet toegestaan. Ook in latere uitspraken was sprake van een beschouwing vanuit de optiek van de uitlener. Daar waar de in het bovenstaande neergelegde zienswijze op 'at arm's length financieren' consequenties heeft voor zowel de hoogte van de hoofdsom als de hoogte van het gehanteerde rentepercentage, lijkt de focus in de jurisprudentie rond de 'onzakelijke lening' louter gericht op het rentepercentage, waarbij andere voorwaarden dan het debiteurenrisico als gegeven worden geaccepteerd.

Met een redenering die in de literatuur bekendheid heeft verworven als de 'borgstellingsanalogie' heeft de Hoge Raad in de hiervoor genoemde uitspraak BNB 2012/37 voor situaties waarin sprake is van een door de debiteur aanvaard risico dat als onzakelijk kan worden aangemerkt, een redenering gegeven op basis waarvan een zakelijk rentepercentage (in een dergelijke situatie) kan worden benaderd. In het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 26 november 2013, nr. IFZ 2013/184M, Stcrt. 2013, 32584 (het Verrekenprijsbesluit 2013) is deze uitspraak als volgt samengevat:

> In Hoge Raad 25 november 2011, nr. 08/05323, ging het om de vraag of in binnenlandse verhoudingen een gelieerde geldlening afgewaardeerd kon worden. De Hoge Raad heeft hierbij aangegeven dat, als bij een geldlening tussen gelieerde partijen de rente niet in overeenstemming met het arm's lengthbeginsel is vastgesteld, voor de fiscale winstberekening moet worden uitgegaan van een rente die wel aan dit beginsel voldoet. Voor de bepaling van die rente dient hetgeen hiervoor in deze paragraaf is beschreven als uitgangspunt te worden genomen. Indien de hiervoor bedoelde aanpassing er toe leidt dat er sprake zal zijn van een winstdelende vergoeding, wordt volgens de Hoge Raad het karakter van hetgeen partijen zijn overeengekomen aangetast. Indien geen rente kan worden bepaald waaronder een onafhankelijke derde bereid zou zijn geweest een zelfde geldlening te verstrekken aan de inlenende concernvennootschap, onder overigens dezelfde voorwaarden en omstandigheden, veronderstelt de Hoge Raad dat bij die verstrekking door de uitlenende concernvennootschap een debiteurenrisico wordt gelopen dat deze derde niet zou hebben genomen. Alsdan moet – behoudens bijzondere omstandigheden – ervan worden uitgegaan dat de uitlenende concernvennootschap dit risico heeft aanvaard met de bedoeling het belang van de met haar gelieerde vennootschap in de hoedanigheid van aandeelhouder dan wel zuster/dochtervennootschap te dienen. De Hoge Raad noemt dit een onzakelijke lening. Een eventueel afwaarderingsverlies op een dergelijke lening kan niet op de (fiscale) winst van de uitlener in aftrek worden gebracht. Vervolgens dient voor de onzakelijke geldlening een arm's length rente vastgesteld te worden. De Hoge Raad geeft daarvoor een vuistregel. De rente op de onzakelijke lening wordt gesteld op de rente die de inlenende concernvennootschap zou moeten vergoeden indien zij met een borgstelling van de uitlenende concernvennootschap onder overigens gelijke voorwaarden en omstandigheden van een derde zou lenen. Het gevolg is dat de aldus bepaalde rente aftrekbaar is bij de inlenende concernvennootschap en belast bij de uitlenende concernvennootschap. Het verschil tussen de daadwerkelijk in rekening gebrachte rente en de op basis van de kredietwaardigheid van de uitlenende concernvennootschap bepaalde rente bevindt zich in de kapitaalsfeer. De toetsing van de zakelijkheid van de geldverstrekking kan zowel op het moment van verstrekken als gedurende de looptijd plaatsvinden. Deze toetsing dient vanuit het perspectief van de uitlenende en de inlenende partij plaats te vinden. Verwijzend naar hetgeen hiervoor is gesteld ten aanzien van het perspectief van betrokken partijen zal een gelieerde uitlener die een lening verstrekt aan een inlenende concernvennootschap die onvoldoende kredietwaardig is (na het aangaan van de lening is de rating < BBB-) ook in de benadering van genoemd arrest aannemelijk dienen te maken dat geen sprake is van een 'onzakelijke lening'. Hetzelfde geldt naar mijn mening voor de inlener die als gevolg van de gelieerde financieringstransactie zijn kredietwaardigheid ziet dalen tot een niveau beneden BBB-. De Hoge Raad overweegt dat de hoogte van de rente op een 'onzakelijke lening', een lening met een onzakelijk debiteurenrisico, dient te worden vastgesteld door uit te gaan van de kredietwaardigheid van de uitlenende concernvennootschap, maar heeft in zijn arrest geen uitleg gegeven hoe om te gaan met de kredietwaardigheid van de uitlenende groepsvennootschap ten opzichte van de kredietwaardigheid van de inlenende vennootschap. In geval van een hogere kredietwaardigheid van de uitlener ten opzichte van de kredietwaardigheid van de inlener zal de rente die de uitlenende concernvennootschap zelf in rekening gebracht zou krijgen als de passende arm's length rente gelden. Indien de uitlenende concernvennootschap geen betere kredietwaardigheid heeft dan de inlenende concernvennootschap, dan wel is deze vennootschap zelf niet 'investment grade', dan voegt de fictieve borgstelling niets toe. In dat geval kan in ieder geval niet meer dan de risicovrije rente op de geldlening in aanmerking worden genomen. Het eindresultaat dient een rentelast/rentebate te zijn die voldoet aan de arm's length criteria van artikel 8b van de Wet Vpb 1969.

Aanpak van aftrek bij PE-structuren zal doorgaans aan de orde zijn wanneer sprake is van excessieve rentekosten. In die gevallen zal ook de lijn die de Hoge Raad in BNB 2012/37 heeft uitgezet (ODR-lijn, inclusief borgstellingsanalogie) worden gevolgd. In het kader van een zogenoemde 'totaalbenadering' zullen ook de uitgangspunten zoals beschreven in de voorgaande en volgende onderdelen in de overwegingen worden meegenomen. In welke volgorde welke elementen in de totaalbenadering in de discussie worden ingezet, is afhankelijk van de feiten en omstandigheden van de casus in kwestie.

7.3 Renteaftrekbeperkingen

7.3.1 Inleiding

Nadat is vastgesteld dat (i) de verstrekte gelden fiscaal als lening moeten worden aangemerkt (onderdeel 7.1), en (ii) geen sprake is van onzakelijke financiering in de zin van artikel 8b van de Wet Vpb 1969 (onderdeel 7.2), kan de aftrek van (de zakelijke) rente worden beperkt op grond van verschillende renteaftrekbeperkingen in de Wet Vpb 1969.

In dit onderdeel behandelen we de renteaftrekbeperkingen van de artikelen 10a, 13l en 15ad van de Wet Vpb 1969 en de daarmee samenhangende fiscaal relevante issues ten aanzien van PE.

7.3.2 Art. 10a Wet Vpb 1969

7.3.2.1 *Achtergrond en algemene werking*

Artikel 10a van de Wet Vpb 1969 beoogt kort gezegd te voorkomen dat de Nederlandse belastinggrondslag wordt uitgehold door renteaftrek. Deze uitholling wordt bereikt doordat binnen concern schuldverhoudingen worden aangegaan die tot doel hebben om door middel van rentebetalingen de winst van in Nederland belaste lichamen te doen toekomen aan vrijgestelde, laag belaste of verlieslatende concernlichamen.

Om grondslaguitholling tegen te gaan, komt de rente op schulden aan verbonden lichamen die verband houden met een besmette rechtshandeling in beginsel niet voor aftrek in aanmerking. De betreffende rechtshandelingen zijn:

a een winstuitdeling of een teruggaaf van gestort kapitaal door de belastingplichtige of door een met hem verbonden lichaam dat aan deze belasting is onderworpen, aan een met hem verbonden lichaam of verbonden natuurlijk persoon;
b een kapitaalstorting door de belastingplichtige, door een met hem verbonden lichaam dat aan deze belasting is onderworpen of door een met hem verbonden natuurlijk persoon die in Nederland woont, in een met hem verbonden lichaam;
c de verwerving of uitbreiding van een belang door de belastingplichtige, door een met hem verbonden lichaam dat aan deze belasting is onderworpen of door een met hem verbonden natuurlijk persoon die in Nederland woont, in een lichaam dat na deze verwerving of uitbreiding een met hem verbonden lichaam is.

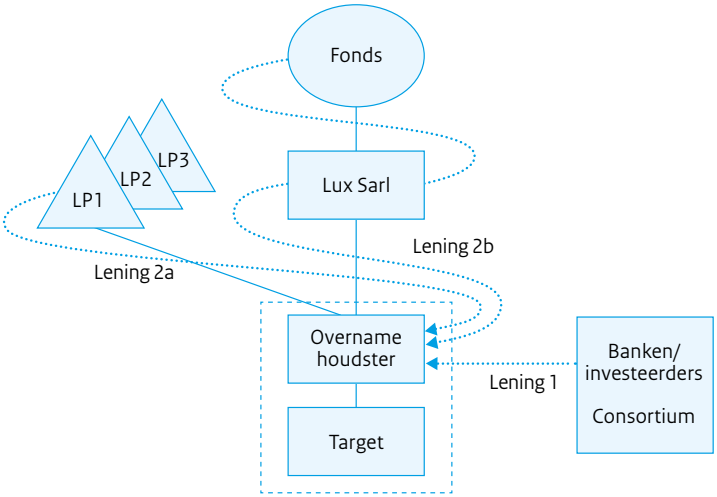
Deze hoofdregel vindt geen toepassing als de belastingplichtige aannemelijk maakt dat:
(i) aan de schuld én de rechtshandeling overwegend zakelijke motieven ten grondslag liggen, of
(ii) de rente bij de crediteur in een acceptabele heffing wordt betrokken.

Slaagt de belastingplichtige erin om aannemelijk te maken dat de rente bij de crediteur acceptabel wordt belast, dan wordt de rente wel in aftrek toegestaan, tenzij de inspecteur op zijn beurt aannemelijk maakt dat:
(i) de schuld is aangegaan met het oog op het verrekenen van verliezen of andersoortige aanspraken welke in het jaar zelf zijn ontstaan dan wel op korte termijn zullen ontstaan, of
(ii) aan de schuld of de rechtshandeling niet in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen.

7.3.2.2 *Art. 10a Wet Vpb 1969 en private equity*

Voor de aankoop van een Nederlandse target door een PE-organisatie wordt, zoals aangegeven, doorgaans een nieuwe overnamehoudster opgericht. Deze overnamehoudster verwerft (omwille van de vorming van een fiscale eenheid, ten minste 95% van) de aandelen in het kapitaal van de target van een derde. In dat geval is er sprake van een besmette rechtshandeling in de zin van artikel 10a, eerste lid, sub c van de Wet Vpb 1969.[162]

Figuur 51: Standaardstructuur buy-out



Voor zover deze rechtshandeling wordt gefinancierd met een lening van een verbonden lichaam, komt de rente op deze schuld in beginsel niet voor aftrek in aanmerking. De rente verschuldigd over de bankschuld (lening 1) valt in beginsel niet onder de reikwijdte van lid 1. De rente verschuldigd over de aandeelhoudersleningen (lening 2a en 2b) afkomstig van het private-equityfonds en/of investeerderslichamen vallen in beginsel onder de reikwijdte van lid 1, mits deze uiteraard als verbonden lichaam kunnen worden aangemerkt.

a Verbondenheid

Om onder het toepassingsbereik van artikel 10a, eerste lid, van de Wet Vpb 1969 te vallen, moet er sprake zijn van een schuld aan een verbonden lichaam (of een verbonden natuurlijke persoon). Onder verbonden lichaam wordt verstaan (lid 4):

a een lichaam waarin de belastingplichtige voor ten minste een derde gedeelte belang heeft;
b een lichaam dat voor ten minste een derde gedeelte belang heeft in de belastingplichtige;
c een lichaam waarin een derde voor ten minste een derde gedeelte belang heeft, terwijl deze derde tevens voor ten minste een derde gedeelte belang heeft in de belastingplichtige, waarbij een belang dat wordt gehouden door de partner of een minderjarig kind van een natuurlijk persoon aan die persoon wordt toegerekend, waarbij onder een kind mede wordt verstaan een kind van een partner alsmede een pleegkind;
d een lichaam dat met de belastingplichtige deel uitmaakt van een fiscale eenheid als bedoeld in de artikelen 15 en 15a van de Wet Vpb 1969.

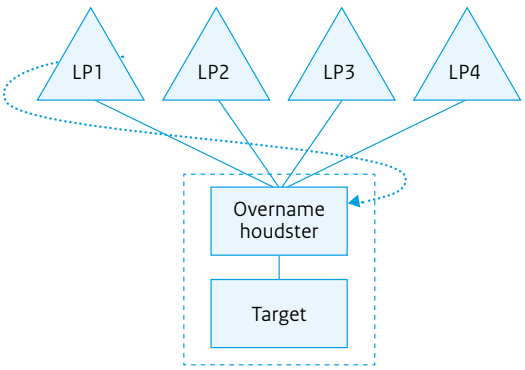
162 De verwerving van een belang in een niet-gelieerd lichaam ('externe acquisitie') is met ingang van 1 januari 2007 onder de besmette rechtshandelingen voor de toepassing van art. 10a Vpb 1969 gebracht.

Het begrip 'belang' is in de wet noch in de parlementaire geschiedenis gedefinieerd. Het betreft een open norm. Door het gebruik van het begrip 'belang' heeft de wetgever duidelijk willen maken dat bij vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal niet uitsluitend het aandeel in het gestorte kapitaal, maar ook het aandeel in het geplaatste kapitaal een rol speelt. Hieruit volgt dat niet alleen het financiële belang doorslaggevend behoeft te zijn. Het stemrecht wordt immers vooral bepaald door het aandeel in het geplaatste kapitaal en door de aard van de aandelen, terwijl het financiële belang vooral wordt bepaald door het aandeel in het gestorte kapitaal.[163]

Vanuit de ratio van het wetsartikel gezien gaat het kort gezegd om een combinatie van zeggenschap en financiële belangen, waarbij lichamen een zodanige invloed kunnen uitoefenen dat zij de mogelijkheid hebben om binnen concern de totale belastingdruk te verlagen. Onduidelijk is hoe de verschillende factoren die invulling geven aan met verbondenheidscriterium, van geval tot geval gewogen moeten worden.

Door het verbondenheidsvereiste van 'ten minste een derde gedeelte belang' is het toepassingsbereik van artikel 10a van de Wet Vpb 1969 ten aanzien van private equity in de praktijk vaak onderwerp van discussie. Overnamestructuren worden namelijk zodanig vormgegeven dat een groep van méér dan drie parallel investerende lichamen een aandeelhouderslening verstrekt. In dergelijke gevallen is op grond van een strikt grammaticale uitleg van artikel 10a, vierde lid van de Wet Vpb 1969, bijgevolg geen sprake van een lening van een verbonden partij. De parallel investerende lichamen of subfondsen houden namelijk ieder een belang dat kleiner is dan één derde. Bij wijze van voorbeeld kan de volgende structuur worden geschetst:

Figuur 52: Groep van méér dan drie parallel investerende lichamen verstrekt een aandeelhouderslening



In het voorbeeld verstrekken vier (vanuit Nederlands fiscaalperspectief bezien) niet-transparante investeringslichamen elk een aandeelhouderslening aan de in Nederland gevestigde overnamehoudster. Ingeval het aandelenbelang in de overnamehoudster gelijkelijk is verdeeld over de investeringslichamen, zou bij een strikt grammaticale interpretatie van lid 4 geen sprake zijn van een lening van een verbonden partij. De investeringslichamen houden namelijk ieder een belang dat kleiner is dan één derde. In materiële zin is echter wel sprake van verbondenheid, met als gevolg dat de lening onder het toepassingsbereik van art. 10a Wet Vpb 1969 valt. Met ingang van 1 januari 2017[164] is een nieuw zesde lid van art. 10a Wet Vpb 1969 ingevoerd, waarin meer expliciet invulling wordt gegeven aan het verbondenheidsvereiste van het vierde lid.

163 Kamerstukken II, 1995-1996, 24 696, nr. 5, p. 35 en in gelijke zin het Besluit van de Staatssecretaris van Financiën van 25 maart 2013, BLKB2013/110M, par. 5.1, Stcrt. 2013, 8768.

164 Wijziging van enkele belastingwetten en enige andere wetten (Belastingplan 2017).

Op grond van art. 10a, zesde lid, Wet Vpb 1969 kan in materiële zin sprake zijn van de vereiste verbondenheid indien sprake is van een gecoördineerde investering door een samenwerkende groep. Het gevolg hiervan is dat een dergelijke lening meer expliciet onder het toepassingsbereik van artikel 10a van de Wet Vpb 1969 komt.

Of sprake is van een samenwerkende groep is afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het geval.[165] Het begrip 'samenwerkende groep' is niet verder wettelijk ingevuld. Hoewel het kabinet erkent dat dit rechtsonzekerheid tot gevolg kan hebben, heeft dit naar de mening van het kabinet de voorkeur boven het op basis van bestaande structuren nauwkeuriger omschrijven van situaties die worden bestreden. Dit laatste zou tot gevolg hebben dat de aanscherping relatief eenvoudig kan worden ontweken door structuren wederom net iets anders vorm te geven.[166] Daarnaast past het hanteren van een materieel begrip in artikel 10a van de Wet Vpb 1969 dat eerder 'principle based' is dan 'rule based'. Ten slotte heeft het hanteren van een materiële toets als voordeel dat latere en nog niet onvoorziene ontwikkelingen effectiever kunnen worden bestreden, aldus het kabinet.[167] Wel zijn in de memorie van toelichting handvatten gegeven over de reikwijdte van het begrip samenwerkende groep.

De beoordeling of sprake is van een samenwerkende groep moet per investering worden gedaan.[168] In de memorie van toelichting wordt een aantal voorbeelden gegeven, onder andere een voorbeeld van een samenwerkende groep waarbij de investering in de over te nemen vennootschap via vier aparte subfondsen is vormgegeven.[169] Dit voorbeeld lijkt op het voorbeeld dat hierboven in figuur 52 is weergegeven. In de memorie van toelichting wordt hierover opgemerkt dat van een samenwerkende groep in ieder geval sprake zal zijn:

> indien de materiële zeggenschap over de – vormgeving van de – investering en het gezamenlijke belang in de overgenomen vennootschap berust bij een coördinerende (rechts)persoon (zoals in het voorbeeld de general partner die het fonds beheert) en elke aandeelhouder onder min of meer vergelijkbare voorwaarden en in min of meer dezelfde verhouding eigen vermogen en (risicovolle) leningen verschaft. Er is voor de achterliggende participanten (in het voorbeeld lichamen 1 tot en met 4), sprake van een gezamenlijke en parallelle investering in de target onder regie van de general partner van het fonds. Het is daarbij in het algemeen voor de parallel investerende lichamen of subfondsen niet toegestaan tussentijds hun belang te verminderen of uit de investering te stappen. Dat benadrukt dat sprake is van samenwerking. In een dergelijk geval is er dus sprake van één gecoördineerde investering onder de regie van een general partner van het fonds, waarbij de general partner feitelijk of materieel onder andere de mix bepaalt van aandelenkapitaal en aandeelhoudersleningen en waarbij de rentelasten ter zake van de aandeelhoudersleningen direct of indirect ten laste komen van de overnemende vennootschap en de target. Indien een dergelijke gecoördineerde investering in totaal een belang van ten minste een derde vertegenwoordigt, zijn de investerende lichamen ten opzichte van de overnemende vennootschap (en de target) aan te merken als verbonden lichamen als bedoeld in de voorgestelde wijziging van artikel 10a van de Wet Vpb 1969.

165 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 55.
166 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 30.
167 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 14, p. 49-50.
168 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 56.
169 Zie voor de voorbeelden Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 55-58.

Coördinatie ten aanzien van de vormgeving van de investering en de financiering:[170]

> zal veelal zijn af te leiden uit het geheel aan overeenkomsten waarin partijen de onderlinge afspraken over de investering en de financiering hebben vastgelegd. Een element hiervan is de betrokken deelnemers zich niet zomaar eenzijdig kunnen terugtrekken of hun positie kunnen wijzigen. Een aanwijzing dat sprake is van coördinatie kan bijvoorbeeld worden ontleend aan een coördinerende en sturende rol van een management company/general partner van het private-equityhuis of aan het geheel van contractuele overeenkomsten tussen de investeerders. Zowel schriftelijke bescheiden als feitelijke gedragingen van de betrokken partijen kunnen in dit kader relevant zijn.

De coördinatie kan plaatsvinden op verschillende niveaus. De coördinatie kan ook gedaan worden door personen of vennootschappen die niet direct of indirect aandeelhouder zijn.[171]

De vraag of er sprake is van een samenwerkende groep kan zich bijvoorbeeld ook voordoen bij een joint venture (bijvoorbeeld bedrijven die besluiten samen een onderneming te verwerven), bij het gebruik van een stichting administratiekantoor en bij een gezamenlijke investering door vier of meer familieleden. Ook hier zal gekeken moeten worden naar de mate waarin de investering en financiering gecoördineerd plaatsvinden. In dergelijke gevallen kan sprake zijn van een samenwerkende groep als bijvoorbeeld (aanvullende) bindende afspraken zijn gemaakt waardoor de investeerders zijn gehouden om onder vergelijkbare voorwaarden vreemd vermogen te verschaffen naar rato van hun participatie en het hun niet is toegestaan hun belang tussentijds te vervreemden of te verminderen.[172]

Art. 10a, zesde lid, Wet Vpb 1969 bevat ook een bepaling voor de situatie waarin dezelfde samenwerkende groep ook nog een belang van ten minste een derde heeft in een ander lichaam. Beide lichamen waarin een belang van ten minste een derde wordt gehouden door dezelfde samenwerkende groep worden eveneens als verbonden aangemerkt.

Ook bij een gecoördineerde investering kan de belastingplichtige de renteaftrekbeperking voorkómen indien hij aannemelijk kan maken dat in overwegende mate sprake is van zakelijke motieven voor de rechtshandeling en de financiering[173] (zie hierna onder b) of indien de belastingplichtige aannemelijk maakt dat over de rente bij de ontvanger daadwerkelijk belasting wordt geheven welke heffing naar Nederlandse maatstaven redelijk is.

Het begrip verbondenheid is tevens van belang voor art. 15ad Wet Vpb 1969. Om die reden is per 1 januari 2017 een verwijzing naar art. 15ad Wet Vpb 1969 toegevoegd aan art. 10a, vierde lid, Wet Vpb 1969.

Het nieuwe zesde lid van art. 10 a Wet Vpb 1969 heeft geen eerbiedigende werking voor bestaande situaties.[174]

170 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 57.
171 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 14, p. 49.
172 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 57.
173 Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 3, p. 57.
174 Zie ook Kamerstukken II, 2016-2017, 34 552, nr. 14, p. 50-51.

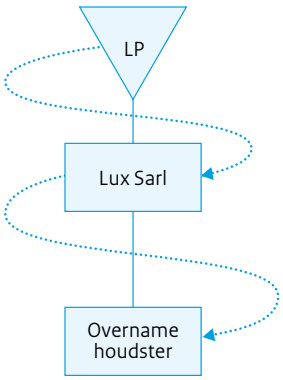
b ***Zakelijkheid financiering***

Om de rente die onder het toepassingsbereik van artikel 10a, eerste lid, van de Wet Vpb 1969 valt toch in aftrek te kunnen brengen, kan de belastingplichtige onder meer aannemelijk maken dat aan de schuld én de rechtshandeling in overwegende mate zakelijke motieven ten grondslag liggen (art. 10a lid 3, sub a Wet Vpb 1969).

Aan de schuld kunnen onder meer zakelijke motieven ten grondslag liggen, als de ontvanger van de rente met het oog op de (vanuit het concern bezien) externe overname een externe lening is aangegaan. Een aanwijzing hiervoor is dat sprake is van parallelliteit tussen de door het verbonden lichaam verstrekte lening en de externe financiering. Het is hierbij van belang dat alleen sprake is van parallelliteit als de in- en uitgaande leningen zowel civiel- als fiscaalrechtelijk parallel lopen. Van fiscaalrechtelijke parallelliteit is geen sprake als een mismatch wordt gecreëerd, bijvoorbeeld doordat de aandeelhouderslening in de jurisdictie van de crediteur niet als vreemd vermogen wordt aangemerkt. De bewijslast die hiertoe op belastingplichtige rust, geldt van jaar tot jaar.[175]

Private-equityfondsen maken soms gebruik van een (buitenlands) lichaam (dikwijls een Luxemburgse Sarl) die alle aandelen verwerft in de (overnamehoudster van de) Nederlandse target. De aandelen in de Sarl worden veelal gehouden door meer dan drie investeringslichamen, dan wel een – vanuit Nederlands fiscaal perspectief – transparante fondsentiteit. De Luxemburgse Sarl leent, veelal door middel van hybride financieringsvormen (bijvoorbeeld CPEC's), in van haar aandeelhouders, om de gelden vervolgens door te lenen aan de overnamehoudster. Schematisch:

Figuur 53: Aandeelhouderslening via Luxemburgse Sarl



In de praktijk bepleiten adviseurs in dergelijke gevallen dat aan de financiering in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen met als argument dat uiteindelijk extern wordt ingeleend onder parallelle voorwaarden. Verder zou evenmin sprake zijn van een storting in een tax haven of van een onzakelijke omleiding.

In aansluiting op het voorgaande voorbeeld zijn volgens artikel 10a lid 4 en (na 1 januari 2017, meer expliciet) lid 6, van de Wet Vpb 1969, naast de Luxemburgse Sarl, de bovenliggende investeerders ook verbonden met belastingplichtige, ingeval sprake is van een materiële verbondenheid door de samenwerkende groep aandeelhouders.

175 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 maart 2013, BLKB2013/110M, par. 4.2.2, Stcrt. 2013, 8768.

Verder wordt niet aan de zakelijkheidstoets voldaan als sprake is van een 'onzakelijke omleiding'. In het besluit wordt het begrip onzakelijke omleiding ruimer uitgelegd dan enkel het creëren van een mismatch door tussenkomst van een taxhaven. Wat de staatssecretaris betreft kan een onzakelijke omleiding ook situaties omvatten die via andere structuren materieel hetzelfde proberen te bereiken. Denk hierbij aan het creëren van mismatches door gebruik te maken van het verschil in fiscale kwalificatie van een rechtsvorm dan wel financieringsvorm. In dit kader wordt het volgende voorbeeld aangehaald:[176]

> Een Nederlandse overnamehoudster heeft een lening voor een overname aangetrokken van een buitenlandse groepsvennootschap. Deze groepsvennootschap heeft de gelden aangetrokken door het uitgeven van CPEC's (Convertible Preferred Equity Certificates). Laatstgenoemd instrument wordt fiscaal in het land van de uitgever als vreemd vermogen behandeld (dus met renteaftrek). In het land van de houder van de CPEC's worden ze als eigen vermogen beschouwd; de baten uit de CPEC's zijn voor de ontvanger onbelast. Ook in dit geval is sprake van een mismatch, en is (potentieel) sprake van een onzakelijke omleiding.

In dit kader is het arrest HR 21 april 2017, ECLI:NL:HR:2017:640, NTFR 2017/1033 van belang. De Hoge Raad maakt in de eerste plaats duidelijk dat een lening die rechtens verschuldigd is aan een verbonden lichaam, maar materieel is verstrekt door een derde, in beginsel binnen het bereik van art. 10a, lid 1, Wet 1969 valt. Vervolgens oordeelt de Hoge Raad over de toepassing van de tegenbewijsregeling van het derde lid. De Hoge Raad overweegt onder meer als volgt:

> 2.4.2. Op grond van artikel 10a, lid 1, van de Wet komt bij het bepalen van de winst niet in aftrek rente ter zake van schulden verschuldigd aan een verbonden lichaam, voor zover die schulden verband houden met in de letters a tot en met c van dat artikellid nader aangeduide rechtshandelingen.
>
> 2.4.3. Deze renteaftrekbeperking is van toepassing indien sprake is van een schuld die 'rechtens dan wel in feite direct of indirect' is verschuldigd aan een verbonden lichaam. Gelet op deze terminologie ('dan wel') is sprake van alternatieve criteria. Artikel 10a, lid 1, van de Wet heeft daarom mede betrekking op een schuld die rechtens is verschuldigd aan een verbonden lichaam maar feitelijk is verschuldigd aan een niet-verbonden lichaam (en vice versa). Anders dan naar aanleiding van het arrest van de Hoge Raad van 8 juli 2016, nr. 15/00194, ECLI:NL:HR:2016:1350, BNB 2016/197, wel wordt aangenomen, staat hetgeen in rechtsoverweging 2.7.3 van dat arrest is overwogen omtrent het derde lid, letter b, van artikel 10a van de Wet hieraan niet in de weg. De overwegingen van de Hoge Raad in die rechtsoverweging 2.7.3 omtrent de terminologie 'rechtens dan wel in feite direct of indirect' hebben niet de strekking dat een lening die rechtens is opgenomen bij een verbonden persoon, maar die materieel is verstrekt door een derde of een verbonden persoon van wie over de rente per saldo een belasting naar de winst of het inkomen wordt geheven die naar Nederlandse maatstaven redelijk is, reeds op grond van deze materiële verhoudingen niet een lening zou zijn in de zin van artikel 10a, lid 1, van de Wet en om die reden buiten het bereik van de door dat artikel gestelde aftrekbeperking zou vallen. In dat verband zij erop gewezen dat in de totstandkomingsgeschiedenis van artikel 10a van de Wet de vraag of de lening feitelijk is aangegaan met een derde is geplaatst in het kader van de toepassing van het derde lid van artikel 10a van de Wet, en dat dus ervan wordt uitgegaan dat een dergelijke situatie binnen het bereik van het eerste lid van dat artikel valt (zie de door de Advocaat-Generaal in de onderdelen 4.4 en 4.6 van zijn conclusie aangehaalde passages).
>
> 2.4.4. Indien een schuld – met inachtneming van het hiervoor overwogene – binnen het bereik van artikel 10a, lid 1, van de Wet valt, komt de rente ter zake van die schuld bij het bepalen van de winst in beginsel niet in aftrek. Aftrek is echter wel mogelijk indien de belastingplichtige een geslaagd beroep doet op een van de tegenbewijsregelingen van artikel 10a, lid 3, van de Wet.

176 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 maart 2013, BLKB2013/110M, par. 4.2.3, Stcrt. 2013, 8768. De aanhef bij Besluit vermeldt overigens dat op dit punt nieuwe standpunten zijn aangenomen.

2.4.5.1. Ingevolge artikel 10a, lid 3, letter a, van de Wet vindt het eerste lid geen toepassing indien de belastingplichtige aannemelijk maakt dat aan de schuld en de daarmee verband houdende rechtshandeling in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen.

2.4.5.2. Bij het onderzoek naar de beweegredenen voor het verrichten van de rechtshandeling en het daartoe aangaan van de schuld, is van belang dat in het systeem van de Wet besloten ligt dat een belastingplichtige keuzevrijheid heeft bij de vorm van financiering van een vennootschap waarin hij deelneemt (vgl. HR 7 februari 2014, nr. 12/03540, ECLI:NL:HR:2014:224, BNB 2014/79, en HR 5 juni 2015, nr. 14/00343, ECLI:NL:HR:2015:2167, BNB 2015/165). Voor zover artikel 10a, lid 1, van de Wet, in samenhang gelezen met lid 3, letter a, van dat artikel, een inbreuk vormt op deze systematiek door het niet in aftrek toelaten van verschuldigde rente, moet deze regeling, mede gelet op de wetsgeschiedenis en de daarin gebruikte voorbeelden, beperkt worden uitgelegd.

2.4.5.3. Hetgeen hiervoor is overwogen brengt mee dat moet worden aangenomen dat de wetgever niet heeft beoogd de renteaftrekbeperking van het eerste lid van toepassing te laten zijn op rente ter zake van een schuld die feitelijk is aangegaan met een derde. Dit volgt in het bijzonder uit Kamerstukken II 1995/96, 24 696, nr. 3, blz. 20-21, en Kamerstukken II 1995/96, 24 696, nr. 8, blz. 27, zoals aangehaald in de uitspraak van het Hof onder 4.3.3.4 en in de conclusie van de Advocaat-Generaal, in de onderdelen 4.4 en 4.6. Indien de belastingplichtige de feiten stelt, en bij betwisting aannemelijk maakt, die de conclusie rechtvaardigen dat een schuld die rechtens is verschuldigd aan een verbonden lichaam in feite is verschuldigd aan een derde, heeft die belastingplichtige voldaan aan de tegenbewijsregeling van artikel 10a, lid 3, letter a, van de Wet. Dat geldt dan ten aanzien van zowel de schuld als de daarmee verband houdende rechtshandeling, zoals bedoeld in die bepaling. Evenals bij de toepassing van het eerste en het derde lid, letter b, van artikel 10a van de Wet moeten bij de beoordeling van de vraag of een dergelijk geval zich voordoet in ieder geval worden betrokken looptijd, aflossingsschema, rentevergoeding, omvang en tijdstip van aangaan van de leningen (vgl. HR 8 juli 2016, nr. 15/00194, ECLI:NL:HR:2016:1350, BNB 2016/197, rechtsoverweging 2.7.3). Het gaat om beoordeling van deze omstandigheden in onderlinge samenhang (zie de memorie van toelichting, Kamerstukken II 1995/96, 24 696, nr. 3, blz. 17-18, geciteerd in onderdeel 4.7 van de conclusie van de Advocaat-Generaal).

2.4.6. Hetgeen hiervoor in 2.4.5.1 tot en met 2.4.5.3 is overwogen, wordt niet anders doordat artikel 10a, lid 3, letter b, van de Wet, bij de Wet Overige fiscale maatregelen 2008, Stb. 2007, 563, met ingang van 1 januari 2008 is gewijzigd. Blijkens de totstandkomingsgeschiedenis daarvan betrof die wijziging een beperkte aanpassing waarmee de wetgever een onjuiste inschatting zijnerzijds wilde rechtzetten met betrekking tot de gevolgen van de tot dan toe bestaande mogelijkheid om tegenbewijs te leveren op grond van artikel 10a, lid 3, letter b, van de Wet. De wetgever wilde hiermee de door hem reëel geachte kans op aanzienlijke budgettaire schade beperken (zie Kamerstukken II 2007/08, 31 206, nr. 7, blz. 8 en 12). Deze wijziging beperkt niet de mogelijkheid om tegenbewijs te leveren op de voet van artikel 10a, lid 3, letter a, van de Wet. De mogelijkheden tot het leveren van tegenbewijs die zijn voorzien in de letters a en b van artikel 10a van de Wet zijn, zoals blijkt uit het gebruik van het daartussen geplaatste woord 'of', bedoeld als alternatieve, los van elkaar staande mogelijkheden.

2.4.7.1. Gelet op hetgeen hiervoor in 2.4.5.1 tot en met 2.4.5.3 is overwogen, heeft het Hof voor de uitleg van artikel 10a, lid 3, letter a, van de Wet terecht aan de totstandkomingsgeschiedenis van deze bepaling de gevolgtrekking verbonden dat de wetgever niet heeft beoogd de renteaftrekbeperking van artikel 10a van de Wet van toepassing te laten zijn op rente ter zake van een schuld die materieel is verschuldigd aan een derde. Het Hof heeft voorts, gelet op hetgeen hiervoor in 2.4.6 is overwogen, terecht geoordeeld dat de met ingang van 1 januari 2008 doorgevoerde wijziging van artikel 10a, lid 3, letter b, van de Wet niet de mogelijkheid beperkt om tegenbewijs te leveren op grond van artikel 10a, lid 3, letter a, van de Wet. Het eerste middel faalt derhalve voor zover het is gericht tegen deze oordelen van het Hof.

Bij de beoordeling van de zakelijkheid van de financiering is van belang om eerst de gehele financieringsstructuur in kaart te brengen om vervolgens per lening te bezien of er:
(i) bedrijfseconomische overwegingen zijn voor de aandeelhoudersleningen, en
(ii) of die overwegingen prevaleren boven andere (fiscale) overwegingen.

c Zakelijkheid van financiering; externe acquisitie

Hoewel ingeval van een externe acquisitie van een target door een overnamehoudster de zakelijkheid van de rechtshandeling veelal gegeven zal zijn, ligt dit voor de zakelijke overwegingen die ten grondslag liggen aan het aantrekken van een (aandeelhouders)lening vanuit het fonds en/of overige investeerderslichamen duidelijk genuanceerder.

In gevallen waarin een Nederlandse overnamehoudster voor de financieringsbehoefte van een externe acquisitie binnen concern een schuld aangaat, werd in de praktijk door adviseurs nog dikwijls HR 17 december 2004, nr. 39 080, ECLI:NL:HR:2004:AP6652, BNB 2005/169 aangehaald. De Hoge Raad overwoog in dit arrest onder meer dat (r.o. 3.2):

> Indíen, zoals in het onderhavige geval, een concern door middel van een Nederlandse (houdster-) vennootschap van derden de aandelen in een vennootschap overneemt en die (houdster-) vennootschap ter financiering daarvan een schuld aangaat, is het zakelijk karakter van die schuld gegeven, ook indien dit een renteloze schuld is aan een andere concernvennootschap. Noch de omstandigheid dat het concern waartoe belanghebbende behoort voor de uit de onderhavige verwerving voortvloeiende financieringsbehoefte kon kiezen voor het daartoe aanwenden of aantrekken van eigen vermogen, zodat financiering met vreemd vermogen in die zin niet noodzakelijk was, noch de omstandigheid dat de fictieve rente in Ierland bij X-2 Plc niet als zodanig in de heffing is betrokken, wettigt elk op zichzelf of in combinatie de gevolgtrekking dat met de keuze welke in het onderhavige geval is gemaakt, is gehandeld in strijd met doel en strekking van de wet. 's Hofs oordeel dat voor toepassing van een correctie op grond van het leerstuk van frans legis geen plaats is, wordt derhalve, (...) vergeefs bestreden.

De adviespraktijk stelde dat uit bovenstaande rechtsoverweging volgt dat het zakelijke karakter van de schuld bij een externe acquisities in alle gevallen een gegeven is, ongeacht de omstandigheid of op concernniveau voldoende eigen vermogen aanwezig is om in de financieringsbehoefte van de overnamehoudster te voorzien.[177]

De Hoge Raad heeft evenwel bepaald dat de Wet Vpb 1969 niet alleen van belastingplichtige eist dat hij aannemelijk maakt dat aan de rechtshandeling zelf in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen, maar ook dat dit het geval is met betrekking tot de schuld die met deze transactie verband houdt. Het arrest BNB 2005/169 kan in zoverre niet tot maatstaf dienen voor de toepassing van artikel 10a van de Wet Vpb 1969. Als een overnamehoudster voor een externe acquisitie een lening aantrekt bij een verbonden lichaam is de zakelijkheid van de lening dan ook geen gegeven.[178]

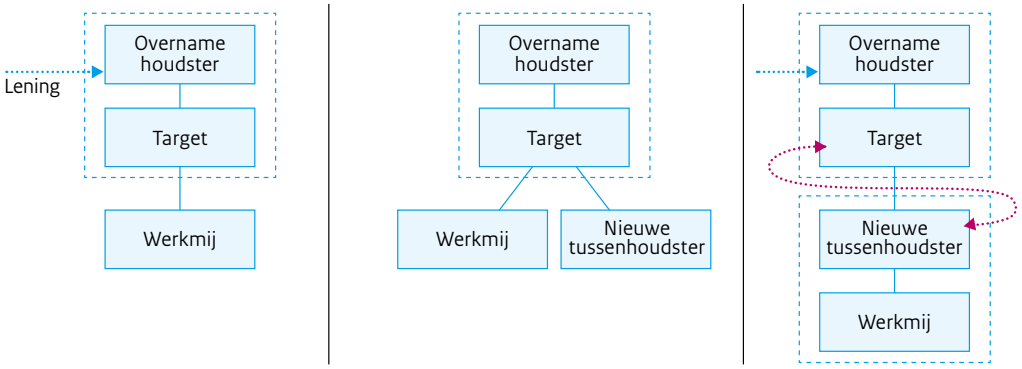
d Zakelijkheid van rechtshandeling; interne verhanging/debt push-down

De zakelijkheid van de rechtshandeling in het kader van een externe acquisitie is veelal een gegeven. Aansluitend op de overname van een target als zodanig vinden echter veelal de nodige interne verhangingen plaats, ingegeven door de wens om de schuld en de rentelasten bij de groepsvennootschap met belastbare grondslag te laten neerslaan ('debt push-down'), dan wel de wens om de banklening dichter bij de activa van de target te brengen (zie figuur 54).

177 Zie o.m. noot Marres bij BNB 2013/137.
178 Zie HR 5 juni 2015, nr. 14/00343, ECLI:NL:HR:2015:1460, BNB 2015/165, r.o. 3.2.1 en 3.2.2.

Als de debt push-down wordt vormgegeven door een schuldig gebleven interne verhanging aan een nieuwe tussenhoudster, is ook sprake van een besmette rechtshandeling in de zin van lid 1, sub c.[179] De zakelijkheid van deze op de acquisitie volgende rechtshandelingen moet zelfstandig worden beoordeeld.

Figuur 54: Debt push-down



e ***Compenserende heffing***

Belastingplichtige kan de renteaftrek over de aandeelhouderslening in beginsel ook veilig stellen door aannemelijk te maken dat bij de (in)directe crediteur per saldo een naar Nederlandse maatstaven redelijke belastingheffing plaatsvindt over de rente (lid 3, sub b). Van een 'redelijke belastingheffing' is sprake, als deze resulteert in een heffing naar een tarief van ten minste 10% over een naar Nederlandse maatstaven bepaalde belastbare winst. Bij de invoering van artikel 10a van de Wet Vpb 1969 heeft de wetgever op dit punt opgemerkt:[180]

> Voor een naar Nederlandse maatstaven redelijke heffing kan tot uitgangspunt worden genomen het daadwerkelijk onderworpen zijn van de rente aan een heffing naar de winst of het inkomen (...)

Uit de 'daadwerkelijke' onderworpenheidseis kan worden afgeleid dat sprake moet zijn van een feitelijke onderworpenheid die verder gaat dan een subjectieve en objectieve onderworpenheid. Kort gezegd moet sprake zijn van een effectieve druk van ten minste 10%.

Als in het kader van PE al een beroep wordt gedaan op de aanwezigheid van compenserende heffing op het niveau van de crediteur/het investeringslichaam, is het van belang om na te gaan of mogelijk meerdere 10a-baten neerslaan. Ingeval namelijk vanuit het investeringslichaam verschillende overnamehoudsters zijn gefinancierd door middel van een aandeelhouderslening, is het mogelijk dat de heffing op het niveau van de crediteur uitgedrukt als percentage van de in Nederland bij iedere overnamehoudster afzonderlijk in aftrek gebrachte 10a-rente meer dan 10% bedraagt, maar uitgedrukt als percentage van de totale in Nederland in aftrek gebrachte 10a-rente minder dan 10% bedraagt. In dat geval wordt niet voldaan aan de compenserende heffingseis.

Voor de aanwezigheid van compenserende heffing mag verder geen sprake zijn van verrekening van verliezen of andersoortige aanspraken uit jaren voordat de schuld is aangegaan. De toets of geen sprake is van verrekening van verliezen of andersoortige aanspraken uit eerdere jaren vindt eenmalig plaats ten tijde van het ontstaan van de schuld.[181]

179 Verder worden 'debt push-downs' ingegeven vanuit de (niet fiscale) wens van kredietverstrekkende banken om de leningen dichterbij de activa van de werkmaatschappijen te brengen.

180 Kamerstukken II 1995-96, 24 696, nr. 3, p. 20.

181 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 maart 2013, BLKB2013/110M, par. 4.3.5, Stcrt. 2013, 8768.

Fondsentiteiten binnen een private-equitystructuur verkeren veelal vanaf aanvang in een structureel verlieslatende positie. Ongeacht of al kapitaal van investeerders is verworven om targets over te nemen, betalen zij namelijk gedurende de gehele looptijd van het fonds een vast percentage van het (toegezegde of geïnvesteerde) kapitaal als managementfee aan de managementvennootschap ter vergoeding van het beheer. Omdat daarnaast de opbrengsten uit de targets onder de deelnemingsvrijstelling binnenkomen, bestaat op fondsentiteit dan ook dikwijls het nodige potentieel aan te verrekenen verliezen. Ingeval een fondsentiteit ertoe overgaat om de overnamehoudster (deels) te financieren door middel van een aandeelhouderslening, wordt voor de compenserende heffing dan ook al snel aangelopen tegen verrekening van verliezen uit jaren voorafgaande aan het jaar waarin de schuld is aangegaan.

7.3.2.3 *Tegenbewijs inspecteur*

Als de belastingplichtige erin slaagt aannemelijk te maken dat sprake is van een compenserende heffing bij de crediteur, kan de inspecteur ten slotte de renteaftrek alsnog tegengaan door op zijn beurt aannemelijk te maken dat:

(i) de aandeelhouderslening is aangegaan met het oog op het verrekenen van verliezen of andersoortige aanspraken die in het jaar zelf zijn ontstaan dan wel op korte termijn zullen ontstaan, of
(ii) aan de aandeelhouderslening of aan de daarmee verband houdende rechtsbehandeling niet in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen.[182]

7.3.2.4 *Conclusie art. 10a Wet Vpb 1969*

Het toepassingsbereik van artikel 10a, eerste lid, van de Wet Vpb 1969 is voor veel PE-gevallen verduidelijkt doordat met ingang van 1 januari 2017 art. 10a, zesde lid Wet Vpb 1969 in werking is getreden waardoor buiten kijf staat dat er sprake is van een meer materiële interpretatie van het verbondenheidscriterium. Aandeelhoudersleningen verstrekt door lichamen binnen de beïnvloedingssfeer van de PE-organisatie zullen hierdoor eerder onder het toepassingsbereik van artikel 10a van de Wet Vpb 1969 vallen.

De toepassing van de dubbele zakelijkheidstoets (lid 3, sub a) wordt sterk door de feiten bepaald. Uit het hiervoor genoemde HR 5 juni 2015, nr. 14/00343, ECLI:NL:HR:2015:1460, BNB 2015/165 volgt dat een externe acquisitie als zodanig niet zonder meer leidt tot zakelijkheid van de financiering. HR 17 december 2004, nr. 39 080, ECLI:NL:HR:2004:AP6652, BNB 2005/169 is hiermee dus achterhaald. Voor de aanwezigheid van externe financiering moet sprake zijn van (fiscale) parallelliteit. Het creëren van mismatches door gebruik te maken van het verschil in fiscale kwalificatie van een rechtsvorm dan wel financieringsvorm leidt doorgaans tot de conclusie dat er sprake is van een onzakelijke omleiding. De compenserende heffingstoets is eveneens sterk feitelijk van aard (lid 3, sub b).

7.3.3 Art. 10b Wet Vpb 1969

Artikel 10b van de Wet Vpb 1969 beperkt kort gezegd de aftrek van rente die samenhangt met langlopende leningen (meer dan tien jaar of zonder aflossingsdatum) die een lage (30% lager dan zakelijk zou zijn) of geen rente dragen en die zijn afgesloten met een gelieerde partij in de zin van artikel 8b van de Wet Vpb 1969. Het ligt niet voor de hand dat leningen binnen PE-structuren onder de reikwijdte van artikel 10b van de Wet Vpb 1969 vallen omdat PE partijen doorgaans:

(i) een marktconforme rente gebruiken om de winst van de target af te romen, alsmede
(ii) een kortere investeringshorizon kennen dan de termijn van tien jaar die in artikel 10b van de Wet Vpb 1969 wordt genoemd.

De toepassing van artikel 10b van de Wet Vpb 1969 blijft daarom hier verder onbesproken.

182 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 maart 2013, BLKB2013/110M, par. 4.3.5, Stcrt. 2013, 8768.

7.3.4 Bovenmatige deelnemingsrente, art. 13l Wet Vpb 1969

7.3.4.1 Inleiding

Een kenmerkend verschil tussen een acquisitie door PE en een strategische overname door marktpartijen schuilt veelal in de schuldfinanciering van de overname. PE is op de eerste plaats gefocust op een vooraf afgesproken rendement voor zijn sponsoren binnen een bepaalde tijdsspanne ('time frame'). Een investering door PE heeft vaak een beperkte horizon. Een zekere leverage ofwel externe schuldfinanciering is dan de factor die moet bijdragen aan het beoogde rendement binnen deze time-frame (hefboomwerking).

Niet zelden wordt een overnamestructuur dan ook belast met aanzienlijke schulden, zowel op het niveau van de overnamehoudster als ook op het niveau van de target zelf.

In dit onderdeel 7.3.5 gaan we in op de renteaftrekbeperkende maatregelen voor zover de schuldfinanciering drukt op de fiscale eenheid waarvan de target en zijn Nederlandse dochtermaatschappijen na de overname deel zijn gaan uitmaken.

In dit onderdeel staan we stil bij de maatregelen die zien op de situatie waarin ook niet-gevoegde deelnemingen onderdeel uitmaken van de target en na de overname tot de bezittingen van de overnamehoudster zijn gaan behoren.

Sinds 1 januari 2013 is een nieuwe maatregel van kracht die onder omstandigheden leidt tot een beperking van de aftrek van rente en kosten van geldleningen die worden geacht verband te houden met de financiering van deelnemingen ('deelnemingsrente'). In essentie komt de maatregel erop neer dat deelnemingsrente niet aftrekbaar is voor zover de verkrijgingsprijs van alle deelnemingen tezamen genomen uitgaat boven het bedrag van het eigen vermogen van de belastingplichtige (art. 13l, lid 2, Wet Vpb 1969). Er is dan sprake van een deelnemingsschuld die kan leiden tot niet aftrekbare ofwel bovenmatige deelnemingsrente.

Dit nieuwe artikel 13l van de Wet Vpb 1969 maakt geen onderscheid tussen een externe lening en een groepslening.

7.3.4.2 Doel en werking van art. 13l Wet Vpb 1969: de rekenregel

Doel van deze rekenregel is om excessieve financiering van deelnemingen met vreemd vermogen tegen te gaan. De maatregel heeft het karakter van een antimisbruikbepaling. Zo valt enerzijds in de parlementaire geschiedenis van artikel 13l van de Wet Vpb 1969 te lezen dat de maatregel is gericht op de beperking van de aftrek van deelnemingsrente in situaties waarin sprake is van onbedoeld gebruik dat de proporties van misbruik heeft aangenomen. Anderzijds heeft de wetgever geen onnodige belemmeringen willen opwerpen voor het internationaal opererende en expanderende bedrijfsleven. Deelnemingen verkregen in het kader van een reële overname of kapitaalstortingen die worden aangewend voor de uitbreiding van operationele activiteiten van het concern, worden in beginsel dan ook niet geraakt door deze maatregel. Alleen wanneer sprake is van fiscaal gedreven, excessieve financiering van deelnemingen met vreemd vermogen, zal de belastingplichtige met artikel 13l van de Wet Vpb 1969 worden geconfronteerd.

De bovenmatige deelnemingsrente wordt bepaald door de verhouding tussen het gemiddelde bedrag aan deelnemingsschulden in een jaar en het gemiddelde totale bedrag aan geldleningen in dat jaar vermenigvuldigd met de totale rente en kosten uit hoofde van de geldleningen. De gemiddelden worden berekend naar de stand (op de fiscale balans) aan het begin en het einde van het jaar.

Is de bovenmatige deelnemingsrente lager dan € 750.000, dan blijft een aftrekbeperking achterwege.
Is de deelnemingsrente hoger dan € 750.000, dan valt alleen het meerdere onder de aftrekbeperking.

Op deze hoofdregel zijn weer een aantal uitzonderingen van toepassing.

Het voorgaande is vormgegeven in een rekenregel:

Figuur 55: Berekening bovenmatige deelnemingsrente

$$\text{bovenmatige deelnemingsrente} = \frac{\text{deelnemingsschuld}}{\text{totaal van geldleningen}} \times \text{rente}$$

waarbij geldt

deelnemingsschuld = verkrijgingsprijs deelneming(en) - fiscaal eigen vermogen

en

waarbij voor de deelnemingsschuld (teller) en het totaal van geldleningen (noemer) wordt uitgegaan van jaargemiddelden.

De rekenregel brengt de gedachte tot uitdrukking dat het eigen vermogen door belastingplichtige primair is aangewend ter financiering van deelnemingen. Schiet het eigen vermogen tekort, dan is er sprake van een deelnemingsschuld. Door de keuze voor een rekenregel speelt de historische methode geen rol bij de bepaling van de deelnemingsschuld. Er wordt met andere woorden geabstraheerd van een concrete financieringsbehoefte. Gekozen is voor een praktische invuloefening. Hierbij sluit aan dat de deelnemingsschuld nooit meer bedraagt dan het totaal aan geldleningen, en evenmin nooit meer bedraagt dan het cumulatieve bedrag van de verkrijgingsprijs van de deelnemingen (ofwel, een negatief eigen vermogen wordt op nihil gesteld). Anders gezegd: de rekenregel leidt mogelijk tot een beperking van renteaftrek, maar nimmer tot een bijtelling van rente.

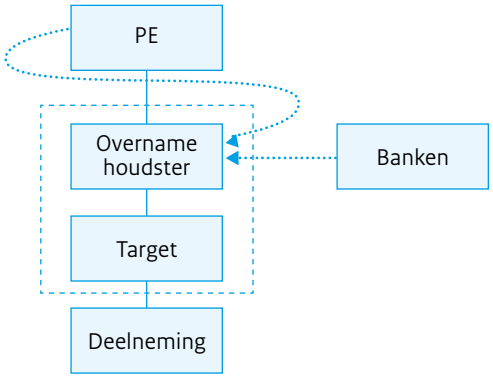
7.3.4.3 Aftrekbeperking voor bovenmatige deelnemingsrente en private equity

7.3.4.3a Algemeen

Doel van artikel 13l van de Wet Vpb 1969 is om excessieve financiering van deelnemingen met vreemd vermogen tegen te gaan. Zoals we hierboven al hebben opgemerkt, wordt bij de aankoop van een Nederlandse target door private equity de target veelal gevoegd in een fiscale eenheid met een nieuwe overnamehoudster.

In het kader van private equity beperkt artikel 13l van de Wet Vpb 1969 dan ook primair de renteaftrek op de financiering van de niet met de overnamehoudster gevoegde deelnemingen van de target. Anders dan het hieronder nog te bespreken artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 is het artikel niet specifiek gericht op het beperken van renteaftrek op de gehele overnameschuld.

Figuur 56: Target gevoegd in fiscale eenheid met overnamehoudster



7.3.4.3b Uitbreiding van operationele activiteiten: art. 13l lid 5, Wet Vpb 1969

Met de maatregel in artikel 13l van de Wet Vpb 1969 wil de wetgever de excessieve financiering van deelnemingen met vreemd vermogen tegengaan, waarbij het Nederlandse investeringsklimaat zoveel mogelijk wordt ontzien. Daarom heeft de wetgever ervoor gekozen om investeringen die bijdragen aan een reële uitbreiding van de operationele activiteiten van een concern, buiten schot te laten. Financieringslasten die samenhangen met een uitbreiding van ondernemingsactiviteiten, worden daarom niet in aftrek beperkt.

Dit wordt bereikt door de verkrijgingsprijs van een deelneming bij de berekening van de deelnemingsschuld (zie rekenregel) buiten aanmerking te laten voor zover die verkrijgingsprijs verband houdt met een uitbreiding van de operationele activiteiten van de groep waartoe de belastingplichtige behoort (art. 13l, lid 5, Wet Vpb 1969). Het kan hierbij gaan om een verwerving, maar ook om een uitbreiding van een belang in een deelneming als ook om een additionele kapitaalstorting in die deelneming.

De groep wordt bepaald op basis van het verbondenheidscriterium in artikel 10a, vierde lid, van de Wet Vpb 1969. De deelneming zelf hoeft overigens niet noodzakelijkerwijs tot deze groep te worden gerekend.

Omdat private equity doorgaans werkt met een 'kale acquisitiestructuur' ontstond twijfel of ingeval van een verwerving door een dergelijke overnamehoudster van private equity wel sprake kon zijn van een uitbreiding van operationele activiteiten van de groep in de zin van lid 5.

Tijdens de parlementaire behandeling zijn vragen in die richting voorgelegd aan de staatssecretaris. De volgende passages zijn aan de wetsgeschiedenis ontleend:[183]

> De leden van de CDA-fractie vragen de regering te bevestigen dat in het kader van de toepassing van het voorgestelde art. 13l, vijfde lid, Wet Vpb 1969 ook sprake is van uitbreiding indien de verwerving van de desbetreffende deelneming de eerste overname vormt. Een voorbeeld: stel dat een tweetal zeer vermogende en ervaren ondernemers besluit een internationale, vanuit Nederland geleide, op innovatie gerichte groep te vormen. Als eerste stap willen zij een BV overnemen met een bestaande onderzoekstak door middel van een in Nederland gevestigde houdstermaatschappij. Deze houdstermaatschappij wordt voor de overname opgericht en heeft naast de middelen voor de verwerving van de aandelen in de BV, bestaande uit eigen vermogen en bankleningen, geen andere bezittingen. Kan bevestigd worden dat in deze situatie sprake is van de uitbreiding van de operationele activiteiten van de groep in de zin van art. 13l, vijfde lid, Wet Vpb 1969?

En:[184]

> De leden van de fractie van het CDA vragen te bevestigen dat in het kader van de toepassing van het voorgestelde artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969, ook sprake is van uitbreiding indien de verwerving van de desbetreffende deelneming de eerste overname vormt. Als ik deze leden goed begrijp, vragen zij of dat vijfde lid ook van toepassing kan zijn als er nog geen groep is, maar door aankoop van een deelneming een groep ontstaat. Deze vraag wordt bevestigend beantwoord.

Hiermee lijkt het pleit in het voordeel van private equity in zoverre beslecht. Wanneer met andere woorden private equity een acquisitiestructuur in het leven roept met het oog op een specifieke buy-outtransactie, dan geldt de verwerving van de target als een uitbreidingsinvestering van de nieuw gevormde groep.

183 Kamerstukken I 2011/12, 33 287, nr. C, vv Vaste Commissie Financiën.
184 Kamerstukken I 2011/12, 33 287, nr. D, pag. 34, MvA.

7.3.4.3c Reële uitbreidingsinvesteringen

Een verwerving of een uitbreiding van een deelneming door de belastingplichtige die een uitbreiding van de operationele activiteiten behelzen, blijven bij de rekenregel dus buiten aanmerking. In beginsel, want het moet gaan om een reële uitbreiding, niet alleen voor de belastingplichtige, maar ook voor de groep waartoe de belastingplichtige behoort.

Een louter interne verhanging van een deelneming buiten het kader van een externe acquisitie geldt niet als een uitbreidingsinvestering.

De toets of er sprake is van operationele activiteiten moet zowel op het niveau van de targetvennootschappen als op het niveau van de overnamehoudster worden aangelegd. Feitelijk moet worden beoordeeld of de overnamehoudster het verworven belang niet met een beleggingsoogmerk houdt en de targetvennootschappen ook daadwerkelijk operationele activiteiten uitoefenen.

Operationele activiteiten

Tijdens de parlementaire behandeling van artikel 13l van de Wet Vpb 1969 is veelvuldig aan de orde geweest wat nu exact moet worden verstaan onder operationele activiteiten. Dit is vaak afhankelijk van de feiten en omstandigheden van het concrete geval. De staatssecretaris heeft geen limitatieve opsomming willen geven, noch een safe harbour. Daartoe tijdens de parlementaire behandeling uitgenodigd heeft de staatssecretaris in een brief van 16 september 2014 aan de voorzitter van de Eerste Kamer[185] wel een inkijk gegeven in de ervaringen van de Belastingdienst. In de brief staat de volgende passage:

> Aan de Belastingdienst zijn diverse casus voorgelegd waarin de vraag speelt of sprake is van een uitbreiding van operationele activiteiten. Deze toets kent twee elementen, namelijk of er sprake is van operationele activiteiten, en of er sprake is van een uitbreiding. Het gaat om een feitelijke toets, die zowel op het niveau van de deelneming voor de vraag of er sprake is van operationele activiteiten, als op het niveau van de aandeelhouder, dan wel de groep, voor de uitbreidingsvraag beoordeeld moet worden. Voorbeelden van operationele activiteiten zijn productie-, distributie- en verkoopactiviteiten. Bij exploitatie van vastgoed, licenties en merkenrechten is het afhankelijk van de feiten en omstandigheden of dit operationele activiteiten zijn. Bij het verwerven van minderheidsbelangen is de vraag aan de orde geweest of dit een uitbreiding van operationele activiteiten is op het niveau van de aandeelhouder. Dit is het geval als deze aandeelhouder het verworven belang niet met een beleggingsoogmerk houdt en dat het lichaam, waarin het belang wordt verworven, operationele activiteiten uitoefent. De beantwoording van voorstaande is geheel afhankelijk van de feiten en omstandigheden. Het extra storten van kapitaal ten behoeve van verliesgevende activiteiten (verliesfinanciering) is geen uitbreiding van operationele activiteiten. Daarentegen is gebleken dat een kapitaalstorting ook tot een groter marktaandeel kan leiden of alleen betrekking heeft op de aanloopverliezen, waarna er wel sprake is van een winstgevende activiteit. In voorkomende gevallen kan er dan wel sprake zijn van een uitbreiding van operationele activiteiten. Beleggen is geen operationele activiteit. Bij overnames van concernonderdelen inclusief een concernfinancieringslichaam zal dit concernfinancieringslichaam nooit een uitbreiding van operationele activiteiten zijn.

Merk op dat de verwerving van een belang in een concernfinancieringsmaatschappij niet kwalificeert als een uitbreidingsinvestering. Ook niet wanneer deze concernfinancieringsmaatschappij onderdeel uitmaakt van een internationale acquisitie. Het onderscheid tussen een actief dan wel een passief concernfinancieringslichaam speelt hierbij geen rol.
Deze lijn wordt doorgetrokken waar het betreft kapitaalstortingen in een concernfinancieringslichaam.

185 Brief 16 december 2014, Kamerstukken I 2014/15, 33752, nr. Q.

'Voor zover'
Artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969 bevat een 'voor zover'-benadering. De verkrijgingsprijs van een deelneming blijft in de rekenregel buiten aanmerking voor zover deze is toe te rekenen aan een uitbreiding van de operationele activiteiten.

Hierbij zal moeten worden beoordeeld in hoeverre het lichaam waarin de belastingplichtige een deelneming verkrijgt, operationele activiteiten ontplooit. Die vraag moet ook worden gesteld als de belastingplichtige aanvullende kapitaalstortingen verricht in dit lichaam: in hoeverre dragen deze kapitaalstortingen bij aan een uitbreiding van de operationele activiteiten?

Als er sprake is van gemengde activiteiten, operationeel en niet-operationeel, dan zal dit onderscheid naar rato tot uitdrukking moeten gebracht in de verkrijgingsprijs. Alleen het operationele aandeel in de verkrijgingsprijs kan bij de berekening van de deelnemingsschuld buiten aanmerking worden gelaten.

Dit geldt evenzeer wanneer de deelneming beschikt over niet-bedrijfsgebonden beleggingen.

Verliesaanzuivering
Een situatie die ook bij of na een overname door private equity kan voorkomen, betreft een additionele kapitaalstorting door de belastingplichtige in een operationele dochtermaatschappij met het doel om de lokale verliezen van deze dochtermaatschappij aan te zuiveren.

Niet zelden worden groepsonderdelen door private equity overladen met schulden waardoor een kritische debt/EBITDA-ratio ontstaat. Tegenvallende bedrijfsresultaten leiden tot verlies en vermogensuitholling.

Een kapitaalstorting in een deelneming met het oogmerk verliesaanzuivering wordt niet beschouwd als een uitbreiding van operationele activiteiten. De mutatie in de verkrijgingsprijs van die deelneming kan bij de berekening van de deelnemingsschuld daarom niet buiten aanmerking blijven.

7.3.4.3d Tijdvak van 12 maanden voor en na het moment van uitbreiding
Vaak wordt kort voor of na een internationale overname de groepsstructuur herzien en worden de nieuw verworven onderdelen gehergroepeerd. Divisies worden bijvoorbeeld omgevormd naar een landenhoudsterstructuur of omgekeerd. Dit zien we ook bij overnames door private equity gebeuren. Dit geschiedt om velerlei redenen, maar niet zelden mede om de structuur tax-efficiënt gestalte te geven. Bijvoorbeeld om een debt push-down te realiseren in een jurisdictie waar optimaal gebruik kan worden gemaakt van de aftrek van rentelasten.

Hoewel deze laatste situatie hem niet primair voor ogen stond, heeft de wetgever aanvaard dat ook herstructureringen die plaatsvinden binnen een tijdvak van twaalf maanden voor of na de feitelijke uitbreiding van de operationele activiteiten van de groep, kunnen kwalificeren als uitbreidingsinvestering als bedoeld in artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969.

Een interne herschikking van de verworven deelnemingen naar een Nederlandse tussenhoudster binnen een tijdsbestek van twaalf maanden na de overname door de internationale tophoudster, geldt dus ook voor de Nederlandse tussenhoudster als een uitbreidingsinvestering. Het mag duidelijk zijn dergelijke herstructureringen om andere redenen de aandacht van de Belastingdienst vragen. Denk bijvoorbeeld aan de toepassing van artikel 10a, lid 1, onder c, van de Wet Vpb 1969 (zie onderdeel 7.3.2).

Een bijzondere situatie doet zich voor wanneer een Nederlandse belastingplichtige al dan niet in het kader van een internationale overname in eerste instantie aan zijn dochtermaatschappij een lening verstrekt ter financiering van een lokale acquisitie die voor de groep leidt tot een uitbreiding van operationele activiteiten. Wanneer de belastingplichtige de lening binnen twaalf maanden na deze acquisitie omzet in aandelenkapitaal in die betreffende dochtermaatschappij, kwalificeert deze omzetting voor de belastingplichtige eveneens als een uitbreidingsinvestering.

7.3.4.4 Tegengaan ongewenst gebruik: art. 13l lid 6, Wet Vpb 1969

Met de maatregel van artikel 13l van de Wet Vpb 1969 wordt dus niet beoogd om belemmeringen op te werpen voor het bedrijfsleven die afbreuk doen aan het ondernemings- en vestigingsklimaat in Nederland. Investeringen die leiden tot een reële uitbreiding van de operationele activiteiten van een concern blijven daarom zoveel mogelijk buiten schot. Dit is anders in situaties waarin sprake is van fiscaal gedreven, excessieve financiering met vreemd vermogen, en de aftrek van rente de proporties van misbruik heeft aangenomen.

In artikel 13l, zesde lid, van de Wet Vpb 1969 onderkent de wetgever drie situaties van onbedoeld gebruik dan wel misbruik. Het bepaalde in lid 6 leidt ertoe dat de eerder op de voet van artikel 13l, derde en vijfde lid van de Wet Vpb 1969 bepaalde deelnemingsschuld weer verhoogd wordt met de schuld die strekt ter financiering van de deelneming. De volgende berekening ligt hieraan ten grondslag.

Op grond van artikel 13l, derde lid, van de Wet Vpb 1969 luidt de rekenregel als volgt:

deelnemingsschuld = verkrijgingsprijs deelneming(en) – fiscaal eigen vermogen

De verkrijgingsprijs kan onder toepassing van artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969 worden verlaagd met een bedrag dat verband houdt met een uitbreidingsinvestering. Hiermee neemt ook de deelnemingsschuld af.

Het bepaalde in artikel 13l, zesde lid, van de Wet Vpb 1969 bewerkstelligt dat in de aldaar genoemde situaties de verlaging van de verkrijgingsprijs geheel of gedeeltelijk ongedaan wordt gemaakt (wordt teruggenomen) ter hoogte van de in lid 6 bedoelde schuldfinanciering van de deelneming. Dit leidt weer tot een toename van de deelnemingsschuld, en mogelijk ook tot (een toename van de) bovenmatige deelnemingsrente.

In de volgende drie situaties wordt de eliminatie van de verkrijgingsprijs in artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969 weer ongedaan gemaakt:

a Dezelfde rente uit hoofde van de financiering van een deelneming wordt meerdere malen in aftrek gebracht (juridische 'double dip'). Er is bijvoorbeeld sprake van een hybride rechtsvorm.
b Een keten van financieringshandelingen heeft als uitkomst dat er niet alleen bij de belastingplichtige, maar ook bij een met de belastingplichtige verbonden lichaam rente ter zake van de financiering van een uitbreidingsinvestering in aftrek wordt gebracht zonder dat daar een (compenserende) heffing over de corresponderende (rente)vergoeding tegenover staat (economische double dip). Denk bijvoorbeeld aan een hybride lening, maar het kan ook gaan om financieringen die via Nederland en een laag belastende jurisdictie worden geleid.
c De uitbreidingsinvestering is onder Nederland gehangen met het oog op de renteaftrek. De overname zou met andere woorden niet over Nederland zijn geleid, wanneer geen renteaftrek mogelijk was geweest (rentedropping).

Gelet op de veelal complexe financieringsstructuren waarvan private equity zich bedient, moet de aandacht in de praktijk vooral naar deze situaties uitgaan. Hierna gaan we aan de hand van een aantal voorbeelden kort in op de werking van artikel 13l, zesde lid, van de Wet Vpb 1969. De voorbeelden zijn ontleend aan de memorie van toelichting bij de wijzigingswet Uitwerking fiscale maatregelen begrotingsakkoord 2013.[186]

7.3.4.4a Dezelfde rente wordt twee keer in aftrek gebracht (art. 13l, lid 6, onder a, Wet Vpb 1969)

Het bepaalde in artikel 13l, zesde lid, onder a van de Wet Vpb 1969 ziet op gevallen waarin dezelfde rente in feite twee keer in aftrek wordt gebracht. Een voorbeeld ter verduidelijking.

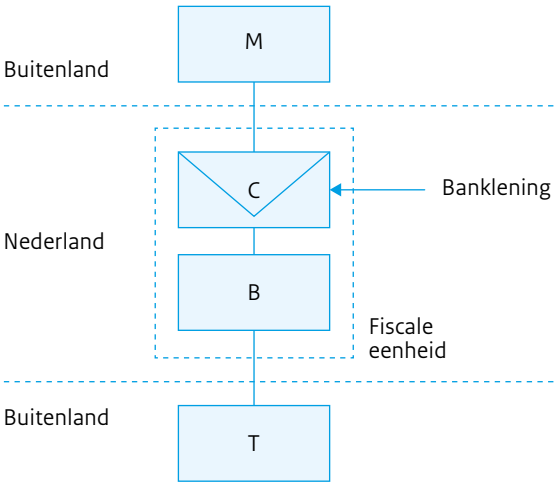
Voorbeeld

De belastingplichtige C is een coöperatie naar Nederlands recht. C vormt een fiscale eenheid met dochtermaatschappij B. M is de buitenlandse tophoudster van het concern. C wil een vennootschap in het buitenland (T) overnemen voor 1.000. De coöperatie trekt hiervoor een banklening aan van 1.000. De overname kan worden gezien als een uitbreidingsinvestering als bedoeld in artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969.

De coöperatie wordt in het buitenland voor fiscale doeleinden als transparant behandeld, in Nederland niet. Omdat C naar buitenlandse maatstaven transparant is, komt de rente op de lening in aftrek bij M. In Nederland is C echter een zelfstandig belastingplichtige entiteit, die deel uitmaakt van een fiscale eenheid. Daardoor komt dezelfde rente ook in Nederland in aftrek bij de fiscale eenheid.

Op grond van het zesde lid, onderdeel a, telt de verkrijgingsprijs van deelneming T voor 1.000 toch mee voor het bepalen van de deelnemings-schuld. Het is namelijk aannemelijk dat deze structuur tot gevolg heeft dat de verschuldigde rente twee keer kan worden afgetrokken.

Figuur 57: Rente kan feitelijk twee keer in aftrek worden gebracht



186 Kamerstukken II 2011/12, 33287, nr. 3, pag. 37 e.v., MvT.

7.3.4.4b *De rente komt ook elders in het concern in aftrek (art. 13l, lid 6, onder b, Wet Vpb 1969)*

Artikel 13l, zesde lid, onder b, van de Wet Vpb 1969 ziet op die gevallen waarin sprake is van een keten van financieringshandelingen met als gevolg dat de rente uit hoofde van een lening ter financiering van een uitbreidingsinvestering als bedoeld in het vijfde lid materieel niet alleen bij de belastingplichtige, maar ook bij een met de belastingplichtige verbonden lichaam in aftrek wordt gebracht, terwijl de rente bij de ontvangende partij niet in een naar Nederlandse maatstaven redelijke heffing wordt betrokken.

Anders dan in artikel 13l, zesde lid, onder a van de Wet Vpb 1969 gaat het hier dus niet om (juridisch) dezelfde rente, maar om een keten van financieringshandelingen, waarbij ergens in die keten een mismatch ontstaat.

Het bepaalde in artikel 13l, zesde lid, onder b van de Wet Vpb 1969 heeft met voorgaande bepaling onder a wel gemeen dat er sprake is van een double dip. Wordt in lid 6, onder a de mismatch veroorzaakt door bijvoorbeeld het gebruik van hybride rechtsvormen, in onderdeel b zal mogelijk ergens in de financieringsketen sprake zijn van een hybride financieringsvorm. We gaan uit van het volgende gestileerde voorbeeld.

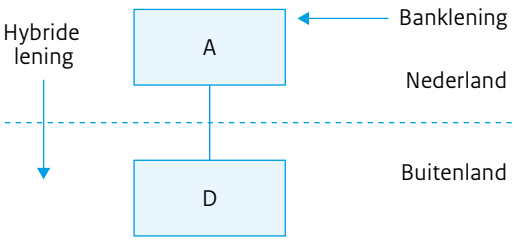
Voorbeeld

Een Nederlandse belastingplichtige A leent € 100 miljoen van de bank en trekt de rente af.

A gebruikt dit geld voor het verstrekken van een deelnemerschapslening in de zin van artikel 10, eerste lid, onderdeel d, van de Wet Vpb 1969 ter grootte van € 150 miljoen aan haar buitenlandse dochtermaatschappij D. D wendt dit bedrag aan voor uitbreidingsinvesteringen. De ontbrekende € 50 miljoen financiert A bv met eigen vermogen.

Nederland ziet de geldverstrekking van A bv aan D als een kapitaalstorting, terwijl het buitenland deze geldverstrekking als een geldlening aanmerkt. De vergoeding van dochter D aan moeder A uit hoofde van deze lening vormt in het buitenland een aftrekbare rentelast, maar valt in Nederland onder de deelnemingsvrijstelling. Gevolg is dat de rentelast op het door de groep aangetrokken kapitaal van € 100 miljoen in feite twee keer in aanmerking wordt genomen.

Figuur 58: Hybride lening



De verstrekking van de hybride lening aan D leidt bij A tot een toename van de verkrijgingsprijs van de deelneming in D. Omdat D de middelen uit deze lening aanwendt voor uitbreidingsinvesteringen, zou A op grond van het bepaalde in het vijfde lid de toename van de verkrijgingsprijs voor de berekening van de deelnemingsschuld buiten aanmerking kunnen laten. Het bepaalde in artikel 13l, zesde lid, onder b van de Wet Vpb 1969 verhindert dit echter. Voor zover A de als kapitaalstorting aangemerkte geldverstrekking heeft gefinancierd met een geldlening (€ 100 miljoen), blijft het bepaalde in artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969 buiten toepassing en neemt de deelnemingsschuld met hetzelfde bedrag € 100 miljoen) dus toe.

Hiermee wordt de double dip op het niveau van Nederland ongedaan gemaakt.

Naast het gebruik van hybride financieringsvormen ziet artikel 13l, zesde lid, onder b van de Wet Vpb 1969 ook op situaties waarin sprake is van een onzakelijke omleiding van financieringsstromen door bijvoorbeeld tussenschakeling van een laag belastende jurisdictie. Ter verduidelijking geven we een voorbeeld dat eveneens aan de parlementaire geschiedenis is ontleend.

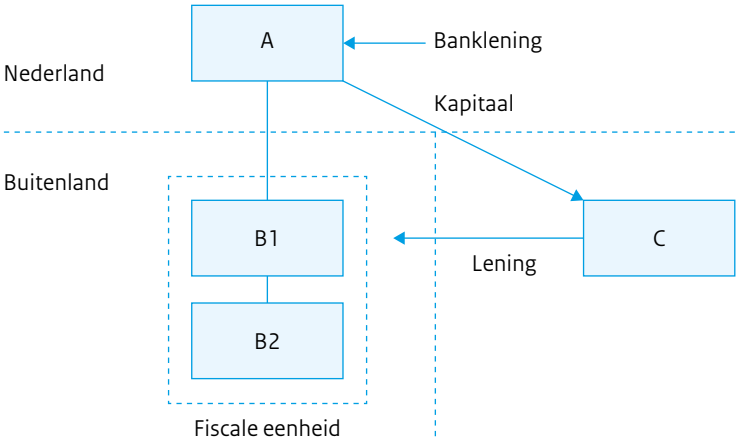
Voorbeeld

Een Nederlands concern A neemt een vennootschap B2 in land B over voor 1.000 en leent het hiervoor benodigde geld van een bank. De overname wordt als volgt gestalte gegeven: A heeft een dochter in het laag belastende land C die daar de functie van distributiecentrum uitoefent. A stort 1.000 als kapitaal in het distributiecentrum in land C. De dochter leent de verkregen 1.000 door aan een overnamehoudster B1 in land B. Die koopt vervolgens met de 1.000 de vennootschap B2 in land B en vormt daarmee een fiscale eenheid naar het recht van land B.

In Nederland is 1.000 extern ingeleend en is het geld gestort in een deelneming in land C, waarop de deelnemingsvrijstelling van toepassing is. Dit leidt tot aftrek van rente in Nederland zonder dat daar belaste baten tegenover staan. Op de financieringsstroom die door land C loopt, drukt per saldo weinig winstbelasting. In land B trekt de overnamehoudster B1 de rente aan het distributiecentrum af en zet die rentelast binnen de fiscale eenheid af tegen de winst van B2.

Deze situatie valt onder artikel 13l, zesde lid, onder b, van de Wet Vpb 1969 omdat er sprake is van twee keer renteaftrek, één keer bij B1 en één keer bij A, terwijl de rente die bij B1 is afgetrokken niet adequaat wordt belast bij de ontvanger daarvan C. Gevolg is dat de deelnemingsschuld toeneemt met 1.000.

Figuur 59: Tussenschakeling van een laag belastende jurisdictie C



Ontbreken van een compenserende heffing: tegenbewijs

De belastingplichtige A in dit voorbeeld heeft op grond van de tweede volzin van artikel 13l, zesde lid, van de Wet Vpb 1969 de mogelijkheid om aannemelijk te maken dat de wijze waarop de financiering is vormgegeven, in overwegende mate is ingegeven door zakelijke overwegingen. Slaagt de belastingplichtige in zijn bewijs, dan blijft de correctie op de deelnemingsschuld achterwege.

Deze mogelijkheid van tegenbewijs wordt niet geboden wanneer een heffing over de rente bij de ontvanger in z'n geheel ontbreekt.

De toets of er sprake is van een naar Nederlandse maatstaven redelijke heffing is dezelfde als die wordt gehanteerd in artikel 10a, derde lid, onder b, van de Wet Vpb 1969.

7.3.4.4c De verwerving is ingegeven door de renteaftrek (art. 13l, lid 6, onder c, Wet Vpb 1969)

Het bepaalde in artikel 13l, zesde lid, onder c van de Wet Vpb 1969 ziet op situaties waarin de keuze van een concern om een acquisitie 'over Nederland' te laten lopen vooral is ingegeven om redenen van belastingbesparing door het creëren van een fiscale aftrekpost.

Artikel 13l, zesde lid, onderdeel c van de Wet Vpb 1969 bevat een oogmerktoets. Wanneer een internationaal opererend concern met hoofdzetel in het buitenland in het kader van een overname van een buitenlandse target ervoor kiest om deze target onder een Nederlandse tussenhoudster te hangen, zal de vraag moeten worden gesteld met welk doel dit concern tot deze keuze is gekomen. Is deze keuze ingegeven door de wens om de rentelasten uit hoofde van de acquisitieschuld in aftrek te kunnen brengen op de Nederlandse winsten van het concern, of hebben ook andere redenen hierbij een rol gespeeld? Als moet worden aangenomen dat de keuze niet op Nederland zou zijn gevallen wanneer de renteaftrek buiten beschouwing zou worden gelaten, dan blijft artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969 buiten toepassing en blijft de verkrijgingsprijs van die target van invloed op de deelnemingsschuld. Er vindt immers geen eliminatie van de verkrijgingsprijs plaats.

Dit is slechts anders wanneer belastingplichtige aannemelijk kan maken dat – afgezien van de fiscale aftrekmogelijkheden – er voor hem voldoende andere redenen overblijven om de target te verwerven, en niet door een ander concernonderdeel.

Aansturende functie

Hierbij kan worden gedacht aan de situatie waarin de Nederlandse tussenhoudster een aansturende functie heeft ten aanzien van de verworven targetvennootschap. Een aansturende functie impliceert in dit verband dat de Nederlandse tussenhoudster een zekere hoofdkantoorfunctie vervult in relatie tot de target. Deze hoofdkantoorfunctie kan tot uitdrukking komen in bijvoorbeeld een beslissende rol die de Nederlandse tussenhoudster heeft gespeeld bij de acquisitie van de target, of in de rol die ze is gaan vervullen na de overname. In de laatste situatie wordt vooral gedacht aan de rol die de tussenhoudster speelt bij het nemen van strategische en overige beleidsbepalende beslissingen ten aanzien van het concernonderdeel waartoe de tussenhoudster en de target behoren.

De vraag komt op welke impact artikel 13l, zesde lid, onder c van de Wet Vpb 1969 heeft op private-equity-overnames die 'over Nederland' lopen of 'over Nederland' worden geherstructureerd.

Hierbij wordt allereerst opgemerkt, dat het opzoeken van renteaftrek impliceert dat er ook feitelijk Nederlandse grondslag voorhanden is. Niet zelden wordt een target kort na de acquisitie door private equity ingrijpend geherstructureerd. Dit past in het streven van private equity om een kostenefficiencyslag te maken en daarmee een rendementsverbetering te behalen, maar niet op de laatste plaats ook om cashflow te genereren. En voor dit doel wordt vaak toegewerkt naar een debt push-down op bij voorkeur operationeel niveau. Optimalisatie van de fiscale structuur hoort daar evenzeer bij. Hierbij strekt de operationele structuur in de going-concernsituatie niet altijd tot uitgangspunt. Dit heeft tot gevolg dat de vennootschappelijke en de operationele organisatiestructuur van de target niet meer synchroon lopen. En vooral in die situaties moet de vraag worden gesteld of een verkrijging door de Nederlandse belastingplichtige is gestoeld op voldoende andere redenen dan het louter bewerkstelligen van een fiscale renteaftrek.

7.3.4.5 Besluit aftrekbeperking bovenmatige deelnemingsrente: art. 13l, lid 11, Wet Vpb 1969

Interne reorganisaties kunnen tot gevolg hebben dat een bestaand belang in een deelneming voor het concern niet langer het karakter heeft van een uitbreidingsinvestering als bedoeld in artikel 13l, vijfde lid, van de Wet Vpb 1969. Dit kan weer tot gevolg hebben dat de verkrijgingsprijs niet buiten aanmerking kan blijven in de rekenregel van artikel 13l, derde lid, van de Wet Vpb 1969, wat kan leiden tot het ontstaan van een deelnemingsschuld.

Dezelfde situatie kan zich voordoen bij een verkrijging van een deelneming als gevolg van een voeging in fiscale eenheid met een dochtermaatschappij die in bezit was van die deelneming.

Artikel 13l, elfde lid, van de Wet Vpb 1969 opent de mogelijkheid dat bij Algemene Maatregel van Bestuur nadere regels worden gesteld die voorzien in de toepassing van artikel 13l van de Wet Vpb 1969 ingeval van een reorganisatie of een voeging in fiscale eenheid.

Die regels zijn verankerd in het besluit van de minister van Veiligheid en Justitie van 16 januari 2013, Stb 2013/22, laatstelijk gewijzigd bij besluit van de minister van Veiligheid en Justitie van 21 december 2016, Stb 2016/549 (besluit Aftrekbeperking bovenmatige deelnemingsrente).

Deze regelgeving is dermate complex en heeft zo'n specifiek karakter dat het het bestek van dit rapport te buiten gaat om hier nader op in te gaan.

7.3.4.6 *Conclusie art. 13l Wet Vpb 1969*

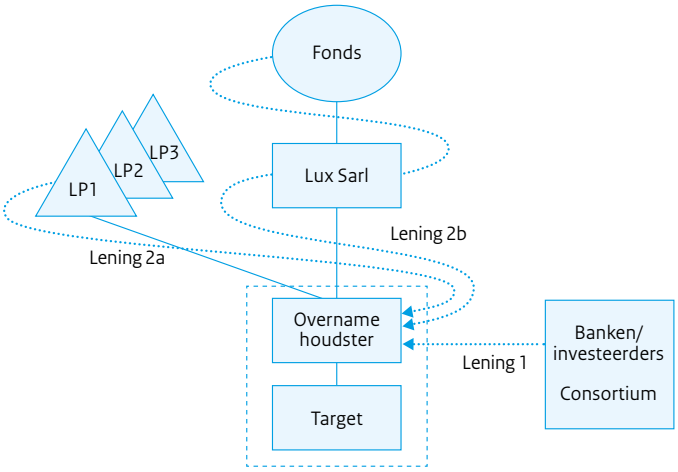
Artikel 13l, van de Wet Vpb 1969 bevat een ingewikkelde en complexe regeling die lastig toe te passen is. Deze maatregel is niet specifiek toegesneden op private equity, maar kan bij de aanpak zeker aan de orde zijn. Dit zal bijvoorbeeld het geval zijn als de target (voor een deel) als niet-operationeel moet worden aangemerkt, of als de financiering van de target zodanig is vormgegeven dat tegenover de onbelaste deelnemingsbaten rentelasten staan die elders in de groep niet of onvoldoende in de heffing worden betrokken. Niet zelden wordt Nederland als een interessante fiscale 'thuishaven' gezien waarbij renteaftrek een belangrijke drijfveer is.

7.3.5 Beperking renteaftrek bij overnamehoudster: art. 15ad Wet Vpb 1969

7.3.5.1 *Inleiding*

Private-equityfondsen die bedrijven opkopen en de overnamehoudster daarbij optuigen met veel vreemd vermogen (lees: excessieve financiering) vormden onder andere de aanleiding voor de herinvoering in 2012 van het huidige artikel 15ad van de Wet Vpb 1969.[187] Doel en strekking van het huidige artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 is te voorkomen dat via een zogenoemde overnamehoudsterconstructie een uitholling van de grondslag van de Nederlandse vennootschapsbelasting kan worden bereikt.

Figuur 51: Standaardstructuur buy-out



187 Art. 15ad Wet Vpb 1969 was per 2003 opvolger van de al in 1996 geïntroduceerde overnamehoudsterbepalingen art. 15, lid 4 en 5 Vpb. Met ingang van 1 januari 2007 is het toenmalige art. 15 ad Wet Vpb 1969 afgeschaft.

Artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 bevat een aftrekbeperking voor renten en kosten van zowel groepsleningen als externe leningen die verband houden met een overname van, alsmede een uitbreiding van een belang in een te voegen maatschappij. In de parlementaire geschiedenis[188] is dit gemotiveerd met het feit dat dit past in het kader van de regeling, namelijk het voorkomen van uitholling van de winst door overnamerente, en ook dat groepsrente wordt omgezet in externe rente.

De aftrekbeperking van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 is alleen van toepassing voor zover de overnamerente de 'eigen winst' van de overnamehoudster en winsten van andere, niet door artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 getroffen, gevoegde dochtermaatschappijen overschrijdt. De aftrekbeperking geldt dan ook zolang de overnameschuld bestaat vanaf het moment dat en zolang er een fiscale eenheid is tussen de schuldenaar (de overnamehoudster) en de overgenomen maatschappij, in het vervolg ook wel de targetvennootschap genoemd. De aftrekbeperking is de laagste van de volgende twee bedragen:

1 Het bedrag van de overnamerente verminderd met de 'eigen winst' van de overnamehoudster en de franchise van €1 miljoen.
2 Het volgens artikel 15ad, vierde lid, van de Wet Vpb 1969 berekende bedrag van het teveel aan overnamerenten. Hiervan is sprake als de overnamelening een bepaald percentage van de verkrijgingsprijs van de targetvennootschap overstijgt.

Voordat we nader ingaan op de verschillende elementen van artikel 15ad, van de Wet Vpb 1969, geven we eerst kort de belangrijkste bijzonderheden van de regeling weer:

a Er geldt een stallingsregeling voor niet-aftrekbare overnamerente.
b Naast de renteaftrekbeperkende maatregel in artikel 15ad van Wet Vpb 1969 zijn er flankerende maatregelen opgenomen in artikel 14a, lid 12 t/m 14 van de Wet Vpb 1969 (bij splitsing) en artikel 14b, lid 9 t/m 11 van de Wet Vpb 1969 (bij juridische fusie) ten einde te voorkomen dat door middel van gebruikmaking van een splitsing of juridische fusie de overnamerente ten laste van het resultaat van de targetvennootschap kan worden gebracht. De maatregel van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 geldt overigens niet alleen voor een gefacilieerde fusie maar ook in de situatie van een niet vrijgestelde fusie of splitsing.
c Er is geen vergelijkbare maatregel getroffen voor de situatie waarin gebruik wordt gemaakt van een activa-passivatransactie.
d De franchise van €1 miljoen is bedoeld om overnames in het MKB-segment niet te veel te verstoren.
e De nieuwe regeling werkt met ingang van 1 januari 2012. In de overgangsregeling van artikel XXXVIII, onderdelen d en e, van het Belastingplan 2012 is echter bepaald dat de regeling niet geldt voor fiscale eenheden, fusies en splitsingen die voor 15 november 2011 tot stand zijn gebracht. De eerbiedigende regeling kent geen beperking in de tijd. Dat betekent dat zolang aan de voorwaarden voor de eerbiedigende werking wordt voldaan, gebruik kan worden gemaakt van de tegemoetkoming. Bij overnamehoudsterconstructies die zijn uitgevoerd door middel van een juridische fusie of splitsing moet de overnameschuld daarom blijven behoren tot hetzelfde lichaam en bij een fiscale eenheid moeten de overnamehoudster en de targetvennootschap deel blijven uitmaken van dezelfde fiscale eenheid.
f Naast de onder e. genoemde wijziging is de regeling met ingang van 1 januari 2017 nog op een tweetal punten aangescherpt.[189] Ten eerste is de termijn van zeven jaar waarbinnen de financiering moet worden afgebouwd, aangescherpt. Verder is de berekeningssystematiek aangescherpt in gevallen van een debt push down.

188 Kamerstukken II 2011/12, 33 003, nr.3, pag. 89, MvT.
189 Wijziging van enkele belastingwetten en enige andere wetten (Belastingplan 2017).

7.3.5.2 Berekeningssystematiek

In dit onderdeel zetten we de berekeningssystematiek ter bepaling van het niet-aftrekbare bedrag aan overnamerente uiteen. Deze berekening verloopt in drie stappen:

A De bepaling van de in beginsel niet-aftrekbare overnamerente (art. 15ad, lid 1 en 2 Wet Vpb 1969);
B De toepassing van de maximale financieringsnorm (art. 15ad, lid 4 t/m 6 Wet Vpb 1969);
C De berekening van het bedrag aan niet-aftrekbare overnamerente (art. 15ad, lid 3 Wet Vpb 1969).

Stap A: Bij de bepaling van de in beginsel niet-aftrekbare overnamerente moet gezien de achtergrond van de bepaling allereerst worden gekeken welke renten samenhangen met een overnameschuld. Van een overnameschuld is sprake bij een geldlening of een vergelijkbare overeenkomst die rechtens dan wel in feite direct of indirect verband houdt met de verwerving of uitbreiding van een belang in één of meerdere gevoegde vennootschappen. Onder het begrip geldlening of een daarmede vergelijkbare overeenkomst vallen niet alleen een bankkrediet of obligatielening, maar ook overeenkomsten die daar in economische zin mee te vergelijken zijn, bijvoorbeeld huurkoop en financial leaseovereenkomsten. Niet daaronder vallen een kortlopend leverancierskrediet of renteloze leningen. Renteloze leningen zijn dus uitgezonderd, tenzij om niet-zakelijke redenen is afgezien van het bedingen van rente en fiscaal wel rente in aftrek wordt gebracht. Geldleningen waarvan de rente uit hoofde van een andere renteaftrekbeperking, zoals artikel 10a van de Wet Vpb 1969, volledig niet aftrekbaar is, vallen niet onder de reikwijdte van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969.

Verband met de verwerving of uitbreiding van een belang

De betrokken geldlening moet verband houden met de verwerving of uitbreiding van een belang in een of meerdere maatschappijen. Door gebruik te maken van de term 'belang' kunnen daaronder, afhankelijk ook van de inhoud daarvan, ook bijvoorbeeld optieovereenkomsten vallen.[190]

Door het gebruik van de woorden 'rechtens dan wel in feite direct of indirect' blijkt dat de wetgever ook hier een ruim verbandsbegrip heeft voorgestaan. In beginsel valt een kapitaalstorting in de targetvennootschap niet onder de reikwijdte van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 tenzij sprake is van een verwerving of uitbreiding. In de nota naar aanleiding van het verslag[191] is nog het voorbeeld aan de orde geweest van een lening door de overnamehoudster aangegaan ter herfinanciering van bestaande schulden van de targetvennootschap. Deze laatste verricht daarvoor geen tegenprestatie, waarna sprake is van een informeel kapitaalstorting. Ook deze kapitaalstorting kan afhankelijk van de feiten kwalificeren als de verwerving of uitbreiding van belang in de zin van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969.

De voor verrekening beschikbare winst

Het komt er globaal genomen op neer dat voor verrekening beschikbaar is de 'eigen winst' van de overnamehoudster (art. 15ad, lid 1, Wet Vpb 1969). Voor de bepaling van deze 'eigen winst' worden de gebruikelijke winstsplitsingsregels van artikel 15ah van de Wet Vpb 1969 van overeenkomstige toepassing verklaard. Voor de berekening van deze 'eigen winst' van de overnamehoudster is wettelijk de volgende systematiek vastgelegd: allereerst wordt de winst van de fiscale eenheid bepaald na voeging van de overgenomen maatschappijen en na onbeperkte aftrek van overnamerente. Vervolgens wordt uit deze winst de winst van de maatschappijen waarvan het belang is verworven door middel van overnameschulden (= targetvennootschappen) geëlimineerd. Tot slot wordt ter berekening van de voor verrekening beschikbare winst de overnamerente bijgeteld.

190 Kamerstukken II, 2011/12, 33003, nr. 10, blz. 89.
191 Kamerstukken II, 2011/12, 330033, nr. 10, blz. 88/89.

Op grond van artikel 15ad, zevende lid, van de Wet Vpb 1969 wordt voor de renteaftrekbeperking de winst van een buitenlandse vaste inrichting waarop de ook in 2012 ingevoerde objectvrijstelling van toepassing is, niet meegenomen. De winst die met een dergelijke vaste inrichting wordt behaald, is dus niet beschikbaar voor verrekening. Hiermee wordt bereikt dat het voor de toepassing van deze renteaftrekbeperkende maatregel niet uitmaakt of de fiscale eenheid een (buitenlandse) deelneming heeft dan wel een vaste inrichting.

Voorbeeld
X BV verwerft alle aandelen in een targetvennootschap voor een verkrijgingsprijs van € 45 miljoen. Daarvoor sluit X BV een lening af van € 30 miljoen bij een bank; de rest wordt met eigen vermogen gefinancierd. Het ter zake van deze schuld overeengekomen rentepercentage bedraagt 5% per jaar. In jaar 1 wordt niets afgelost op de overnameschuld. Beide vennootschappen worden gevoegd met ingang van de overname. De verder relevante gegevens zijn: winst fiscale eenheid € 650.000, winst fiscale eenheid toerekenbaar aan targetvennootschap € 2.000.000 en de in het eerste jaar verschuldigde overnamerente € 1.500.000.

Winst fiscale eenheid	€ 650.000
Af: winst fiscale eenheid toerekenbaar aan target	€ 2.000.000
Bij: overnamerente boekjaar	€ 1.500.000
Op grond van lid 1 winst beschikbaar voor verrekening	€ 150.000

De overnamerente bedraagt meer dan de voor verrekening beschikbare winst. Op basis van artikel 15ad, tweede lid, van de Wet Vpb 1969 mag vervolgens nog een franchise van € 1.000.000 (de 'MKB-vrijstelling') in de berekening worden meegenomen. De berekening luidt dan als volgt:

Overnamerente	€ 1.500.000
Af: winst beschikbaar voor verrekening (lid 1)	€ 150.000
Af: franchise	€ 1.000.000
Niet-aftrekbare overnamerente	€ 350.000

Stap B: Teneinde de regeling voor belastingplichtigen beter voorspelbaar te maken is een maximale financieringsnorm ingevoerd die is opgenomen in artikel 15ad, zesde lid, van de Wet Vpb 1969. Er is sprake van een teveel aan overnameschulden indien en voor zover de overnameschuld aan het einde van het jaar een bepaald percentage van de verkrijgingsprijs overstijgt. In het jaar van voeging bedraagt deze 60% en het daalt daarna jaarlijks met 5% totdat na zeven jaar het minimum van 25% wordt bereikt. Opmerking daarbij: tijdelijke mutaties van die schulden aan het einde van het jaar worden daarbij genegeerd (zie slotzin van art. 15ad, lid 5, Wet Vpb 1969).

Op grond van het per 1 januari 2017 gewijzigde artikel 15ad, zesde lid, Wet Vpb 1969 gaat bij een interne verhanging de afbouwtermijn van zeven jaar niet opnieuw lopen. Hiermee wordt voorkomen dat een overgenomen maatschappij binnen concernverband (steeds) onder een nieuwe overnameholding wordt gehangen, waardoor de afbouwtermijn (steeds) opnieuw zou aanvangen.[192] Omdat de overgenomen maatschappij tot dezelfde groep van verbonden lichamen blijft behoren, gaat de zevenjaarstermijn dus niet opnieuw lopen.

Voor het begrip 'verbondenheid' moet worden aangesloten bij art. 10a Wet Vpb 1969.

Verkrijgingsprijs
Voor het begrip verkrijgingsprijs heeft men getracht aan te sluiten bij artikel 4.21, eerste lid, van de Wet IB 2001 waarin voor toepassing van de aanmerkelijkbelangregeling is vastgelegd dat onder verkrijgingsprijs moet worden verstaan 'verkrijgingsprijs vermeerderd met de ten laste van de koper komende kosten'.

Als een overname plaatsvindt van een targetvennootschap die later wordt gevoegd, inclusief een daaronder hangende dochtermaatschappij, wordt de verkrijgingsprijs niet gesplitst.

Jaarcluster
Het bovenmatige deel van de overnameschulden wordt bepaald voor alle in hetzelfde jaar gevoegde maatschappijen gezamenlijk in een jaar. Dit kan voordelig uitwerken, omdat bovenmatigheid van één schuld ten aanzien van een overname wordt gecompenseerd door ruimte ten aanzien van een andere schuld van hetzelfde cluster.

Schulden ter zake van in verschillende jaren gevoegde overnames en clusters van verschillende jaren mogen niet worden geclusterd. Daarom kan het voorkomen dat er in een bepaald jaar verschillende clusters of losse overnames voorkomen met elk hun eigen percentage voor de maximale financieringsnorm.

> **Voorbeeld**
> In bovenstaand voorbeeld is sprake van het eerste jaar na voeging, waarbij dus de maximale overnameschuld 60% van € 45 miljoen zijnde € 27 miljoen mag bedragen. Het teveel aan overnamerente bedraagt daarmee 3/30 x € 1.500.000 = € 150.000.

Debt push down
Met ingang van 1 januari 2017 is een elfde lid toegevoegd aan artikel 15ad Wet Vpb 1969, dat ziet op situaties waarin een overgenomen maatschappij een schuld aangaat en die schuld vervolgens aanwendt voor een dividenduitkering aan de overnameholding die daarmee de corresponderende schuld kan aflossen (debt push down). Art. 15ad Wet Vpb leidde er in zulke situaties toe dat de rente op de overnameschuld in mindering kwam op het aan de overgenomen maatschappij toe te rekenen deel van de winst van de fiscale eenheid, waardoor dit deel van de winst eigenlijk te laag werd vastgesteld en er feitelijk sprake was van een heffingslek. Op grond van het elfde lid wordt in deze gevallen de aan de overgenomen maatschappij toe te rekenen winst weer verhoogd met de daarop in mindering gebrachte rente op overnameschulden. Er is geen tegenbewijsregeling opgenomen voor 'zakelijke' debt push downs.

192 Zie voor een uitgewerkt voorbeeld Kamerstukken II, 2016/17, 34 552, nr. 3, p. 77-79.

In de memorie van toelichting[193] is het volgende cijfermatige voorbeeld opgenomen:

Gegevens

Rente over de overnameschuld	100
Deel winst fiscale eenheid toerekenbaar aan verworven maatschappij (target)	150
Deel winst fiscale eenheid toerekenbaar aan overnemende maatschappij (overnameholding)	0

Uitwerking

Op grond van artikel 15ad, eerste lid, van de Wet Vpb 1969 is de rente over de overnameschuld slechts aftrekbaar tot het bedrag van de winst van de fiscale eenheid (tussen de overnameholding en de target) zonder toepassing van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969, verminderd met het deel van de winst dat toerekenbaar is aan de overgenomen maatschappij en vermeerderd met de rente over de overnameschulden.

Winst van de fiscale eenheid	50
Deel winst toerekenbaar aan verworven maatschappij (T)	⁻/₋ 150
Overnamerente fiscale eenheid	+ 100
Ruimte voor renteaftrek ter zake van de overnameschuld	0

[...]

Winst van de fiscale eenheid	50
Deel winst toerekenbaar aan verworven maatschappij (T), 'oorspronkelijke' resultaat (150) verminderd met 'nieuwe' rentelast door debt push down (100)	⁻/₋ 50
Overnamerente fiscale eenheid	+ 100
Ruimte voor renteaftrek ter zake van overnameschuld	100

Lening 2 is een overnameschuld en valt onder de aftrekbeperking van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 omdat de fiscale eenheid deze lening aangaat voor de aflossing van een reeds bestaande overnameschuld van de fiscale eenheid. De rente ter zake van lening 2 kan derhalve nu al in aftrek worden beperkt op grond van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969. De winst die beschikbaar is voor aftrek is echter 100 terwijl de overnameholding op 'stand alone' basis geen winst maakt. Hieruit blijkt dat artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 niet goed uitwerkt. Het zou immers niet uit moeten maken welke maatschappij de overnameschuld aangaat.

[...]

Winst van de fiscale eenheid	50
Deel winst toerekenbaar aan verworven maatschappij plus ophoging	⁻/₋ 150
Overnamerente fiscale eenheid (betaald door verworven maatschappij)	+ 100
Ruimte voor renteaftrek ter zake van overnameschuld	0

Stap C: Het uiteindelijke bedrag van de niet-aftrekbare overnamerente bedraagt op grond van artikel 15ad, derde lid, van de Wet Vpb 1969 het laagste van de hiervoor onder A en B berekende bedragen. In dit geval komt dit uit op €150.000.

193 Kamerstukken II, 2016/17, 34 552, nr. 3, p. 75

7.3.5.3 *Stallingsregeling*

Voor zover als gevolg van artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 in enig boekjaar een deel van de overnamerente niet aftrekbaar is, is in artikel 15ad, achtste lid, van de Wet Vpb 1969 een stallingsregeling opgenomen. Onder voorwaarden kan in een later jaar dat deel alsnog in aftrek worden gebracht.

Op de naar het volgende jaar overgebrachte overnamerente mag niet nogmaals de franchise- en/of de maximale financieringsnorm worden toegepast. Wel kan verrekening plaatsvinden voor zover er in dat jaar voor verrekening beschikbare winst is. Uit de memorie van toelichting[194] blijkt dat deze verrekening plaatsvindt vóórdat de overnamerente uit het jaar zelf aan bod komt. Oude gestalde niet-aftrekbare overnamerente moet dus eerst in aftrek worden gebracht voordat de overnamerente uit het jaar zelf op aftrekbaarheid wordt getoetst.

Ter zake van de stallingsregeling is geen beperking in de tijd opgenomen. Het gestalde rentebedrag wordt niet door middel van een voor beroep vatbare beschikking vastgesteld vanwege de uitvoeringslasten daarvan.

7.3.5.4 *Samenloop met andere bepalingen*

Met ingang van 1 januari 2013 is artikel 13l in de Wet Vpb 1969 opgenomen. Als gevolg daarvan is in artikel 15ad, negende lid, van de Wet Vpb 1969 een delegatiebepaling opgenomen. Door middel van een algemene maatregel van bestuur is de samenloop geregeld in artikel 7 van het besluit van 16 januari 2013, Stb. 2013, 22 (besluit Aftrekbeperking bovenmatige deelnemingsrente).

7.3.5.5 *Conclusie art. 15ad Wet Vpb 1969*

Artikel 15ad van de Wet Vpb 1969 is, hoewel hiertoe niet beperkt, van groot belang bij private-equity-overnames.

Bij een debt push-down waarbij de schulden van de overnamehoudster worden verplaatst naar de target-vennootschap is de renteaftrekbeperking met ingang van 1 januari 2017 van toepassing.

Verder leidt de bepaling regelmatig niet tot een temporisering van de renteaftrek als de target veel deelnemingen heeft. In dergelijke gevallen kan veelal toch (een groot deel van) de winst van de target worden geëlimineerd als de financiering binnen de maximale financieringsnorm van artikel 15ad, zesde lid, van de Wet Vpb 1969 blijft.

7.4 De rol van de advance tax ruling in private equity

In dit onderdeel besteden we aandacht aan de rol van de 'advance tax ruling' (hierna: ATR) in private equity. Zekerheid vooraf over de fiscale beoordeling in de vorm van een ATR speelt namelijk een belangrijke rol bij de investeringsbeslissingen van een private-equityfonds. We geven inzicht in de organisatie- en competentieregeling van de APA/ATR-praktijk, en in de wijze waarop verzoeken om zekerheid vooraf in de vorm van een APA/ATR worden behandeld. De uitwerking van de voorbeelden in dit hoofdstuk vindt plaats op basis van algemene uitgangspunten. Daarom kunnen aan deze uitwerkingen geen rechten worden ontleend door belastingplichtigen. Verder is de inhoud geschreven op basis van het toegepaste kader op het moment van verschijnen van dit rapport.

194 Kamerstukken II, 2011/12, 33003, nr. 3, pag. 91.

7.4.1 Inleiding

In onderdeel 7.4.2 gaan we in op de twee soorten vaststellingsovereenkomsten. Onderdeel 7.4.3 behandelt de aard en het karakter van de vaststellingsovereenkomst, waarna meer specifiek aandacht wordt besteed aan de 'advance pricing ruling' (hierna: APA, onderdeel 7.4.3.1) en de ATR (onderdeel 7.4.3.2).

In onderdeel 7.4.4 staan we stil bij de behandeling van een verzoek om zekerheid vooraf met betrekking tot een PE-fonds. We behandelen hier zowel buitenlandse als Nederlandse PE-fondsen. Daarbij komen onder meer de buitenlandse belastingplicht, de dividendbelasting en de deelnemingsvrijstelling aan bod. Onderdeel 7.4.5 sluit dit hoofdstuk af.

7.4.2 Algemeen

Partijen die betrokken zijn bij een PE-fonds en die zekerheid vooraf wensen over de fiscale gevolgen in Nederland van voorgenomen grensoverschrijdende transactie(s), kunnen een verzoek tot afgifte van een vaststellingsovereenkomst in de vorm van een ATR en/of een verzoek tot afgifte van een APA indienen. Zoals we later in dit onderdeel zullen zien, kan het PE-fonds alleen maar op specifieke onderwerpen zekerheid van het APA/ATR-team krijgen. Andere fiscale onderwerpen die worden geraakt, zijn voorbehouden aan de lokale competente inspecteur. Daarbij kan gedacht worden aan de renteaftrekproblematiek en andere belastingen dan de Vpb.

Grensoverschrijdend wil zeggen: een concernstructuur (samenstel van gelieerde lichamen), waarbij de lichamen in verschillende landen, waaronder Nederland, gevestigd zijn. Een APA geeft zekerheid vooraf over de vaststelling van een zakelijke beloning (of een methode voor de vaststelling van een dergelijke beloning). Een ATR geeft belanghebbenden zekerheid vooraf over de fiscale gevolgen van een voorgenomen transactie (of samenstel van transacties).

De verzoeken tot afgifte van zekerheid vooraf worden ingediend bij de competente inspecteur van belastingplichtige; behandeling vindt plaats door het APA/ATR-team van de Belastingdienst/Grote Ondernemingen, kantoor Rotterdam. Als er geen lokale inspecteur competent is, bijvoorbeeld omdat de Nederlandse belastingplichtige nog moet worden opgericht, kan het verzoek rechtstreeks worden gestuurd aan het APA/ATR-team. Het APA/ATR-team houdt zich ook bezig met dienstverleningslichamen, (tussen)houdsters en lichamen die zich bezighouden met financierings-/ licentieactiviteiten. Op deze activiteiten gaan we in dit rapport verder niet in.

7.4.3 Vaststellingsovereenkomst

Om de gevolgen van een APA of een ATR vast te leggen, sluit de Belastingdienst met belanghebbende een vaststellingsovereenkomst in de zin van artikel 7:900, eerste lid, van het BW. Deze vaststellingsovereenkomst krijgt dan de vorm van een APA (zie onderdeel 7.4.3.1) of de vorm van een ATR (zie onderdeel 7.4.3.2). Daarbij worden de kaders, zoals opgenomen in het besluit Fiscaal bestuursrecht[195] in acht genomen. Ten aanzien van vooroverleg inzake grensoverschrijdende rulings is in onderdeel 3.3 van het besluit Fiscaal bestuursrecht de volgende passage opgenomen.

> Als het verzoek om vooroverleg ziet op het aangaan van grensoverschrijdende rulings en verrekenprijsafspraken die na totstandkoming in aanmerking komen voor uitwisseling van gegevens, neemt de inspecteur het verzoek slechts in behandeling als dit vergezeld gaat van een in concept ingevuld standaardformulier voor uitwisseling grensoverschrijdende fiscale rulings. De gegevens op het in concept ingevulde standaardformulier geven geen zekerheid over de totstandkoming van de ruling of de uiteindelijke gegevens die worden gedeeld.

195 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 9 mei 2017, nr. 2017-1209, Stcrt. 2017, 1209.

In een vaststellingsovereenkomst kunnen onder meer de volgende elementen worden opgenomen:
- een beschrijving van de (mogelijke) lichamen waarvoor de overeenkomst geldt,
- de feiten, rechtshandelingen en boekjaren waarvoor de overeenkomst geldt,
- een beschrijving van de fiscale gevolgen,
- een vastlegging van de relevante voorwaarden waarop de overeenkomst is gebaseerd, en de wijze waarop wordt omgegaan met wezenlijke veranderingen in feitelijke omstandigheden,
- een beschrijving van de overeengekomen methode en aanverwante zaken zoals overeengekomen vergelijkbare grootheden of een bereik van verwachte resultaten,
- een vastlegging van de relevante voorwaarden die de basis vormen voor het toepassen en berekenen van de methode (bijvoorbeeld verkoopcijfers, verkoopkosten, brutowinst, etc.),
- kritische veronderstellingen waarop de methode of prijs gebaseerd is,
- de bepaling dat de vaststellingsovereenkomst direct haar geldigheid verliest als zich een relevante wetswijziging voordoet,
- de looptijd van de vaststellingsovereenkomst: in beginsel een periode van vier jaar, plus het lopende jaar waarin het verzoek is ingediend.

In het ATR-besluit[196] is een aantal onderwerpen vastgelegd die voor bindend advies voorgelegd moeten worden aan het APA/ATR-team. Voor PE-structuren zijn voornamelijk de deelnemingsvrijstelling in internationale verhoudingen, de buitenlandse belastingplicht op grond van de artikelen 17 en 17a van de Wet Vpb 1969 en de (mogelijke) inhoudingsplicht van een coöperatie op grond van artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 relevant. Voor deze onderwerpen kan zekerheid vooraf worden verkregen in de vorm van een ATR.

Bij brief van 23 mei 2017 heeft de staatssecretaris van Financiën de geactualiseerde versie van de notitie 'De APA-/ATR-praktijk – Notitie over de meest voorkomende verschijningsvormen' aan de Tweede Kamer gezonden.[197] In deze notitie is in paragraaf 3 een beschrijving opgenomen van verschijningsvormen rondom private equity die in een ATR worden geregeld. Om verder inzicht te geven in de vorm van een ATR is als bijlage bij die notitie een exemplarische ATR gevoegd. In deze ATR worden fictieve feiten, omstandigheden en transacties beschreven. Een daadwerkelijke ATR is altijd maatwerk en wordt toegespitst op de feiten en omstandigheden van het betreffende geval.

7.4.3.1 APA

Een APA is een bijzondere vorm van een vaststellingsovereenkomst. Een APA geeft zekerheid vooraf over de vaststelling van een zakelijke beloning (een zogenaamde 'arm's-length'-beloning) of over een methode voor de vaststelling van een dergelijke beloning voor grensoverschrijdende transacties tussen gelieerde lichamen en winstallocatie aan vaste inrichtingen van lichamen. Het arm's-lengthprincipe is per 1 januari 2002 wettelijk verankerd in artikel 8b van de Wet Vpb 1969. Bij toepassing van artikel 8b van de Wet Vpb 1969 wordt aangesloten bij de Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations die in 1995 door de OESO zijn gepubliceerd en in 2010 zijn gewijzigd (de zogenaamde OESO-richtlijnen).

Omdat APA's verder een ondergeschikte rol spelen in de onderwerpen die we in dit rapport behandelen, besteden we slechts summier aandacht aan de APA.

196 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 juni 2014, nr. DGB 2014/3099, Stcrt. 2014, 15956.
197 Brief van de staatssecretaris van Financiën aan de Tweede Kamer van 23 mei 2017, nr. 2017-0000100477, https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/05/23/notitie-apa-atr-verschijningsvormen.

7.4.3.2 ATR

Ook de ATR is een bijzondere vorm van een vaststellingsovereenkomst. Door middel van een ATR wordt zekerheid vooraf gegeven over de fiscale gevolgen van een voorgenomen transactie of samenstel van transacties. De inspecteur dient de volgende verzoeken voor zekerheid vooraf voor bindend advies voor te leggen aan het APA/ATR-team:

- de toepassing van de deelnemingsvrijstelling voor tussenhoudsters in internationale verhoudingen (en voor tophoudsters voor zover geen van de dochtermaatschappijen van de betreffende tophoudster ondernemingsactiviteiten in Nederland uitoefenen),
- ten aanzien van internationale structuren waarbij hybride financieringsvormen of hybride rechtsvormen betrokken zijn,
- over het antwoord op de vraag of er al dan niet sprake is van een vaste inrichting in Nederland of de BES-eilanden van een daarbuiten gevestigd lichaam, als bedoeld in artikel 17, derde lid, onderdeel a, van de Wet Vpb 1969,
- de toepassing van artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 (aanmerkelijkbelangregeling),
- het antwoord op de vraag of er al dan niet sprake is van een vaste inrichting op de BES-eilanden van een op Aruba, Curaçao of Sint Maarten gevestigd lichaam, als bedoeld in artikel 17, derde lid, onderdeel c, van de Wet Vpb 1969,
- de toerekening van aandelen in een vennootschap aan een vaste inrichting gelegen in Nederland of de BES-eilanden,
- het antwoord op de vraag of er sprake is van een Nederlandse onderneming als bedoeld in artikel 17a van de Wet Vpb 1969,
- het antwoord op de vraag of er sprake is van inhoudingsplicht voor de dividendbelasting voor coöperaties.

7.4.3.3 *Het ATR-verzoek – algemeen*

Zoals hierboven is aangegeven, zal het verzoek om zekerheid vooraf in de vorm van een ATR aan een aantal voorwaarden moeten voldoen. Daarbij wordt belastingplichtige ook gevraagd naar zijn fiscale analyse met betrekking tot de onderdelen waarvoor hij zekerheid vooraf vraagt.

Bij de behandeling van het ATR-verzoek wordt onder meer aandacht besteed aan de wijze waarop belastingplichtige aan zijn fiscale verplichtingen voldoet (tijdige en juiste aangifte, geen betalingsachterstanden, enz.), aan de wijze van financiering binnen het concern (bijvoorbeeld art. 10a Wet Vpb 1969-problematiek), en aan de identiteit van de uiteindelijk gerechtigden tot het vermogen. In 2014 zijn de voorwaarden waaraan Nederlandse lichamen moeten voldoen die in een internationale concernstructuur zijn opgenomen (en zekerheid vooraf wensen in de vorm van een ATR), verder aangescherpt. Verzoeken om zekerheid vooraf worden alleen in behandeling genomen indien (i) het verzoekende lichaam reële aanwezigheid heeft in Nederland, of (ii) het Nederlandse concern waartoe het lichaam behoort, operationele activiteiten uitoefent (of hier concrete plannen voor heeft) in Nederland.

7.4.4 Private-equityfonds

Regelmatig worden verzoeken tot afgifte van een ATR ingediend door een private-equityfonds. Dit kunnen buitenlandse of Nederlandse PE-fondsen zijn. In veel gevallen wenst men zekerheid te krijgen over de (fiscale) transparantie van de CV, toepassing van de deelnemingsvrijstelling, de buitenlandse belastingplicht en de (mogelijke) inhoudingsplicht van de coöperatie. Op grond van het hiervoor genoemde ATR-besluit van 12 juni 2014 zijn deze onderwerpen voor bindend advies voorbehouden aan het ATR-team. Eventuele andere onderwerpen waarover men zekerheid wenst, worden behandeld door de lokale competente inspecteur (eventueel in samenspraak met het ATR-team). Door middel van de ATR krijgt het PE-fonds (en daarmee zijn investeerders) zekerheid over de uitwerking van de Nederlandse wet- en regelgeving, waaronder de door Nederland gesloten belastingverdragen, over zijn toekomstige uitkeringen aan de participanten.

In de volgende onderdelen beschrijven we op welke wijze een ATR-verzoek van een buitenlands en Nederlands PE-fonds wordt beoordeeld. Allereerst wordt in onderdeel 7.4.4.1 het algemene kader geschetst. In onderdeel 7.4.4.2 gaan we in op de fiscale onderwerpen waar buitenlandse PE-fondsen mee geconfronteerd kunnen worden en in onderdeel 7.4.4.3 besteden we aandacht aan de fiscale onderwerpen van Nederlandse PE-fondsen. Van beide is een structuuroverzicht opgenomen bij de respectievelijke onderdelen.

7.4.4.1 *Algemeen*

Voor het vaststellen van de fiscale gevolgen van een structuur met een PE-fonds staat steeds de vraag centraal of het PE-fonds al dan niet een onderneming drijft. De verdere fiscale uitwerking voor een buitenlands PE-fonds lichten we nader toe in onderdeel 7.4.4.2 en voor een binnenlands PE-fonds in onderdeel 7.4.4.3. In dit onderdeel besteden we eerst aandacht aan de vraag onder welke voorwaarden een PE-fonds geacht wordt een onderneming te drijven. Zie voor PE en ondernemen in algemene zin onderdeel 6.3.

In de notitie 'De APA-/ATR-praktijk – Notitie over de meest voorkomende verschijningsvormen'[198] is over de vraag of een PE-fonds een onderneming drijft het volgende opgenomen.[199]

> Van een actief PE-fonds is sprake als arbeid en kapitaal samenkomen op het niveau van het PE-fonds. De grondvorm van een PE-fonds is het samenwerkingsverband tussen aan de ene kant beleggers (het kapitaal) en aan de andere kant het PE-hoofdkantoor (de kennis en arbeid). Het kapitaal enerzijds en de expertise anderzijds worden samengebracht als gevolg waarvan een toegevoegde waarde wordt gecreëerd op het niveau van de vennootschap waarin wordt geparticipeerd, de target vennootschap. Vanuit het PE-fonds moet sprake zijn van een actieve bemoeienis met de bedrijfsvoering van de target-vennootschap. De targetvennootschap moet bovendien een actieve onderneming drijven. Indien sprake is van actieve bemoeienis vanuit het PE-fonds drijft het fonds een onderneming.

7.4.4.2 *Buitenlands PE-fonds*

Nederland wordt vaak door buitenlandse PE-fondsen gebruikt vanwege zijn uitgebreide verdragennetwerk, de deelnemingsvrijstelling of andere fiscale faciliteiten. Het PE-fonds richt een bv of coöperatie op die op haar beurt de targets gaat houden. In onderstaande structuur is het PE-fonds, waar arbeid en kapitaal samenkomen, opgericht als een limited partnership (hierna: LP), een rechtsvorm vergelijkbaar met de Nederlandse cv. Overigens moet opgemerkt worden dat grotere PE-ondernemingen werken met meerdere fondsen die tegelijkertijd in de markt staan.

Een dochtervennootschap van het PE-huis treedt op als de general partner (lees: beherend vennoot, hierna: GP) van de LP. De GP is door middel van een overeenkomst gebonden om werkzaamheden voor het PE-fonds te verrichten. Daarbij gaat het onder andere om het zoeken van (geschikte) targets en het actief aansturen van deze targets door middel van actieve bemoeienis, idealiter vormgegeven door een bestuurszetel. Voor deze werkzaamheden ontvangt GP een managementfee (meestal tussen de 1,5% - 2,5% per jaar van het ingelegde vermogen door de investeerders) en een carried interest: dit betreft een (forse) beloning voor de PE-onderneming als de winst meer bedraagt dan een vooraf vastgesteld rendement.

In veel PE-structuren wordt een Nederlandse bv of coöperatie gebruikt als tussenhoudster, omdat Nederland de deelnemingsvrijstelling kent en een uitgebreid verdragennetwerk heeft.

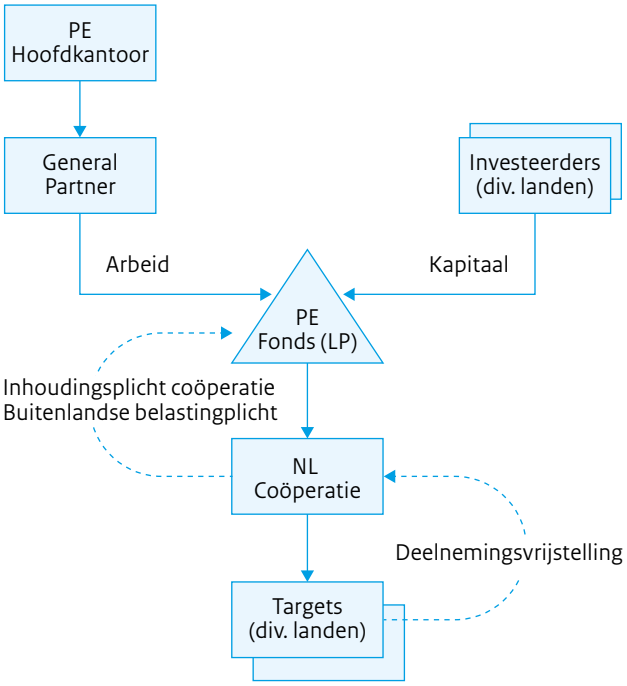
198 Beschrijving stand van zaken APA-/ATR-praktijk 2017, Bijlage bij Brief van de Staatssecretaris van Financiën van 23 mei 2017 aan de Tweede Kamer, kenmerk 2017-0000100477.

199 Zie pagina 15 van voornoemde notitie.

De laatste jaren kent de Nederlandse coöperatie een grote opmars en wordt deze veelvuldig gebruikt in structuren, omdat ze (in beginsel) niet inhoudingsplichtig is voor de dividendbelasting. Op de fiscale problematiek van de coöperatie gaan we hierna in.

De volgende figuur geeft de structuur van een buitenlands PE-fonds (gesimplificeerd) weer:

Figuur 60: APA/ATR-aspecten van buitenlands PE-fonds



Bij de behandeling van een verzoek tot zekerheid vooraf, in de vorm van een ATR, wordt een aantal fiscale onderwerpen geraakt. Het betreft de volgende onderwerpen, die hierna puntsgewijs worden behandeld:
1) De buitenlandse belastingplicht van het PE-fonds,
2) De inhoudingsplicht voor de dividendbelasting van NL-coöperatie,
3) De deelnemingsvrijstelling op het belang van NL-coöperatie in de target.

7.4.4.2.1 *Buitenlandse belastingplicht*

In figuur 60 is te zien dat het PE-fonds is ondergebracht in een LP. De LP is qua rechtsvorm vergelijkbaar met een naar Nederlands recht opgerichte cv en is zodanig vormgegeven dat deze naar Nederlandse fiscale maatstaven als een niet-transparante entiteit wordt aangemerkt.

Het beheer van de LP is in handen van GP, die op zijn beurt gebruikmaakt van de kennis en kunde van personen die in dienst zijn van het PE-hoofdkantoor. Deze professionals zoeken naar targets en zorgen voor een gedegen ondernemingsplan om een waardeontwikkeling te creëren.

Op grond van artikel 17, derde lid, van de Wet Vpb 1969 kan de LP buitenlands belastingplichtig zijn. Allereerst kan er buitenlandse belastingplicht ontstaan op grond van artikel 17, derde lid, onderdeel a, van de Wet Vpb 1969. Dit artikel wordt summier behandeld, omdat de fiscale relevantie gering is. Het grootste struikelblok is artikel 17, derde lid, onderdeel b van de Wet Vpb 1969, ook bekend als 'technisch aanmerkelijk belang'. Hieraan zullen we hierna meer aandacht besteden.

Art. 17, lid 3, onderdeel a, Wet Vpb 1969
Op grond van artikel 17, derde lid, onderdeel a, van de Wet Vpb 1969 kan sprake zijn van buitenlandse belastingplicht als een onderneming, of een gedeelte daarvan, in Nederland wordt gedreven door middel van een vaste inrichting of vaste vertegenwoordiger.

Eveneens kan gekeken worden naar de uitbreiding van het begrip Nederlandse onderneming in artikel 17a van de Wet Vpb 1969. Daarin worden zes uitbreidingen opgesomd, waarvan er vier voor PE van belang zijn. Deze uitbreidingen zijn:
a) in Nederland gelegen onroerende zaken (incl. rechten daarop of rechten die samenhangen met de exploratie of exploitatie van Nederlandse natuurlijke rijkdommen),
b) rechten op aandelen in de winst of medegerechtigdheid tot het vermogen van een onderneming waarvan de leiding in Nederland is gevestigd voor zover zij niet opkomen uit effectenbezit,
c) schuldvorderingen op een in Nederland gevestigde vennootschap, mits de gerechtigde een aanmerkelijk belang bezit als bedoeld in artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969,
d) werkzaamheden die worden verricht als bestuurder of commissaris van een in Nederland gevestigd lichaam, alsmede leidende werkzaamheden en functies.

In (vrijwel) alle gevallen zal blijken dat de LP geen vaste inrichting of vertegenwoordiger heeft in Nederland. Dit geldt ook voor de uitbreidingen zoals opgenomen in artikel 17a van de Wet Vpb 1969.

Art. 17, lid 3, onderdeel b, Wet Vpb 1969
In artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 is het belastbare inkomen uit aanmerkelijk belang in een Nederlandse vennootschap opgenomen als onderdeel van het Nederlandse inkomen. Met ingang van 1 januari 2016 is de wettekst van artikel 17, derde lid, onderdeel b van de Wet Vpb 1969 aangepast en in lijn gebracht met aanpassingen in de Moeder-dochterrichtlijn van 2015.[200]

Achtergrond van art. 17, lid 3, onderdeel b van de Wet Vpb 1969 is het tegengaan van kunstmatige constructies met als doel de heffing van inkomsten- en/of dividendbelasting te ontgaan. Een in het buitenland gevestigde vennootschap die een aanmerkelijk belang heeft in een in Nederland gevestigde vennootschap wordt in bepaalde gevallen voor de dividenden uit en de vervreemdingsvoordelen op de aandelen in de vennootschapsbelasting betrokken.

De antimisbruikbepaling die is opgenomen in art. 17, lid 3, onderdeel b van de Wet Vpb 1969 kent een subjectieve en objectieve toets. Op grond van de subjectieve toets wordt bekeken of de belastingplichtige het aanmerkelijk belang houdt met als hoofddoel of een van de hoofddoelen de heffing van inkomstenbelasting of dividendbelasting bij een ander te ontgaan (de ontgaanstoets). Op grond van de objectieve test wordt bekeken of de constructie of reeks van constructies op grond van zakelijke redenen is opgezet. Van geldige zakelijke redenen is sprake als deze worden gereflecteerd in de substance van de vennootschap die het aanmerkelijk belang houdt. Daarbij zijn drie mogelijkheden te onderkennen:
1) de directe aandeelhouder drijft een materiële onderneming en het aanmerkelijk belang is functioneel toerekenbaar aan het ondernemingsvermogen,
2) het betreft een tophoudster die op grond van haar activiteiten op bestuurlijk, beleidsvormend of financieel terrein een wezenlijke functie vervult ten dienste van de bedrijfsuitoefening van de groep en kan worden geacht het aanmerkelijk belang om geldige zakelijke redenen te houden, of
3) het betreft een schakelende vennootschap die ten minste over substance bezit die overeenkomt met onderdeel 8a van het hiervoor genoemde ATR-besluit van 12 juni 2014 (ATR substance).

200 Wijziging van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 en de Wet op de dividendbelasting 1965 in verband met de implementatie van aanpassingen in de Moeder-dochterrichtlijn (Wet implementatie wijzigingen Moeder-dochterrichtlijn 2015), Kamerstukken II, 2015-16, 34 306, nr. 3.

Wil sprake zijn van toepassing van artikel 17, derde lid, onderdeel b van de Wet Vpb 1969, dan dient er zowel sprake te zijn van een ontgaansmotief als dienen er geen zakelijke redenen te zijn voor de constructie of reeks van constructies. De lijst zoals deze hiervoor is opgenomen is limitatief. Bij het vaststellen of sprake kan zijn van artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 moeten daarom beide toetsen aangelegd worden. Wanneer ofwel de subjectieve ofwel de objectieve toets wordt gehaald, dan is artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 niet van toepassing voor de belastingplichtige die een aanmerkelijk belang houdt.

De implementatie van de antimisbruikbepaling in de nationale wet staat in beginsel los van de onder de belastingverdragen overeengekomen beperkingen van het Nederlandse heffingsrecht over dividenden in moeder-dochterverhoudingen. Deze uitlating ziet alleen op de directe relatie met de bovenliggende vennootschap. Dus alleen wanneer Nederland met het vestigingsland van de directe tussenhoudster een belastingverdrag heeft gesloten met daarin een ongeclausuleerde 0%, heeft het stellen van buitenlandse belastingplicht op grond van artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 geen consequenties.

Voor de toepassing van artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 moet worden vastgesteld of het belang van het PE-fonds in de NL-coöperatie behoort tot het vermogen van een materiële onderneming en ook functioneel toerekenbaar is aan het ondernemingsvermogen.

Indien artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 wel van toepassing is, kan het heffingsrecht op de vermogenswinsten en de dividenden overigens wel beperkt worden door een belastingverdrag.

7.4.4.2.2 Inhoudingsplicht coöperatie

Ingevolge artikel 1, eerste lid, van de Wet DB 1965 zijn degenen die gerechtigd zijn tot de opbrengst van aandelen in, winstbewijzen van en geldleningen als bedoeld in artikel 10, eerste lid, onderdeel d, van de Wet Vpb 1969 aan in Nederland gevestigde naamloze vennootschappen, besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid, open commanditaire vennootschappen en andere vennootschappen waarvan het kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld, belastingplichtig voor de dividendbelasting. Omdat de coöperatie niet wordt genoemd in artikel 1, eerste lid, van de Wet DB 1965 en de coöperatie geen vennootschap is waarvan het kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld, is een coöperatie in beginsel niet inhoudingsplichtig voor de dividendbelasting.

Sinds 1 januari 2012 is in artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 echter een bepaling opgenomen op grond waarvan de coöperatie onder omstandigheden toch inhoudingsplichtig kan zijn voor de dividendbelasting. Artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 heeft een antimisbruikkarakter en beoogt te voorkomen dat coöperaties in ontgaanssituaties worden gebruikt om de heffing van dividendbelasting te ontgaan.

Met ingang van 1 januari 2016 is de wettekst van artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 aangepast. De antimisbruikbepaling in artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 is in overeenstemming gebracht met artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969. Dit als gevolg van het feit dat eerder in de Moeder-dochterrichtlijn een generieke antimisbruikbepaling is opgenomen die landen van de Europese Unie met ingang van 1 januari 2016 dienden te implementeren in hun nationale wetgeving.

De bepaling luidt thans als volgt:

> Indien een coöperatie direct of indirect aandelen, winstbewijzen of geldleningen als bedoeld in artikel 10, eerste lid, onderdeel d, van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 houdt met als hoofddoel of een van de hoofddoelen om de heffing van dividendbelasting of buitenlandse belasting bij een ander te ontgaan en er sprake is van een kunstmatige constructie of reeks van constructies, wordt voor de toepassing van deze wet, met uitzondering van artikel 4, eerste en tweede lid, het direct of indirect door die ander gehouden lidmaatschap van die coöperatie gelijkgesteld met een aandeel en wordt die coöperatie gelijkgesteld met een vennootschap welker kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld. Een constructie kan uit verscheidene stappen of onderdelen bestaan. Een constructie of reeks van constructies wordt als kunstmatig beschouwd voor zover zij niet is opgezet op grond van geldige zakelijke redenen die de economische realiteit weerspiegelen. Indien bij een lid van een coöperatie waarop de eerste volzin niet van toepassing is en die direct of indirect aandelen in, winstbewijzen van of geldleningen als bedoeld in artikel 10, eerste lid, onderdeel d, van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 aan een in Nederland gevestigde vennootschap houdt, het lidmaatschapsrecht tot het vermogen van een onderneming behoort en de coöperatie geen zelfstandige reële economische betekenis heeft, wordt voor de toepassing van deze wet, met uitzondering van artikel 4, eerste en tweede lid, het direct of indirect gehouden lidmaatschapsrecht van die coöperatie gelijkgesteld met een aandeel en wordt die coöperatie gelijkgesteld met een vennootschap welker kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld voor zover de opbrengst van het lidmaatschapsrecht in de coöperatie niet te boven gaat het naar evenredigheid aan dat lidmaatschapsrecht toe te rekenen deel van de zuivere winst die bij de vennootschap reeds aanwezig was op het tijdstip onmiddellijk voorafgaande aan het tijdstip waarop de coöperatie die aandelen, winstbewijzen of geldleningen direct of indirect verkreeg. Voor de toepassing van de eerste en derde volzin wordt mede verstaan onder:
> a een coöperatie: een vereniging op coöperatieve grondslag;
> b een lidmaatschapsrecht: een daarmee op één lijn te stellen bewijs van deelgerechtigdheid tot het vermogen van een coöperatie of vereniging op coöperatieve grondslag.

Ook in dit geval is sprake van een dubbele toets: er is slechts sprake van inhoudingsplicht voor de coöperatie indien (i) de coöperatie het belang in de Nederlandse of buitenlandse vennootschap houdt met als hoofddoel of een van de hoofddoelen de heffing van Nederlandse dividendbelasting of buitenlandse belasting bij een ander te ontgaan en (ii) er sprake is van een kunstmatige constructie of reeks van constructies.

De bepaling vertoont grote gelijkenis met de toets die geldt voor het aanmerkelijk belangregime van artikel 17, derde lid, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969, zoals hiervoor is toegelicht. Voor een uitgebreide uitwerking kan daar worden gekeken naar het toetsingskader. Wel moet daarbij opgemerkt worden dat in het geval van een coöperatie ook nog gekeken moet worden of buitenlandse belasting wordt ontgaan. Dit kan worden bewerkstelligd door de coöperatie in de structuur weg te denken en na te gaan of de deelneming van de coöperatie belasting verschuldigd zou zijn indien het belang rechtstreeks was gehouden door het lid van de coöperatie (als ware het dus direct aandeelhouder). Wanneer dit niet tot een gunstigere belastingpositie leidt, blijft toepassing van artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 achterwege.

Daarnaast is in de vierde volzin van artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965 bepaald dat als de lidmaatschapsrechten wel tot het vermogen van een onderneming behoren, toch sprake kan zijn van inhoudingsplicht als de coöperatie, direct of indirect, aandelen, winstbewijzen of deelnemerschapsleningen in een Nederlandse vennootschap houdt, de coöperatie deze houdt met als voornaamste doel dividendbelasting (of buitenlandse belasting) bij een ander te ontgaan. De achtergrond van deze bepaling is dat een coöperatie niet gebruikt mag worden om een bestaande dividendbelastingclaim af te schudden. Bij toepassing van de vierde volzin zijn uitkeringen onderworpen aan dividendbelasting tot het bedrag van de aan dat lid toe te rekenen zuivere winst die bij de Nederlandse vennootschap al aanwezig was ten tijde van de verkrijging door de coöperatie.

Zoals we in onderdeel 7.4.4.1 hebben aangeven, wordt in het kader van een ATR alleen zekerheid vooraf gegeven, als het betreffende PE-fonds een onderneming uitoefent én actief betrokken is bij de onderneming van de target. Hiermee wordt ook invulling gegeven aan het ontgaansmotief.

Samenvattend betekent dit voor de coöperatie:
1) Oefent het PE-fonds een onderneming uit en is het PE-fonds actief betrokken bij de onderneming van de target, dan zijn winstuitdelingen door NL-coöperatie niet onderworpen aan dividendbelasting op grond van de eerste volzin van artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965. Als het PE-fonds het belang in de coöperatie houdt via een schakelende tussenhoudster, dan moet deze tussenhoudster in beginsel voldoen aan de ATR-substancevereisten.
2) Verkrijgt NL-coöperatie een Nederlandse vennootschap, en is op dat moment bij die vennootschap geen sprake van zuivere winst, dan zijn winstuitdelingen door NL-coöperatie niet onderworpen aan dividendbelasting op grond van de vierde volzin van artikel 1, zevende lid, van de Wet DB 1965.

Ten slotte worden in het kader van een ATR, om zeker te stellen dat een coöperatie niet materieel vergelijkbaar is met een vennootschap met een in aandelen verdeeld kapitaal, bij het geven van zekerheid vooraf bepaalde eisen gesteld aan de statutaire inrichting van de coöperatie. Zo mag het lidmaatschap van de coöperatie slechts overdraagbaar zijn na voorafgaande schriftelijke toestemming van alle leden, houdt de coöperatie de samenstelling van haar ledenbestand bij in een ledenregister en zal zij geen schriftelijke aandeelbewijzen of vergelijkbare stukken uitgeven. Op deze wijze wordt de beslotenheid van de coöperatie voldoende gewaarborgd.

7.4.4.2.3 Deelnemingsvrijstelling

In het kader van een ATR wordt ook zekerheid gevraagd over toepassing van de deelnemingsvrijstelling van artikel 13 van de Wet Vpb 1969 op het belang van de coöperatie in de target die door het PE-fonds wordt verworven. Allereerst wordt beoordeeld of de target van NL-coöperatie kan worden aangemerkt als een deelneming in de zin van artikel 13, tweede lid, van de Wet Vpb 1969. Hiertoe worden de voorwaarden getoetst uit dat artikel. Zo moet de target bijvoorbeeld een in aandelen verdeeld kapitaal hebben (zie artikel 13, tweede lid, onderdeel a, van de Wet Vpb 1969). Het mag daarom geen transparante entiteit betreffen. In de bijlage bij het besluit van 11 december 2009 is van een aantal buitenlandse rechtsvormen de fiscale kwalificatie opgenomen; dit geeft een eerste aanwijzing bij de beoordeling of sprake is van een deelneming.

Vervolgens wordt op basis van de oogmerktoets beoordeeld of al dan niet sprake is van een beleggingsdeelneming in de zin van artikel 13, negende lid, van de Wet Vpb 1969. Zoals we in onderdeel 7.4.4.1 en onderdeel 7.4.4.2.1 uiteen hebben gezet, kan in veel gevallen op grond van de feiten en omstandigheden van het geval worden vastgesteld dat de coöperatie schakelt tussen het PE-fonds dat een onderneming drijft en de (actieve) target.

7.4.4.3 Nederlands PE-fonds

Nederlandse private-equityfondsen maken veelal gebruik van een Nederlandse coöperatie om de belangen te bundelen. Deze structuur toont veel gelijkenis met de structuren van buitenlandse fondsen.

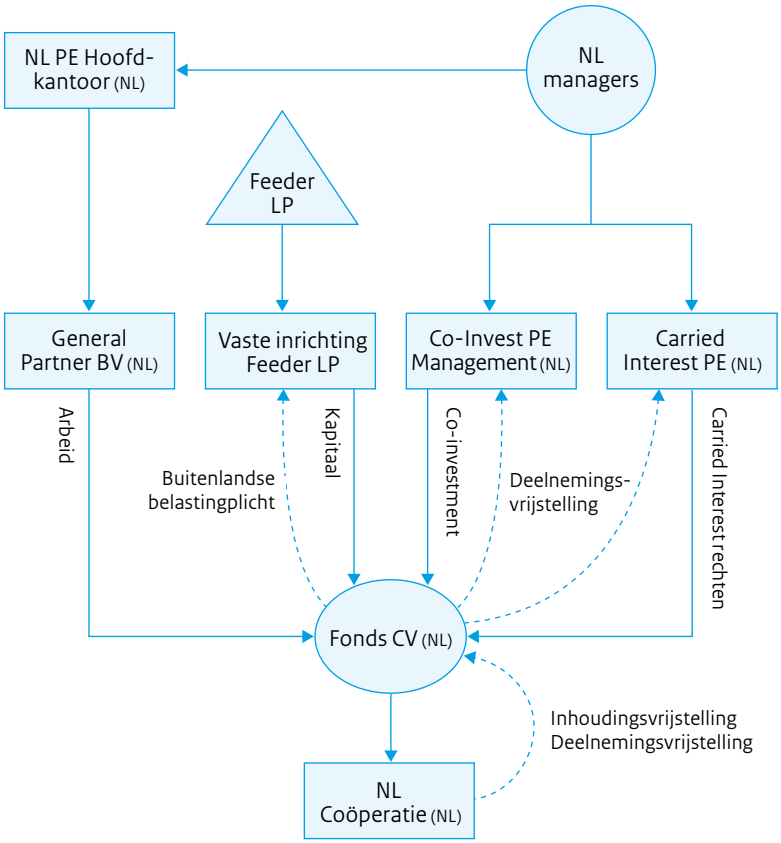
In veel gevallen wordt als fondsentiteit een Nederlandse cv gebruikt, die (qua fiscaal gebruik) overeenstemt met een naar buitenlands recht opgerichte LP. Aan de hand van de cv-overeenkomst toetst het ATR-team of er sprake is van een besloten of open karakter. In de meeste gevallen heeft de cv een besloten karakter en is ze daardoor voor Nederlandse fiscale maatstaven transparant. Als beherend vennoot van de cv treedt een Nederlandse bv op, genaamd 'general partner bv' (hierna: GP-bv). De GP-bv levert, door middel van de Nederlandse managers (die meestal in dienstbetrekking staan tot het PE-huis), de arbeid in deze structuur. Ook participeren de managers doorgaans zelf in de structuur, door middel van een co-investmentvehikel.

Dit doen zij onder dezelfde voorwaarden als de andere investeerders in het co-investeringslichaam. Dit laat het commitment zien aan de overige investeerders. Verder worden de managers voor hun arbeid beloond in de vorm van een carried interest. Dit wordt veelal vormgegeven door middel van een Nederlandse bv. Het carried-interestvehikel is een van de partijen in de cv-overeenkomst, maar het heeft een zeer gering belang in de cv.

Het belang van de buitenlandse investeerders die het kapitaal inbrengen, wordt meestal vormgegeven door alle investeerders te bundelen in een 'feeder'-entiteit. Een dergelijk vehikel wordt gebruikt om de gelden van de verschillende investeerders te 'bundelen' (zie onderdeel 5.2.5). Dit vehikel betreft (vrijwel) altijd een limited partnership opgericht naar het recht van een buitenland. Door de statuten op de juiste manier vorm te geven, wordt de feeder-LP aangemerkt als een niet-transparante entiteit. Overigens zal duidelijk worden dat ook ten aanzien van Nederlandse PE-fondsen de vraag centraal staat of een onderneming wordt gedreven. Of dit het geval is, wordt aan de hand van dezelfde criteria getoetst als bij buitenlandse PE-fondsen. Wel komen meer fiscale aspecten aan de orde, omdat het PE-fonds in Nederland zijn onderneming drijft.

Hierna is een (gesimplificeerd) structuurschema opgenomen van een Nederlands PE-fonds.

Figuur 61: APA/ATR-aspecten van een Nederlands PE-fonds



7.4.4.3.1 *Vooraf*

Als PE-fondsentiteit treedt in de meeste gevallen een naar Nederlandse fiscale maatstaven opgerichte besloten CV op. Op grond van artikel 3, onderdeel c, van de AWR, in combinatie met het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 15 december 2015, nr. BKLB 2015/1209M, Stcrt. 2015, 46508, is hiervan sprake indien voor toetreding/vervanging van commanditaire vennoten vooraf toestemming is vereist van alle commanditaire vennoten en beherende vennoten. De CV wordt dan fiscaal als transparant aangemerkt. Dit betekent dat niet de CV, maar haar vennoten als subjectief belastingplichtig worden aangemerkt.

Is sprake van een Nederlandse fondsbeheerder (GP-bv), dan kan in het kader van een ATR een besloten CV (fonds-CV) als fondsentiteit fungeren. Voor de vraag of fonds-CV een onderneming drijft, worden dezelfde criteria toegepast als ten aanzien van het buitenlandse PE-fonds. Er moet sprake zijn van het samenbrengen van kapitaal van de investeerders en arbeid van de PE-onderneming op het niveau van de CV. De arbeid moet bestaan uit een actieve betrokkenheid bij de te verwerven targets, op een vergelijkbare wijze als besproken in onderdeel 7.4.4.

Bij de behandeling van een verzoek tot zekerheid vooraf voor een Nederlands PE-fonds in de vorm van een ATR, wordt een aantal fiscale onderwerpen geraakt. Het betreft de volgende onderwerpen, die hierna puntsgewijs worden behandeld:

1) de buitenlandse belastingplicht van de feeder-LP,
2) toepassing van de deelnemingsvrijstelling op het belang dat feeder-LP houdt in NL-coöperatie,
3) de inhoudingsplicht voor de dividendbelasting van NL-coöperatie,
4) de belastingpositie van GP-bv, co-invest-bv en carried-interest-bv,
5) de deelnemingsvrijstelling op het belang van NL-coöperatie in de target.

7.4.4.3.2 *Buitenlandse belastingplicht*

Zoals we hiervoor hebben aangegeven, worden de belangen van de buitenlandse investeerders in het NL-PE-fonds gebundeld door middel van een niet-transparante feeder-LP. Dit lichaam participeert daarin in een Nederlandse onderneming, zijnde de transparante fonds-CV. In artikel 17a, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969 heeft de wetgever een bepaling opgenomen, en dan meer specifiek het gedeelte dat ziet op medegerechtigdheid tot het vermogen van een onderneming, om zeker te stellen dat commanditaire participaties leiden tot in Nederland belastbaar inkomen.

Een buitenlandse belastingplichtige, in casu feeder-LP, ex artikel 3 van de Wet Vpb 1969, is belastingplichtig voor zijn of haar aandeel in de winst of voor zijn of haar medegerechtigdheid tot het vermogen van een vanuit Nederland geleide onderneming voor zover deze niet voortspruit uit effectenbezit. Zoals we hiervoor al hebben uiteengezet, drijft fonds-CV een onderneming. Op dat niveau komen namelijk kapitaal en arbeid, in dit geval door middel van GP-bv, samen.

Het recht op een aandeel in de winst of de medegerechtigdheid tot het vermogen van een onderneming waarvan de leiding in Nederland is gevestigd, wordt bij wege van fictie gerekend tot een Nederlandse onderneming. Beslissend is daarbij dat de leiding van de onderneming(sactiviteiten) zich in Nederland bevindt. Het resultaat is dat, bezien vanuit het oogpunt van een buitenlandse belastingplichtige, deze een fictieve vaste inrichting in Nederland heeft verkregen.

De winst van de fictieve vaste inrichting wordt volgens artikel 18, eerste lid, van de Wet Vpb 1969 opgevat en bepaald op de voet van artikel 8, eerste tot en met het achtste, elfde en dertiende lid, alsmede de artikelen 8b tot en met 15aj en artikel 15d van de Wet Vpb 1969. De regels voor de bepaling van de winst voor buitenlandse belastingplichtigen zijn zo goed als gelijk als die voor binnenlandse belastingplichtigen.

Zoals we hierna zien is het daarom voor het NL-PE-fonds mogelijk om resultaten die worden behaald door het PE-fonds zonder (aanvullende) heffing van dividendbelasting en vennootschapsbelasting door te stoten naar de investeerders. Als gevolg van de fiscale transparantie van fonds-cv beschikt de niet in Nederland gevestigde commanditaire vennoot van fonds-cv over een vaste inrichting in Nederland op grond van artikel 17, derde lid, onderdeel a, juncto artikel 17a, onderdeel b, van de Wet Vpb 1969. Het lidmaatschap in NL-coöperatie, dat de niet in Nederland gevestigde commanditaire vennoot van fonds-cv houdt, wordt (pro rata) gealloceerd aan deze vaste inrichting.

Op voordelen die opkomen uit het gealloceerde belang in NL-coöperatie is de deelnemingsvrijstelling ex artikel 13 van de Wet Vpb 1969 van toepassing, zoals we hierna zullen zien.

7.4.4.3.3 *Deelnemingsvrijstelling buitenlandse investeerder(s)*

In onderdeel 7.4.4 is geschetst dat indien op grond van de feiten en omstandigheden van het betreffende verzoek en het toetsen van deze feiten en omstandigheden tot de conclusie wordt gekomen dat (i) fonds-cv geacht moet worden in Nederland een onderneming te drijven (door middel van het Nederlandse managementteam), (ii) de onderneming en het vermogen van fonds-cv pro rata aan de (buitenlandse) commanditaire vennoten moet worden toegerekend en (iii) tot het ondernemingsvermogen onder andere het lidmaatschapsrecht in NL-coöperatie behoort, feeder-LP door middel van fonds-cv een (gedeelte van een) onderneming in Nederland drijft, hetgeen voor feeder-LP tot een Nederlandse vaste inrichting leidt. Tot het vermogen van die Nederlandse vaste inrichting behoort het lidmaatschapsrecht van feeder-LP, via de naar Nederlandse fiscale maatstaven transparante fonds-cv, in NL-coöperatie. Op basis van artikel 13, tweede lid, onderdeel c, van de Wet Vpb 1969 is hierop de deelnemingsvrijstelling van toepassing. Inkomen ontvangen door feeder-LP, door middel van zijn vaste inrichting, afkomstig van distributies door NL-coöperatie, moet als dividendinkomen beschouwd worden, en is, gezien het voorgaande, vrijgesteld onder de deelnemingsvrijstelling.

7.4.4.3.4 *Inhoudingsplicht coöperatie*

Voor een uitgebreide analyse verwijzen we naar onderdeel 7.4.4.2.2. De toelichting die aldaar is gegeven, is onverkort op NL-PE-fondsen van toepassing.

7.4.4.3.5 *Belastingpositie Nederlandse participanten fonds-cv*

GP-bv en co-invest-PE-bv houden een (verwaarloosbaar) klein belang in fonds-cv. GP-bv treedt op als beherend vennoot van fonds-cv en co-invest-PE-bv treedt op als co-investor in de structuur, onder dezelfde voorwaarden als feeder-LP. Op grond van artikel 8, derde lid, van de Wet Vpb 1969 wordt de winst van fonds-cv rechtstreeks door GP-bv en co-invest-PE-bv genoten. Dit geldt alleen ten aanzien van winsten die direct door fonds-cv opkomen. Ook de Nederlandse participanten kunnen daarom het lidmaatschapsrecht in NL-coöperatie dat wordt gehouden via fonds-cv toerekenen aan hun ondernemingsvermogen. NL-coöperatie zal daarom ook niet inhoudingsplichtig zijn voor uitkeringen aan de Nederlandse participanten in fonds-cv.

Voordelen die worden verkregen door het (in)directe belang in NL-coöperatie vallen onder de deelnemingsvrijstelling. Op grond van artikel 13, tweede lid, onderdeel c, van de Wet Vpb 1969 houden GP-bv en co-invest-PE-bv lidmaatschapsrechten in NL-coöperatie. In artikel 13, tweede lid, onderdeel c, van de Wet Vpb 1969 is geen minimum-bezitsvereiste opgenomen. Daarom is de deelnemingsvrijstelling, ondanks het belang dat kleiner is dan 5% van het nominaal gestort kapitaal, van toepassing. Zoals hiervoor aangegeven wordt een gedeelte van de onderneming van fonds-cv toegerekend aan de Nederlandse participanten van fonds-cv. Dit betekent dat zij een onderneming drijven die schakelt naar verschillende actieve targets. Daarom is de deelnemingsvrijstelling op het belang in NL-coöperatie van toepassing.

7.4.4.3.6 *Deelnemingsvrijstelling*

Voor een uitgebreide analyse verwijzen we naar onderdeel 7.4.4.2.3. De toelichting die we daar hebben gegeven, is onverkort op NL-PE-fondsen van toepassing bij toegang tot de deelnemingsvrijstelling.

7.4.5 Afsluiting ATR en PE

Uit dit hoofdstuk blijkt dat het ATR-team een belangrijke rol speelt in PE-structuren. In de eerste paragrafen hebben we aandacht besteed aan de formele voorwaarden, waarna we in onderdeel 7.4.3.2 een algemene beschrijving hebben gegeven van de aspecten die aan bod komen bij de behandeling van een ATR. Vervolgens hebben we aan de hand van twee voorbeelden beschreven op welke manier verzoeken om zekerheid vooraf waarbij een PE-fonds is betrokken, worden beoordeeld.

Bij zowel buitenlandse als Nederlandse PE-fondsen wordt eenzelfde toetsingskader aangelegd. Daarom wordt geen (fiscaal) onderscheid gemaakt tussen deze twee fondsvarianten.

Daarbij moet opgemerkt worden dat PE-fondsen allerlei verschijningsvormen kennen en dus niet altijd zijn te vangen in de onderwerpen die in de vorige paragrafen zijn beschreven. In de basis werken PE-structuren zoals ze hiervoor zijn beschreven, maar in de praktijk zijn structuren uitgebreider en complexer.

7.5 Vpb-aspecten aan werknemers verstrekte vermogensbestanddelen

In de voorgaande onderdelen zijn we ingegaan op de renteaftrekbeperkingen in relatie tot PE en de internationale Vpb- en dividendbelastingaspecten die zich in PE-structuren kunnen voordoen. Daarnaast zullen zich in de algemene regels van de winstbepaling bij Vpb-belastingplichtigen ook aspecten voordoen die relevant zijn voor PE. In het bijzonder gaat het om de Vpb-aspecten van het verstrekken van aandelen en andere vermogensbestanddelen aan werknemers. Deze aandelen en andere vermogensbestanddelen worden toegekend aan werknemers en andere betrokkenen, al dan niet met het oogmerk om deze betrokkenen te belonen voor door hen verrichte of nog te verrichten werkzaamheden (werknemersparticipatie). Dit roept vragen op over de (al dan niet) aftrekbaarheid als (loon)kosten van het verstrekken van deze vermogensbestanddelen, als ook van de al dan niet aftrekbaarheid van de op deze vermogensbestanddelen uitgekeerde dividend of andere winstuitkeringen.

Aftrekbaarheid in Vpb van managementparticipaties

Werknemersparticipaties en winstdelende beloningen aan werknemers kunnen in verschillende varianten voorkomen (zie onderdeel 3.3). De belangrijkste zijn winst- of prestatieafhankelijke uitkeringen in geld, SAR's, aandelenopties, aandelen, winstdelende leningen, de hiervoor genoemde lucratieve rechten, schulden met een lucratieve kwijtscheldingsfaciliteit, bonussen en premies. Afhankelijk van de precieze vormgeving zal de uitkering of de last bij de werkgever al dan niet aftrekbaar zijn in de Vpb. Men dient hierop bedacht te zijn bij de fiscale beoordeling.

Aftrekbaarheid in Vpb van carried-interestbeloningen

In onderdeel 3.2.9 is de werking van een carried-interestregeling beschreven. In de basisvorm nemen fondsmanagers, managers en andere betrokkenen bij een PE-fonds of portfolio-ondernemingen voor een relatief klein gedeelte deel in het gewone, achtergestelde kapitaal van het PE-fonds of (de overnamehoudster van) de portfolio-onderneming. Bij de uiteindelijke winstverdeling bestaat voor de (fonds)manager het recht op een gedeelte van de overwinst: de carried interest. Zoals we in hoofdstuk 8 en hoofdstuk 9 nader zullen uiteenzetten, fungeert een dergelijk recht op de overwinst (carried interest) voor de betrokken (fonds)managers mede als een beloning voor de door hen verrichte of te verrichten arbeid. De wetgever heeft dergelijke voordelen met de inwerkingtreding van de lucratiefbelangregeling per 1 januari 2009 onder het regime van het resultaat uit overige werkzaamheden geplaatst.[201] De wetgever heeft hierbij echter uitdrukkelijk opgemerkt dat de verstrekte vermogensbestanddelen veelal opkomen in de loonsfeer en het lucratief belang eerst aan de orde komt nadat het vermogensbestanddeel de loonsfeer heeft verlaten.

201 Bij een correcte structurering (via art. 3.95b, lid 5, Wet IB 2001) vindt feitelijk heffing plaats in het aanmerkelijk belang.

Verder vereist het lucratief belang dat mede sprake is van een beloning voor werkzaamheden van de belastingplichtige. Gelet op deze fiscale behandeling in de inkomstenbelasting, waarbij heffing plaatsvindt in het resultaatsregime van box 1 en het aanmerkelijk belangregime in box 2, terwijl er ook duidelijke aanwijzingen zijn dat het vermogensbestanddeel en de daarbij opkomende voordelen een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden van de belastingplichtige, zal het niet altijd duidelijk zijn of de verstrekte vermogensbestanddelen en de daarbij opkomende dividenden of andere winstuitkeringen tot aftrekbare loonkosten leiden in de Vpb, of dat sprake is van een niet-aftrekbare winstuitkering.

Beoordelingskader aftrekbaarheid in de Vpb

De Wet Vpb kent een aantal uitbreidingen en beperkingen van de in aftrek van de winst komende posten op de reguliere totaalwinst van artikel 8 van de Wet Vpb 1969. In relatie tot deze kwestie zijn met name van belang artikel 9, eerste lid, letter a, van de Wet Vpb 1969 (mede in aftrek komen winstaandelen aan bestuurders en verder personeel ter zake van in de onderneming verrichte arbeid), artikel 10, eerste lid, letter j, van de Wet Vpb 1969 (aftrekbeperking aandelen, winstbewijzen, werknemersopties, warrants en conversierechten) en artikel 10c, tweede lid, van de Wet Vpb 1969 (inkoop van eigen aandelen om aan werknemersoptieverplichtingen te kunnen voldoen). Op deze artikelen gaan we hierna kort in.

Art. 9, lid 1, letter a, Wet Vpb 1969

Deze bepaling regelt dat aandelen in de winst die een belastingplichtige toekent aan bestuurders of ander personeel aftrekbaar zijn als die winstaandelen zijn toegekend als beloning voor verrichte arbeid. Het moet gaan om winstafhankelijke beloningen (tantièmes). Er zijn veel verschillende varianten in winstafhankelijke beloningsvormen. Kort gezegd moet de beloning zijn toegekend in verband met de in de onderneming verrichte arbeid. De term 'bestuurders' ziet op degenen die de dagelijkse leiding geven aan de onderneming van belastingplichtige. Een commissaris valt hier niet onder. Met de term 'overig personeel' wordt gedoeld op degenen die ingevolge een arbeidsovereenkomst in dienst zijn bij de belastingplichtige. Steeds zal moeten worden beoordeeld of het winstaandeel is toegekend als beloning voor verrichte arbeid of dat sprake is van een niet-aftrekbare winstuitdeling. Hierbij zullen alle elementen van de arbeidsbeloning moeten worden meegewogen.

Art. 10, lid 1, letter j, Wet Vpb 1969

In dit artikel is vastgelegd dat door een belastingplichtige toegekende aandelen, winstbewijzen, opties op aandelen of winstbewijzen, of daarmee gelijk te stellen rechten, niet in aftrek komen indien zij ten laste van de belastingplichtige of een met de belastingplichtige verbonden lichaam luiden. Dit artikel is per 1 januari 2007 ingevoerd en maakt een einde aan de aftrekmogelijkheden die tot op dat moment bestonden op het gebied van werknemersaandelen en werknemersopties. Hoewel de betekenis van de termen aandelen, winstbewijzen, opties of daarmee gelijk te stellen rechten niet duidelijk wordt uit het betreffende artikel, wordt aangenomen dat hieraan dezelfde betekenis toekomt als het tot 1 januari 2007 geldende artikel 9, eerste lid, onderdeel h, van de Wet Vpb 1969. Over aandelen wordt opgemerkt dat het hierbij zowel kan gaan om nieuwe als eerder ingekochte aandelen. De verwijzing naar gelijk te stellen rechten houdt in dat ook certificaten van aandelen onder de reikwijdte van het artikel vallen. Voor wat betreft opties gaat het om callopties op aandelen of winstbewijzen, en bij hieraan vergelijkbare rechten gaat het om conversierechten verbonden aan converteerbare obligaties waarbij de obligatiehouder recht heeft op het nemen van aandelen.

In de literatuur wordt de vraag opgeworpen of de mogelijkheid bestaat om artikel 10, eerste lid, letter j, van de Wet Vpb 1969 te omzeilen door middel van een 'kasrondje' of door middel van 'phantom stock'.[202] Kort gezegd komt het erop neer dat de werkgever aan de betreffende werknemer een bedrag in geld verstrekt dat de werknemer vervolgens inzet om aandelen in de werkgever te kopen. Deze vraag is in de rechtspraak nog niet beantwoord.

202 J.C.M. van Sonderen, 2010, 'Aandelen als arbeidsbeloning', in: Wetgevingskunsten (Vriendenbundel voor Jan Kees Bartel),

Art. 10c Wet Vpb 1969
Ook aandelen die worden ingekocht voor het nakomen van een optieverplichting worden als ingekocht beschouwd. Dat betekent dat de inkoopprijs moet worden gezien als een winstuitdeling en een terugbetaling van kapitaal (amortisatie). Als geen sprake is van inkoop zullen de aandelen moeten worden geactiveerd. Dit doet zich alleen voor als de aandelen worden aangekocht als voorbijgaande belegging. Artikel 10c van de Wet Vpb 1969 bepaalt dat voordelen uit hoofde van als tijdelijk ter belegging ingekochte eigen aandelen bij de bepaling van de winst buiten aanmerking blijven. In het tweede lid van artikel 10c van de Wet Vpb 1969 is bepaald dat eigen aandelen die worden ingekocht in verband met het nakomen van een aandelenoptieregeling voor werknemers steeds als tijdelijke belegging gelden. Deze aandelen vallen dus steeds onder artikel 10c van de Wet Vpb 1969. Zie voor een uitgebreide beschouwing J.N. Bouwman, Eigen aandelen en opties op eigen aandelen in de vennootschapsbelasting anno 2007, NTFR 2007/819.

Verder bevat de Wet Vpb 1969 voor aanmerkelijkbelanghouders nog specifieke regelingen met betrekking tot de al dan niet aftrekbaarheid van het gebruikelijk loon (zie art. 10, lid 1, letter g, Wet Vpb 1969) en van commissarisbeloningen (zie art. 11 Wet Vpb 1969). Deze wetsartikelen zullen in PE-situaties mogelijk een rol spelen, maar zien niet specifiek op PE-gerelateerde problematiek. Ten overvloede wijzen wij daarom in dit onderdeel op deze bepalingen.

7.6 Samenvatting

In dit hoofdstuk hebben we eerst een standaard-overnamestructuur geschetst. Vervolgens zijn we ingegaan op de toepassing van het arm's lengthbeginsel in relatie tot private equity. Daarna kwam het leerstuk van de onzakelijke lening in relatie tot PE aan bod. Aansluitend zijn we ingegaan op verschillende specifieke bepalingen in de Wet Vpb 1969 die zien op de beperking van renteaftrek. In het daarop volgende onderdeel behandelden we de internationale Vpb- en Dividendbelastingaspecten die aan bod komen in de APA/ATR-praktijk. Ten slotte kwamen enkele Vpb-aspecten van aan werknemers verstrekte vermogensbestanddelen aan bod.

8 Loon- en inkomsten-belasting

Doel van dit hoofdstuk is de loon- en inkomstenbelastingaspecten van private equity te beschrijven. Na het lezen van het hoofdstuk bent u in staat om de bij de heffing van inkomstenbelasting betrokken personen en vermogensbestanddelen te onderkennen en kent u op hoofdlijnen de fiscale aspecten voor de loonheffing en de inkomstenbelasting bij de bij private equity betrokken personen.

8.1.1 Inkomstenbelastingaspecten bij PE

In dit hoofdstuk behandelen we de inkomstenbelastingaspecten die men tegen kan komen bij de natuurlijke personen die op een of andere wijze betrokken zijn bij PE. Het gaat hierbij dus specifiek om de onderwerpen die voor deze betrokkenen bij PE relevant zijn. Na het lezen van dit hoofdstuk weet u welke inkomstenbelastingonderwerpen kunnen spelen bij natuurlijke personen die aan een private-equitystructuur verbonden zijn. Steeds geven we een korte toelichting op onderwerpen die mogelijk kunnen spelen.

Om nader zicht te krijgen op de inkomstenbelastingaspecten bij PE beschrijven we in onderdeel 8.2 eerst de betrokken personen, de subjecten. Zo krijgt u een beeld van de personen bij wie PE-problematiek kan voorkomen. In onderdeel 8.3 volgen de verschillende inkomens- en vermogensbestanddelen, ofwel: de verschillende objecten die bij PE aan de orde kunnen zijn. In onderdeel 8.4 volgt een beschrijving van de relevante onderdelen van de Wet IB 2001, toegespitst op PE. Ten slotte volgt in onderdeel 8.5 de samenhang van de Wet IB 2001 met verschillende andere heffingswetten zoals de Vpb, de LH en de S&E. We eindigen het hoofdstuk in onderdeel 8.6 met een korte samenvatting.

8.1.2 Loonheffingsaspecten bij PE

De loonheffingsaspecten bij private equity spelen zich voornamelijk af rondom het loonbegrip van artikel 10 van de Wet LB 1964. Het loonbegrip werkt via de schakelbepaling van artikel 3.81 van de Wet IB 2001 door naar de inkomstenbelasting.

Werkgevers vragen regelmatig in vooroverleg zekerheid vooraf over de fiscale aspecten van werknemersparticipatieplannen. Dit vooroverleg speelt zich af in de loonheffingssfeer, maar niet zelden raakt het ook het lucratief belang, een regeling die is opgenomen in de Wet IB 2001.

Deze twee punten maken dat de loonheffing en de inkomstenbelasting bij PE sterk met elkaar verweven zijn. De loonheffingsaspecten van PE zijn daarom verwerkt in hoofdstuk 8. Ook in het hierna volgende hoofdstuk 9 over lucratief belang komen verschillende loonheffingsaspecten aan bod.

In hoofdstuk 8 is specifiek voor de loonheffing van belang onderdeel 8.4.4. Dit onderdeel behandelt het belastbaar loon en het gebruikelijk loon voor dga's. In onderdeel 8.4.7 is een onderdeel opgenomen over de waardering van incourante aandelen, wat ook in de loonheffing aan de orde kan komen.

In hoofdstuk 9 beschrijven we de lucratief-belangregeling. Dit hoofdstuk is in zijn geheel van belang voor de loonheffing. In het bijzonder is van belang onderdeel 9.3.2. Dit onderdeel behandelt het lucratief belang als aanvullende heffing op het loon uit dienstbetrekking. In onderdeel 9.4.7 komen de 'lucratieve rechten' aan bod. Deze rechten en verplichtingen zijn vaak opgenomen in managementparticipatieplannen. Specifiek wijzen wij op onderdeel 9.4.7.2.3, waar een overzicht wordt gegeven van de fiscale aspecten van 'leaverbepalingen'. Hierin behandelen we ook de vraag of een bad-leaverbepaling kan leiden tot negatief loon.

8.1.3 Lucratief belang

Het lucratief belang is als afzonderlijk onderwerp opgenomen in hoofdstuk 9. Hoewel de lucratiefbelang-regeling is opgenomen in de Wet IB 2001, hebben we ervoor gekozen om dit onderwerp in een apart hoofdstuk op te nemen. De relevantie voor private equity in het algemeen en voor dit rapport in het bijzonder, alsmede de omvang van het hoofdstuk, rechtvaardigen naar onze mening deze keuze.

8.2 IH en PE – de subjecten

Een gemiddelde private-equitystructuur omvat een groot aantal rechtspersonen en andere betrokkenen. Natuurlijke personen kunnen op verschillende manieren betrokken zijn bij een private-equitystructuur. Zij bevinden zich 'boven in' de structuur.

De volgende natuurlijke personen komen voor in een private-equitystructuur:
- fondsmanagers van participatiemaatschappijen,
- managers van portfolio-ondernemingen,
- (vermogende) personen die als investeerder/kapitaalverschaffer participeren in het fonds,
- familieleden van bovengenoemde personen, zoals partners en kinderen,
- adviseurs en andere zakelijk betrokkenen die als tegenprestatie voor hun advies of op grond van hun zakelijke positie werkzaamheden verrichten en hiervoor in de gelegenheid worden gesteld om deel te nemen in de structuur.

Al deze personen kunnen op een of verschillende wijzen deelnemen. Zo kan er bijvoorbeeld sprake zijn van:
- een dienstbetrekking (al dan niet via (eigen) bv),
- het houden van (directe of indirecte) participaties in (vermogenstitels van) het fonds of de portfolio-onderneming, meestal in de vorm van aandelen, die recht op een vergoeding geven (carried interest),
- een adviseurschap of het verrichten van (management)diensten,
- het bekleden van een zetel in de raad van commissarissen bij de portfolio-onderneming.

Een betrokkene neemt meestal deel in verschillende hoedanigheden. Zo kan een fondsmanager zowel in dienstbetrekking zijn, een participatie hebben in het fonds als ook lid zijn van de raad van commissarissen van een target. Een manager van een target kan in dienstbetrekking zijn bij een van de vennootschappen, een aandelenbelang hebben als ook een lening onder 'lucratieve voorwaarden' hebben verschaft aan de target.

Dit zijn slechts twee voorbeelden. Het gaat erom bij de beoordeling van een IH-positie te onderkennen dat personen vaak in verschillende hoedanigheden bij een private-equitystructuur zijn betrokken. De inkomensbestanddelen vloeien op verschillende manieren naar de natuurlijke persoon toe, bijvoorbeeld in de vorm van loon, dividend, managementfee, opbrengst van verkoop van een aandelenpakket of de aflossing van een lening.

Daarnaast wordt gebruikgemaakt van verschillende mogelijkheden om inkomens- en vermogensbestanddelen te structureren. Deze structureringsmogelijkheden kunnen zijn gericht op het behalen van een zo gunstig mogelijke fiscale behandeling, maar ook op niet-fiscale onderwerpen zoals het beschermen van privacy, opvolgings- of estate-planningsmotieven en/of het scheiden van zeggenschap en winstrechten.

8.3 IH en PE – de objecten

Natuurlijke personen die deel uitmaken van een private-equitystructuur kunnen verschillende inkomens- en/of vermogensbestanddelen houden die in verband staan met private equity. Het gaat om verschillende componenten, zoals regulier salaris, bonussen, een managementfee, opties op aandelen, (winstdelende) leningen en dergelijke. Hierna geven we een toelichting op enkele van deze inkomens- en vermogensbestanddelen.

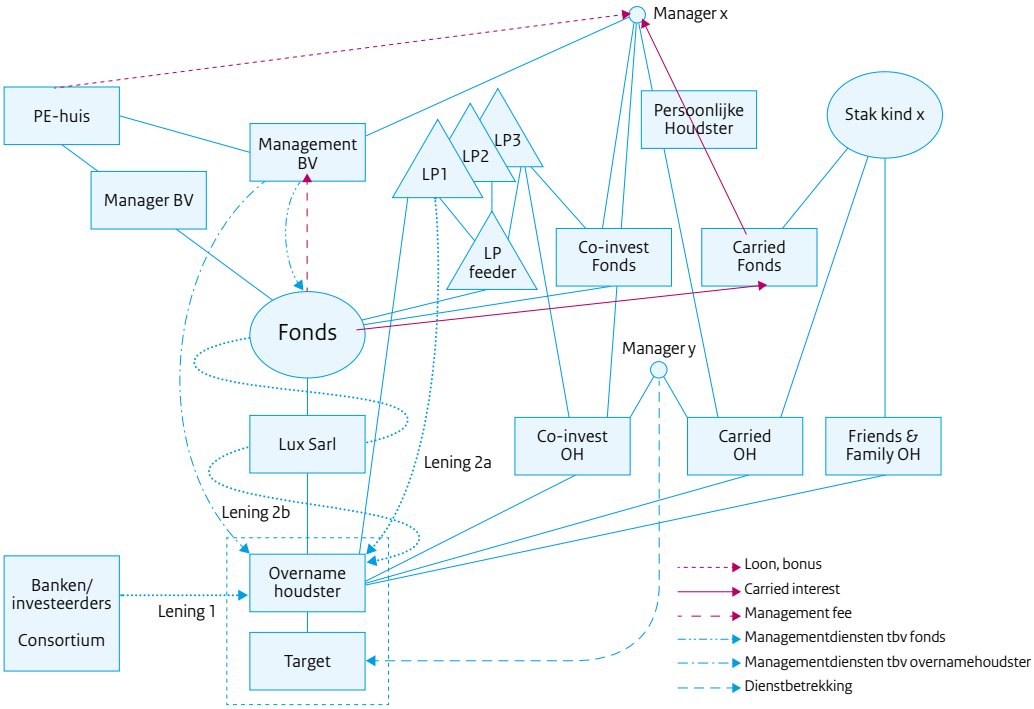
Loon, bonussen, managementfee, lucratief belang

De beloningsstructuur van een fondsmanager bestaat gewoonlijk uit meerdere pijlers, te weten regulier loon, managementfee en carried interest (zie onderdeel 3.2). Ook bij andere betrokken personen, zoals managers van portfolio-ondernemingen, bestaat de beloning vaak uit meerdere bestanddelen. Tot op zekere hoogte kunnen deze bestanddelen fungeren als 'communicerende vaten'. Betrokkenen zijn vaak in staat om (enige) invloed uit te oefenen op de manier waarop een beloning wordt vormgegeven: de (arbeids)voorwaarden en reglementen zijn meestal flexibel en/of men is dga. Hierdoor kunnen beloningsbestanddelen zodanig worden opgesteld dat een (fiscaal) optimale mix wordt bereikt. Dat wordt uiteraard begrensd door een juiste kwalificatie.

Voorbeeld

Fondsmanager A heeft naast een recht op carried interest, ook recht op een managementfee met performancebonus en een regulier salaris. De carried interest kan (als het op een lucratief belang betrekking heeft) belast zijn tegen 25%, het salaris en de fee (uiteindelijk) tegen een tarief oplopend tot 52%. Er zijn vele nuances denkbaar, maar door het relatieve aandeel van de carried in de beloning kan een andere belastingdruk worden bereikt. Uiteraard hebben de diverse componenten ook hun eigen betekenis, dus is het beslist niet zo dat er naar believen geschoven kan worden. Het maakt veel uit of een manager beloond wordt tegen een vaste fee, of dat dit afhankelijk is van het behalen van bepaalde targets. Toch kan niet worden ontkend dat bij de keuze de fiscaliteit een belangrijke rol speelt.

Figuur 62: Beloningsstructuur fondsmanager



Aandelen, leningen, carried interest, aan- en verkooptransacties, box 1 – box 3
Bij het beoordelen van de IH-positie zal vaak de vraag opkomen of de met de vermogensbestanddelen behaalde voordelen een relatie hebben met verrichte arbeid (box 1) of dat sprake is van een vermogensmutatie in box 3, dus een feitelijk niet-belaste vermogensmutatie. Door het boxensysteem en het (grote) verschil in belastingdruk tussen de verschillende boxen zal deze discussie zich blijvend voordoen.
Deze discussie is actueel in PE-structuren. De vraag of een bepaald bestanddeel belast moet worden als arbeidsgerelateerd inkomen ('ordinary income') of als in box 3 als zodanig onbelaste vermogensmutatie ('capital gain') speelt echter al veel langer, met name in internationaal verband.[203] Zie bijlage C voor een korte beschrijving van belastingheffing over carried interest in de VS en de UK.

In het verleden werd een 'carried' meestal beschouwd als onbelaste vermogenstoename (capital gain). De kapitaaldeelname van de manager stond hierbij voorop: hij investeerde een substantieel deel van zijn privékapitaal en de carried werd beschouwd als een vergoeding voor het ter beschikking stellen van dat kapitaal. De gedachte kwam echter steeds meer op dat de managers, in verhouding tot de overige deelnemers in het fonds, slechts een (zeer) laag bedrag aan kapitaal stortten, niet of nauwelijks risico liepen, terwijl zij kans hadden op een (zeer) hoge overwinst. Dat argument pleitte ervoor om deze participaties niet langer als onbelaste vermogensmutatie te beschouwen, maar als een beloning van de door de manager verrichte arbeid. Deze discussie (ordinary income of capital gain) is eigenlijk de meest wezenlijke discussie als het gaat om het beoordelen van de belastbaarheid van inkomens- en vermogensbestanddelen in relatie tot PE.

Naar nationaal recht komt dat in de Wet IB 2001 via de boxindeling tot uitdrukking. Een belang valt immers onder het regime van box 3, tenzij sprake is van box 1- of box 2-inkomen. Of sprake is van box 1- of box 2-inkomen wordt in beginsel bepaald door de mate van arbeid die wordt verricht in relatie tot bijvoorbeeld carriedaandelen en/of de vraag of sprake is van een lucratief- of een aanmerkelijk belang. Het kan ook gebeuren dat deze aandelen tot het ondernemingsvermogen van een bestaande onderneming moeten worden gerekend. De vraag of sprake is van een lucratief- of een aanmerkelijk belang wordt vooral aan de hand van formele criteria in de Wet IB 2001 bepaald.

> **Voorbeeld**
> Fondsmanager B heeft geïnvesteerd in het fonds waar hij zelf werkzaam is. Hij betaalt in jaar 1 € 150.000 voor zijn (aandelen)investering. In jaar 7, als het fonds succesvol is, ontvangt hij € 500.000 voor zijn aandelen. In de eerste plaats komt de vraag op of deze transactie als inkomen uit een werkzaamheid kan worden beschouwd. Daarvoor zal moeten worden gesteld dat er (kwalitatieve) arbeid is verricht, op grond waarvan genoemd voordeel voorzienbaar was. Als we vinden dat de aandelen tegen een zakelijke prijs zijn gekocht, dan zal dat een zeer lastig punt zijn. Als deze aandelen vervolgens niet gekwalificeerd kunnen worden als lucratief belang of als aanmerkelijk belang, vormt dit voordeel in beginsel een onbelaste vermogensmutatie binnen box 3. Vormt de investering wél een lucratief belang, dan zal fondsmanager B het belang als aanmerkelijk belang willen structureren om gebruik te kunnen maken van het tarief van 25% in plaats van het progressieve box 1-tarief.

Hierna volgt een nadere beschrijving van de relevante onderdelen van de Wet IB 2001 die in geval van PE aan de orde kunnen zijn.

203 Zie bij wijze van voorbeeld http://www.volkskrant.nl/buitenland/zweden-legt-een-bom-onder-private-equity-bedrijven-die-in-het-land-actief-zijn~a4492598/.

8.4 IH en PE – Wet IB 2001

Na het identificeren van de betrokken subjecten en de verschillende objecten luidt de vervolgvraag hoe dit fiscaal moet worden geduid. In het hierna volgende onderdeel zetten we de structuur van de Wet IB 2001 uiteen voor zover relevant voor de PE-problematiek. Per onderdeel volgt een korte uiteenzetting van het relevante onderdeel van de Wet IB 2001, waarna per onderdeel de problematiek wordt toegespitst op PE. De relevante onderdelen zijn:

- Rangorderegeling (8.4.1)
- Toerekeningsregels (8.4.2)
- Box 1, winst uit onderneming (8.4.3)
- Box 1, loon (8.4.4)
- Box 1, resultaat uit overige werkzaamheden (8.4.5)
- Box 2, aanmerkelijk belang (8.4.6)
- Box 3 (8.4.7)

Na het lezen van dit onderdeel heeft u op hoofdlijnen kennisgenomen van de fiscale problematiek, toegespitst op personen die betrokken zijn bij PE. Als eerste is daarvoor de rangorderegeling van belang.

8.4.1 Rangorderegeling

Artikel 2.14 van de Wet IB 2001 bevat een regeling voor de rangorde die in acht moet worden genomen voor voordelen die op grond van meer dan één hoofdstuk, afdeling of paragraaf als bestanddeel van een van de belastbare inkomens in box 1, 2 of 3 zouden kunnen worden aangemerkt. Het eerste lid bepaalt dat in zo'n geval uitsluitend het eerst opgenomen artikel bepalend is voor het in aanmerking nemen van het voordeel. Artikel 2.14 van de Wet IB 2001 heeft het over 'kunnen': het maakt niet uit of het voordeel daadwerkelijk in de heffing is betrokken.

Artikel 2.14, tweede lid, van de Wet IB 2001 voorziet in een vergelijkbare toerekeningsregeling ten aanzien van vermogensbestanddelen: vermogensbestanddelen die inkomen uit werk en woning dan wel aanmerkelijk belang genereren, kunnen niet (nogmaals) in aanmerking worden genomen bij de bepaling van het belastbare inkomen uit sparen en beleggen. In de daarop volgende leden van artikel 2.14 van de Wet IB 2001 volgen nog een aantal uitzonderingen.

Voor de behandeling van de PE-problematiek is de rangorderegeling relevant. Omdat er doorgaans sprake is van een persoon die verschillende inkomens- en vermogensbestanddelen houdt en in verschillende hoedanigheden betrokken is bij een private-equitystructuur, komt de vraag op onder welke 'bron' die bestanddelen in de heffing moeten worden betrokken.

Enkele voorbeelden over de rangorderegeling die zich in PE-situaties regelmatig voordoen:

- Kan een voordeel zowel als loon als ook als ROW tot het belastbaar inkomen worden gerekend, dan gaat de 'bron' loon voor.
- In het geval een voordeel niet alleen kwalificeert als loon, maar ook aangemerkt kan worden als aanmerkelijkbelanginkomen, dan gaat de 'bron' loon voor.
- Als een voordeel tot de TBS-regeling kan worden gerekend maar ook als lucratief belang kan worden aangemerkt, dan gaat TBS voor.

Voor wat betreft het lucratief belang is een door de wetgever veronderstelde consequentie van het systeem van artikel 2.14 van de Wet IB 2001 dat een voordeel eerst als loon wordt belast en daarna verhuist naar het lucratief belang, waar hetzelfde vermogensbestanddeel vervolgens als lucratief belang in de heffing wordt betrokken. Zie voor dit onderwerp onderdeel 9.3.

Voorbeeld
Fondsmanager C heeft een winstdelende lening verstrekt aan een overname-houdster waarin hij een aanmerkelijk belang heeft. De winstdelende lening zou kunnen worden aangemerkt als lucratief belang. Omdat de vordering ook onder de TBS-regeling valt, gaat die regeling voor (zie verder onderdeel 8.4.5).

8.4.2 Toerekeningsregels

Verder zijn de toerekeningsregels van artikel 2.17 van de Wet IB 2001 van belang. Dit artikel bepaalt de toerekening van inkomensbestanddelen en de rendementsgrondslag tussen fiscaal partners.

De hoofdregel van artikel 2.17, eerste lid, van de Wet IB 2001 bepaalt dat inkomensbestanddelen in aanmerking worden genomen bij degene door wie de inkomensbestanddelen zijn genoten. Voor gemeenschappelijke inkomensbestanddelen geldt de (hoofd)regel dat deze in aanmerking worden genomen in de onderlinge verhouding die partners daarvoor hebben gekozen (zie artikel 2.17, tweede lid, van de Wet IB 2001). Indien geen onderlinge verhouding wordt gekozen, worden de gemeenschappelijke inkomensbestanddelen geacht bij de belastingplichtige en de partner bij ieder voor de helft op te komen, zie artikel 2.17, derde lid, van de Wet IB 2001.

Loonbestanddelen worden (als niet-gemeenschappelijk inkomensbestanddeel) in aanmerking genomen bij degene die het loon geniet. Ook ROW wordt gezien als een niet-gemeenschappelijk inkomensbestanddeel. Voor de terbeschikkingstelling aan een aanmerkelijkbelangvennootschap bij in gemeenschap van goederen gehuwden is er een regel opgenomen in artikel 3.92, vierde lid, van de Wet IB 2001 die inhoudt dat bij ieder de helft in aanmerking genomen wordt. Inkomen uit aanmerkelijk belang wordt op grond van artikel 2.17, vijfde lid, letter b, van de Wet IB 2001 als gemeenschappelijk inkomensbestanddeel aangemerkt. Dit betekent dat aanmerkelijkbelanginkomen vrijelijk kan worden toegerekend tussen partners.[204] Ook het box 3-inkomen is een gemeenschappelijk inkomensbestanddeel.

Voorbeeld
Fondsmanager D heeft een aanmerkelijk belang in een houdster die lucratief-belangaandelen houdt. D heeft dus zowel direct een aanmerkelijk belang als indirect een lucratief belang. Het inkomen uit aanmerkelijk belang wordt bij helfte aan D en zijn partner Q toegerekend (art. 2.17, lid 2, Wet IB 2001), terwijl het lucratief belang alleen opkomt bij D (art. 2.17, lid 1, Wet IB 2001). Voor artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 maakt het niet uit door wie de voordelen genoten worden, waardoor toch aan deze dooruitdelingsbepaling wordt voldaan ook al geniet D het lucratiefbelangvoordeel in de zin van artikel 3.95b van de Wet IB 2001, maar de aanmerkelijkbelangvoordelen slechts voor de helft.

204 Met name in navorderingssituaties is dit van belang; in die gevallen moet het aanmerkelijkbelanginkomen bij partners 50-50% worden nagevorderd, tenzij een andere keuze wordt gemaakt. Zie overigens ook artikel 16, tweede lid, van de AWR.

8.4.3 Winst uit onderneming

PE en ondernemerschap kan voorkomen in de vorm van de vraag a. of een PE-fonds een onderneming drijft, of b. of PE-gerelateerd vermogen tot een bestaande onderneming moet worden gerekend.

a Onderneming

Voor PE is een belangrijke vraag of een PE-fonds een onderneming drijft. Voor de IH is dit van belang in verband met het onderscheid ondernemen-beleggen en daarmee voor de indeling in box 1 dan wel in box 3. De vraag is ook van belang voor het al dan niet in aanmerking komen voor de faciliteiten van de BOR (art. 35c sw 1956) en de doorschuifregeling in het aanmerkelijk belang (artt. 4.17a t/m 4.17c Wet IB 2001). De kwalificatie van een PE-fonds als onderneming is dus niet alleen vanuit de IH relevant, maar ook vanuit verschillende andere invalshoeken, zoals de Vpb en de S&E. Omdat dit onderwerp verschillende middelen raakt, hebben we over de vraag of een PE-fonds een onderneming drijft een apart onderdeel opgenomen in het rapport. Zie onderdeel 6.3.

Om iemand aan te kunnen merken als ondernemer, moet er een onderneming aanwezig zijn in de zin van artikel 3.2 van de Wet IB 2001. In het algemeen wordt de onderneming gedefinieerd als een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid, met behulp waarvan wordt beoogd door middel van deelname aan het economische verkeer winst te behalen. Artikel 3.4 van de Wet IB 2001 verstaat onder ondernemer 'de belastingplichtige voor rekening van wie een onderneming wordt gedreven en die rechtstreeks wordt verbonden voor verbintenissen betreffende die onderneming'. De medegerechtigde tot het vermogen van een onderneming geniet wel winst, maar is geen ondernemer.

De vraag of sprake is van een onderneming in de zin van de Wet IB 2001 is dus vooral van belang voor de in de eerste alinea gemelde onderwerpen. PE-gerelateerd inkomen als winst uit onderneming in de zin van artikel 3.4 juncto artikel 3.8 van de Wet IB 2001 komt men maar zelden tegen. Meestal zal de participatie namelijk indirect, via een aanmerkelijkbelang-lichaam worden vormgegeven, juist om discussie rondom het ondernemerschap te voorkómen. In het geval men tot de conclusie is gekomen dat het betreffende fonds een onderneming drijft en een natuurlijk persoon rechtstreeks, dus zonder tussenkomst van een aanmerkelijkbelanglichaam, participeert in dit fonds, zal ook deze participatie winst uit onderneming vormen voor de betreffende belanghebbende.

Medegererechtigdheid in de vorm van winstdelende leningen of commanditaire participaties in de zin van artikel 3.3, eerste lid, van de Wet IB 2001 is denkbaar, als men tot de conclusie komt dat een besloten PE-fonds een onderneming drijft.

b Aandelen al dan niet tot ondernemingsvermogen

Een specifieke vraag in relatie tot PE is wanneer een (aandelen)participatie in een portfolio-onderneming bij een ondernemer behoort tot zijn verplicht ondernemingsvermogen. Op grond van artikel 3.8 van de Wet IB 2001 moet er een zakelijk verband met de onderneming zijn, wil een bepaald voor- of nadeel tot de winst uit onderneming kunnen worden gerekend. In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat participaties in een rechtspersoon waarvan de activiteiten vallen binnen de raamactiviteiten van de eigen onderneming, snel zullen worden gerekend tot het verplicht ondernemingsvermogen. Het antwoord op deze vraag is feitelijk van aard. Aandelen in een besloten of naamloze vennootschap kunnen tot het ondernemingsvermogen behoren, als het aandelenbezit mede dienstbaar is aan de onderneming.[205] Aandelen en obligaties zijn verplicht ondernemingsvermogen als de met de aandelen en obligaties te behalen voordelen in feite afhankelijk zijn van de bedrijfsuitoefening van de belanghebbende.[206]

---

205 HR 12 maart 1980, nr. 19 651, ECLI:NL:HR:1980:AX0020, BNB 1980/116 en HR 19 augustus 1981, nr. 20 607, ECLI:NL:HR:1981:AW9796, BNB 1981/257.

206 HR 16 augustus 1996, nr. 30 885, ECLI:NL:HR:1996:AA1910, BNB 1996/340.

Voorbeeld
Natuurlijk persoon E, IB-ondernemer, is onderdeel van een franchiseketen van tuincentra. De (franchiseformule van de) tuincentra wordt gekocht door een PE-fonds met als doel een fusie op termijn met een landelijke keten van tuincentra. De ondernemers die aangesloten zijn bij de franchiseformule worden in staat gesteld om een aandeel te verwerven in de overnamehoudster. Op het moment van verwerving wordt het aandeel gekocht tegen de alsdan geldende waarde in het economische verkeer. Op basis van de hiervoor genoemde jurisprudentie kan gesteld worden dat het aandeel behoort tot het verplichte ondernemingsvermogen voor de betreffende ondernemer. Consequentie van deze stelling is dat na verwerving alle voordelen behaald met deze aandelen in box 1 belast zijn.

Uiteraard kan het ook voorkomen dat uit de feiten blijkt dat bijvoorbeeld aandelen zijn opgekomen vanuit de aanmerkelijkbelangsfeer. Denk aan de situatie waarin natuurlijk persoon E uit het vorige voorbeeld aangesloten is bij de franchiseketen via een werk-bv.

8.4.4 Loon

Voor wat betreft loon in relatie tot PE spelen er twee onderwerpen:
- de vraag of toekenning van vermogensbestanddelen (bijvoorbeeld aandelen) in verband met arbeid belastbaar loon vormt (zie a.),
- gebruikelijk loon (zie b.).

Betrokkenen bij een PE structuur krijgen veelal aandelenpakketten, waarbij mogelijk een relatie is te leggen met de dienstbetrekking. Vandaar het eerste punt. Daarnaast zijn zij veelal betrokken via een bv-structuur, waardoor het tweede punt relevant is.

In de Wet IB 2001 is het loonbegrip uit de loonbelasting met de daarbij behorende rechtspraak onverkort overgenomen (zie artikel 3.81 van de Wet IB 2001). Al hetgeen voortvloeit uit de dienstbetrekking wordt aangemerkt als loon. Dit geldt ook wanneer betalingen verricht worden door tussenkomst van een derde partij. Als aantoonbaar is dat er een direct zakelijk verband bestaat tussen de betalingen en de verrichte werkzaamheden, worden de betalingen aangemerkt als loon uit dienstbetrekking.

Loon wordt genoten op het moment dat het betaald of verrekend wordt, op het moment dat het aan de werknemer ter beschikking wordt gesteld of rentedragend wordt, dan wel op het moment dat het voor de werknemer vorderbaar en ook inbaar wordt. In het algemeen kan gesteld worden dat het moment van toekenning van het vermogensbestanddeel het belastbare moment zal zijn voor de loonheffing. Als het op het moment van toekennen nog afhankelijk is van een nog te vervullen voorwaarde zal het moment van het vervullen van de voorwaarde het belastbare moment zijn. Voor aandelenopties geldt dat het heffingsmoment specifiek geregeld is in artikel 10a van de Wet LB.

Ad. a. Verkrijging van aandelen van de werkgever
Als een werknemer tegen een lagere prijs dan de waarde in het economische verkeer een vermogensbestanddeel verwerft, geniet hij loon als de verkrijging aan de dienstbetrekking kan worden toegerekend. Of tussen de verkrijging en de dienstbetrekking voldoende causaal verband bestaat om het voordeel als loon te kwalificeren, is een feitelijke vaststelling. Verder zijn van belang het belastbare moment en de omvang van het belastbare voordeel.

Met betrekking tot PE gaat het in de loonheffing met name over de belastbaarheid van aandelengerelateerde beloningen. Managers ontvangen veelal loon in geld, aangevuld met (performance)bonussen, waarvan over het algemeen de fiscale kwalificatie geen probleem oplevert. Aandelengerelateerde beloningen (ook wel: share-based incentives of equity-incentives) komen voor in veel verschillende vormen. De terminologie is divers en kan van regeling tot regeling verschillen. Een aantal voorbeelden van aandelengerelateerde beloningen: restricted stock, restricted shares, restricted stock units, performance shares, werknemersopties, phantom stock, stock appreciation rights (SAR's), employee stock purchase plan (ESPP). De vormgeving kan ook van regeling tot regeling verschillen. Werknemers kunnen bijvoorbeeld rechtstreeks deelnemen in de vennootschap, via een STAK, via een speciaal opgerichte werknemersvennootschap of via een stichting.

Kenmerken van aandelengerelateerde beloningen zijn dat de beloningen variabel zijn en gericht op beloning op de langere termijn, te realiseren door de waardestijging van de aandelen of andere vermogensrechten. De specifieke voorwaarden en termen van (bijvoorbeeld) het 'plan' moeten worden beoordeeld om tot een fiscale beoordeling te kunnen komen.

Als een werknemer aandelen in de aan de werkgever gerelateerde vennootschap verwerft tegen een lagere prijs dan de waarde economisch verkeer, is er sprake van loon. De verkrijging van de aandelen moet aan de dienstbetrekking kunnen worden toegerekend. De werknemer geniet dan loon in de vorm van aandelen. Deze beloning in natura wordt gewaardeerd op het verschil tussen de waarde in het economische verkeer en de koopprijs van de aandelen. Op het belastbaar tijdstip verlaten de aandelen de (belaste) loonsfeer. Vervolgens kunnen deze aandelen een lucratief belang vormen. Zij vallen dan onder het regime van het ROW en ze zijn belast in box 1. Ook kunnen de aandelen mogelijk nog gekwalificeerd worden als een aanmerkelijk belang. Na het verlaten van de loonsfeer zullen zij dan belast worden in box 2. Is geen van deze gevallen aan de orde dan vormen de aandelen na het verlaten van de loonsfeer een vermogensbestanddeel dat belast zal worden in box 3.

Voorbeeld

In relatie tot PE speelt het signaal dat de vermogensbestanddelen worden toegekend op het moment dat deze nog geen of een zeer lage waarde hebben.[207] Als de werknemer op het moment van toekennen een vergoeding aan de werkgever betaalt die gelijk is aan de waarde in het economisch verkeer op dat moment, zou gesteld kunnen worden dat er op dat moment geen loonelement te onderkennen valt en de vermogensbestanddelen daarna gelet op de bronnenvolgorde verhuizen naar box 3. Hier zijn twee kanttekeningen bij te maken. Ten eerste kan de inspecteur op het moment van toekenning vaststellen dat het vermogensbestanddeel een bepaalde verwachtingswaarde heeft die hoger ligt dan de prijs waarvoor de werknemer het vermogensbestanddeel heeft verworven. Ook al zou het vermogensbestanddeel na het passeren van de 'loonpoort' een lucratief belang vormen, het blijft van belang dit loonelement te onderkennen. Ten tweede moet, zoals hiervoor al is opgemerkt, beoordeeld worden of al dan niet sprake is van een lucratief belang of een aanmerkelijk belang.

In de uitspraak van Rechtbank Gelderland van 23 februari 2017, ECLI:NL:RBGEL:2017:883[208] was de waarde van de aandelen bij instap voor de managers in geschil. Bij instap voor een lagere waarde dan de waarde in het economische verkeer is sprake van loon voor de betrokken managers. Belanghebbende maakt deel uit van het management dat participeert in een vennootschap die in 2006 is overgenomen door een private-equityfonds. De overnamesom van de aandelen van de vennootschap bedraagt € 24,4 miljoen.

207 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, C, pag. 10, MvT.

208 Zie voor een samenhangende procedure met betrekking tot de vraag of sprake was van een aanmerkelijk belang de uitspraak van Rechtbank Gelderland van 23 februari 2017, ECLI:NL:RBGEL:2017:884.

Er wordt een overnameholding opgericht. Deze financiert de overname met een banklening van € 13,2 miljoen en met eigen vermogen van € 11,2 miljoen. Het eigen vermogen bestaat uit 10.000 gewone aandelen, à nominaal € 10, en 112.210 cumulatief preferente aandelen met een nominale waarde van € 1 en agio van € 99. Het jaarlijkse rendement op de preferente aandelen is 8%. Belanghebbende betaalt dezelfde prijs per instrument als het private-equityfonds. Om die reden stelt belanghebbende dat hij een marktconforme prijs betaalt, zodat er geen sprake is van belast loon. De inspecteur stelt dat de waarde in het economische verkeer van de aandelen niet voor iedere betrokkene gelijk hoeft te zijn. De overnameholding beschikte vanaf het begin over een forse (zelf gekweekte) goodwill, aldus de inspecteur. Alleen al het feit dat het private-equityfonds in de onderneming investeert, geeft die onderneming een hogere waarde dan de prijs die ervoor wordt betaald. De rechtbank wijst dit argument van de inspecteur af. Ook het gegeven dat de aandelen na instap zeer snel in waarde zijn gestegen, en belanghebbende een half jaar na instap bereid was € 2.277 per aandeel te betalen, is volgens de rechtbank geen aanleiding om te concluderen dat de prijs die er bij instap is betaald lager was dan de waarde in het economische verkeer. De inspecteur heeft hoger beroep ingesteld.

Onderdeel 9.3.2 gaat specifiek in op de verhouding tussen loon en lucratief belang.

Ad. b. Gebruikelijk loon

Dga's kunnen zelf hun salaris vaststellen. Afhankelijk van hoe het hen uitkomt, stellen zij hun salaris hoger of lager vast. Het belang van een al dan niet daadwerkelijk uitbetalen van salarissen is namelijk alleen bij hen gelegen. Het salaris komt hen toe, maar de winst die hun vennootschap door dat lagere salaris extra maakt, ook. Bovendien kunnen zij desgewenst meer of minder geld uit 'hun' bv opnemen dan het salaris bedraagt, door boeking in rekening-courant of door dividenduitkeringen. Op 1 januari 1997 is artikel 12a van de Wet LB 1964 ingevoerd, bekend als de gebruikelijk-loonregeling. Als motivering voor het invoeren van artikel 12a van de Wet LB 1964 werd het tegengaan van uitstel van inkomstenbelasting genoemd. Voorts ging het daarbij om de gevolgen voor de inkomensafhankelijke regelingen en premieheffing volksverzekeringen.

De gebruikelijk-loonregeling geldt voor iedereen die arbeid verricht voor een lichaam waarin hij of zijn partner een aanmerkelijk belang heeft (zie voor het aanmerkelijkbelangbegrip verder onderdeel 8.4.6). Als er sprake is van een houdsterstructuur, dan geldt de regeling alleen als de houdster meer dan een derde belang heeft in de dochter waarin werkzaamheden worden verricht, zie artikel 10a, zevende lid, van de Wet LB 1964. De gebruikelijk-loonregeling is ook van toepassing op degene die in het kader van de terbeschikkingstellingsregeling (art. 3.92 Wet IB 2001) resultaat uit overige werkzaamheden geniet en arbeid voor die vennootschap verricht. Ook de leden van een coöperatie met minstens 5% van de stemmen in de algemene vergadering vallen onder de gebruikelijk-loonregeling.

De hoogte van het fictieve loon is het verschil tussen de uitbetaalde beloning en het gebruikelijke loon, al dan niet met toepassing van de doelmatigheidsmarge. Met ingang van 2015 is het uitgangspunt voor het gebruikelijke loon het hoogste van de volgende drie bedragen:
- 75% van het loon uit de meest vergelijkbare dienstbetrekking,
- het hoogste loon van de werknemers die in dienst zijn van het lichaam waarin hij of zijn partner een aanmerkelijk belang heeft, of met het lichaam verbonden lichamen,
- € 45.000 (bedrag 2017).

In dit rapport gaan we met name in op de positie van de dga die door middel van zijn management-bv diensten verricht voor het fonds of een andere PE-entiteit. De management-bv ontvangt een managementfee. Bij de management-bv is geen ander personeel in dienst. De door de bv ontvangen managementfee is in feite een vergoeding voor door de dga verrichte arbeid.

De vraag is hoe in een dergelijk geval het gebruikelijk loon moet worden vastgesteld, nu in feite de nettoopbrengsten van de bv gezien moeten worden als een beloning voor door de dga verrichte arbeid. Met name kwam de vraag op of hierbij gebruik kon worden gemaakt van de zogenoemde afroommethode, waarbij het gebruikelijke loon wordt berekend op basis van de opbrengsten van de bv, verminderd met de aan die opbrengsten toe te rekenen kosten.

Met HR 24 juni 2016, nr. 15/02880, ECLI:NL:HR:2016:1269 is deze vraag definitief beantwoord. Waar vóór dit arrest nog ruimte was voor de toepassing van de afroommethode als één van de methodes waarmee het gebruikelijk loon kon worden bepaald, is in dit arrest beslist dat de afroommethode niet kan worden toegepast als een vergelijkbaar loon voorhanden is. Sinds de wijziging van de regeling in 2015 wordt gesproken van het loon uit 'de meest vergelijkbare dienstbetrekking' en niet langer van een 'soortgelijke dienstbetrekking'. Deze gewijzigde terminologie is bedoeld als een versoepeling. Aangezien altijd een vergelijking mogelijk is met een 'meest vergelijkbare dienstbetrekking', is het afromen niet meer aan de orde. De enige functie van de afroommethode is dan nog die van controlemiddel.

Tot slot vermelden we de per 1 januari 2017 in werking getreden gebruikelijk-loonregeling voor innovatieve start-ups (art. 12a, derde en vierde lid, van de Wet LB 1964). Het doel van de regeling is een verbetering van de liquiditeitspositie van innovatieve start-ups. Het loon van dga's van innovatieve start-ups mag op het wettelijke minimumloon worden gesteld zonder dat overleg vooraf met de fiscus noodzakelijk is. Daarbij is niet relevant het loon uit de meest vergelijkbare andere dienstbetrekking of het loon van de meestverdienende andere werknemer. Een innovatieve start-up is een onderneming aan wie een S&O-verklaring is afgegeven, minder dan vijf jaar inhoudingsplichtige is en aan wie in de afgelopen vijf jaren ten hoogste in twee jaren een S&O-verklaring is afgegeven. Een onderneming kan dus ten hoogste drie jaar een innovatieve start-up zijn. Er is een horizonbepaling in de Wet LB 1964 opgenomen. Bij een positieve evaluatie zal de regeling worden verlengd. Anders vervalt deze automatisch per 1 januari 2022.

8.4.5 Resultaat uit overige werkzaamheden

Resultaat uit overige werkzaamheden is de restcategorie van het inkomen uit werk in box 1. Onder het ROW van artikel 3.90 van de Wet IB 2001 valt het 'klassieke' ROW van artikel 3.91, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001, de terbeschikkingstellingregelingen van de artikelen 3.91 en 3.92 van de Wet IB 2001 en het lucratief belang van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Als sprake is van een overige werkzaamheid wordt het te belasten resultaat bepaald overeenkomstig het winstregime (artt. 3.94 en 3.95 Wet IB 2001).

Deze verschillende onderdelen van het ROW zullen we hierna afzonderlijk behandelen. Voor het klassieke ROW gaat het om de vraag of de behaalde voordelen in relatie tot PE als ROW belast zijn als diensten of, in geval van vermogenstransacties, dat er sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. TBS-posities zijn expliciet in de wet gedefinieerd, zoals ook geldt voor het lucratief belang.

> **Voorbeeld**
> Fondsmanager F heeft aandelen aangekocht en verkocht en daarmee een forse winst behaald. Bij de beoordeling of er sprake is van ROW is de eerste vraag of deze aan- en verkooptransactie belast is omdat er sprake is van meer dan normaal vermogensbeheer. Was er sprake van een voorzienbaar voordeel? Is er een relatie met arbeid? Zo niet, dan is de vervolgvraag of er sprake is van TBS. Ervan uitgaande dat dit niet aan de orde is, kan de vraag gesteld worden of de aandelen een lucratief belang vormen en de transactie daarom te belasten ROW-voordelen oplevert.

Hierna komen de diverse inkomensbestanddelen van het ROW aan de orde. Eerst in onderdeel a. het 'klassieke' ROW, daarna in onderdeel b. ROW-TBS. Het lucratief belang komt in hoofdstuk 9 afzonderlijk aan bod. Ten slotte worden in onderdeel c. nog enkele opmerkingen gemaakt over de doorschuifproblematiek die bij het ROW speelt.

a ***ROW – meer dan normaal vermogensbeheer***

Onder een 'overige werkzaamheid' in de zin van artikel 3.90 juncto artikel 3.91, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 wordt verstaan het verrichten van enige vorm van arbeid die is gericht op het behalen van geldelijk voordeel. Het geldelijke voordeel dient door de belastingplichtige te zijn beoogd; het voordeel moet redelijkerwijs ook te verwachten zijn.

Er is sprake van ROW als aan alle van de volgende bronvoorwaarden is voldaan:
– het verrichten van arbeid,
– in het economische verkeer,
– waarbij voordeel wordt beoogd,
– welk voordeel redelijkerwijs kan worden verwacht.

Hierna gaan we op deze voorwaarden verder in voor zover ze in PE-situaties tot vraagpunten kunnen leiden.

Arbeid

Ten eerste moet er 'enige vorm' van arbeid zijn verricht. De arbeid van belastingplichtige moet de verklaring vormen voor het behaalde voordeel. Het begrip 'arbeid' moet daarbij ruim worden opgevat. Het enkel aanwijzen door de inspecteur van een arbeidselement in combinatie met (de waardestijging van) een vermogensbestanddeel is niet voldoende. De inspecteur zal voor het ROW aannemelijk moeten maken dat er een causale relatie bestaat of bestond tussen het behaalde voordeel en de verrichte arbeid. Voor het ROW kunnen overigens door een ander verrichte werkzaamheden binnen een economisch samenwerkingsverband aan de belastingplichtige worden toegerekend. Wanneer een vermogensbestanddeel zich eenmaal in de ROW-sfeer bevindt (en de relatie tussen de verrichte arbeid en het resultaat dus vaststaat) wordt het gerealiseerde voordeel geheel in de belastingheffing betrokken. Er wordt volgens vaste rechtspraak[209] geen splitsing gemaakt tussen het voordeel dat samenhangt met de verrichte arbeid en een eventuele autonome waardestijging.

Er is ook sprake van arbeid als er gebruik wordt gemaakt van specifieke deskundigheid, ervaring en relaties van een belastingplichtige die hem in staat hebben gesteld een bepaald voordeel te behalen dat voor anderen niet te realiseren zou zijn. Het gaat in zo'n geval vaak niet om de kwantiteit van de verrichte arbeid, maar om de hoge kwaliteit van die arbeid. Voor ROW kan al sprake zijn van voldoende arbeid indien een belastingplichtige over voorkennis beschikt. In dat geval is de enkele aankoop en verkoop van een pakket aandelen (kwantitatief weinig arbeid) in combinatie met de specifieke kennis (kwalitatief hoogwaardige arbeid) voldoende. In PE-situaties zal meestal sprake zijn van zulke hoog kwalitatieve arbeid. De betrokken belastingplichtigen opereren in een netwerk van investeerders en andere betrokkenen die allen een bepaald belang hebben bij de betreffende investeringsstructuur, en diepgaande kennis hebben van de positie van de targets en van de plannen voor de manier waarop deze target met winst zal worden verkocht. Toch komt bij een dergelijke transactie niet snel belastbaar ROW aan de orde, want de inspecteur dient op het moment van het verkrijgen van het vermogensbestanddeel de redelijke voordeelverwachting aannemelijk te maken.

'Inkomsten uit andere arbeid' is onder te verdelen in twee hoofdcategorieën van arbeid:
– het verrichten van een dienst of werkzaamheid,
– vermogenstransacties.

In relatie tot PE zal veelal sprake zijn van beoordeling van de laatstgenoemde categorie: de vermogenstransacties. Het hiervoor genoemde onderscheid is relevant voor de toetsing aan de bronvoorwaarden: voordeel beogen en redelijkerwijs voordeel verwachten.

209 HR 11 november 2005, nr. 40 246, ECLI:NL:HR:2005:AU6017, BNB 2006/39.

Deelname economisch verkeer
De bronvoorwaarde dat een belastingplichtige aan het economische verkeer moet hebben deelgenomen, zal in het kader van PE-situaties een gegeven zijn.

Voordeel beogen en redelijkerwijs voordeel te verwachten
De bronvoorwaarden voordeel beogen en voordeel verwachten worden bij diensten anders toegepast dan bij vermogenstransacties.[210] Bij vermogenstransacties spelen de voorwaarden voordeel beogen en voordeel verwachten altijd een rol. Doel is om de speculatieve vermogenstransacties buiten het inkomensbegrip te plaatsen. Kan met de vermogenstransactie voordeel worden beoogd en verwacht, dan is het voordeel beïnvloedbaar. Die verwachting is gebaseerd op de door de belanghebbende verrichte (kwalitatieve) arbeid. Door de invloed van belastingplichtige heeft de vermogenstransactie zijn speculatieve karakter verloren en deze wordt daarom in de inkomenssfeer afgewikkeld. Ook als de vermogenstransactie tot een negatief resultaat heeft geleid, spelen de beide bronvoorwaarden een rol. Hierbij heeft te gelden dat een eventueel negatief resultaat alleen aftrekbaar is als de vermogenstransactie als niet-speculatief kan worden aangemerkt.

Ten aanzien van de redelijke voordeelsverwachting bij vermogenstransacties kunnen de situaties van gunstige aankoop/gunstige verkoop worden onderscheiden van de gevallen waarin een vermogensbestanddeel in een betere marktpositie wordt geplaatst. Bij een gunstige aankoop of verkoop van een vermogensbestanddeel is de redelijke voordeelsverwachting het gevolg van een omstandigheid ter gelegenheid van de aankoop of verkoop van een vermogensbestanddeel. In deze gevallen zal in kwantitatieve zin doorgaans weinig arbeid worden verricht, maar zal er sprake zijn van hoog kwalitatieve arbeid. De redelijke voordeelsverwachting vloeit meestal voort uit de ervaring, deskundigheid en relaties van belastingplichtige. Deze factoren kunnen leiden tot een informatievoorsprong bij de belastingplichtige. Bij het plaatsen van een vermogensbestanddeel in een betere marktpositie wordt het voordeel tastbaar als gevolg van het feit dat belanghebbende handelingen verricht waardoor het vermogensbestanddeel in een betere omstandigheid wordt gebracht. Deze handelingen moeten wel meer omvatten dan wat als 'normaal vermogensbeheer' kan worden beschouwd.

> **Voorbeeld**
> Fondsmanager G weet dat een target binnenkort naar de beurs gaat. Nadat de openingskoers in het striktste geheim is vastgesteld, koopt hij snel een grote hoeveelheid aandelen in de target en verkoopt die bij beursgang voor een hogere prijs.

Uit het voorgaande blijkt dat de stelling klassiek ROW de inspecteur voor een bewijsprobleem plaatst. Hij zal de voordeelsverwachting in relatie tot de arbeid moeten stellen en aannemelijk maken.[211]

---

210 Zie onder meer het medische proefpersonenarrest (HR 3 oktober 1990, nr. 26 142, ECLI:NL:HR:1990:BH7882, BNB 1990/329), het nasi- en bamirecept-arrest (HR 14 april 1993, nr. 28 847, ECLI:NL:HR:1993:BH8770, BNB 1993/203) en de piramidespelen-arresten (o.a. HR 1 februari 2002, nr. 36 238, ECLI:NL:HR:2002:AD8765, BNB 2002/129).

211 Zie ook Cursus Belastingrecht, Lucratieve belangen, onderdeel IB.3.4.3.E.e, vergelijking met gewone werkzaamheden en inkomensconcept.

Sinds de inwerkingtreding van de lucratiefbelangwetgeving per 1 januari 2009 is de vraag of een PE-positie een belast resultaat uit overige werkzaamheden vormt in de zin van artikel 3.90 juncto artikel 3.91, eerste lid, onderdeel c van de Wet IB 2001, wat meer op de achtergrond geraakt. We hebben immers een specifieke lucratief-belangregeling (zie hoofdstuk 9). Geheel overbodig zijn de bepalingen uit het 'klassieke' ROW in PE-situaties echter niet.

Deze bepalingen kunnen bijvoorbeeld een rol spelen in de volgende situaties:
- pre-lucratiefbelangsituaties (vóór 1 januari 2009),
- situaties die (net) niet onder het lucratief belang vallen,
- (aanvullende) participaties onder bijzondere omstandigheden of condities, bijvoorbeeld een aankoop van een pakket aandelen vlak voor beursgang, waarbij bijvoorbeeld sprake is van bijzondere kennis die door belanghebbende wordt benut (denk aan voorkennis).

In dergelijke gevallen blijft het ROW van artikel 3.90 juncto 3.91, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 van belang. Bij de totstandkoming van de lucratiefbelangwetgeving in 2009 is hierover opgemerkt:[212]

> De jurisprudentie voor het resultaat uit overige werkzaamheden, met inbegrip van de werkzaamheden die uitgaan boven normaal vermogensbeheer, en de jurisprudentie van de voormalige inkomsten uit andere arbeid geven de inspecteur wel mogelijkheden om bijvoorbeeld een voordeel uit voorkennis van een werknemer ten aanzien van zijn belangen in de vennootschap waar hij werkzaam is of een meer-omvattend geheel aan werkzaamheden, bestaand uit aankoop van aandelen, het tot stand brengen van een waardevermeerdering en het realiseren van een waardevermeerdering door verkoop van deze aandelen, in box 1 te belasten. De bewijslast in deze rust echter op de inspecteur en het hangt zeer af van de feiten en omstandigheden of daaraan voldaan wordt.

b ROW TBS

Naast de reguliere werkzaamheid (zoals meer dan normaal vermogensbeheer) is in artikel 3.91 van de Wet IB 2001 de terbeschikkingstelling aan een onderneming of werkzaamheid opgenomen:
- het ter beschikking stellen van vermogen aan een onderneming of werkzaamheid van een verbonden persoon (art. 3.91, lid 1, onderdeel a Wet IB 2001),
- het ter beschikking stellen van vermogen aan een samenwerkingsverband, waarvan een verbonden persoon winst uit onderneming of resultaat uit overige werkzaamheden geniet (art. 3.91, lid 1, onderdeel b Wet IB 2001),
- de in het maatschappelijke verkeer ongebruikelijke terbeschikkingstelling aan niet-verbonden personen (art. 3.91, lid 3, Wet IB 2001).

In artikel 3.92 van de Wet IB 2001 is de terbeschikkingstelling van vermogen aan een bv opgenomen. Als eis geldt dat de belastingplichtige of een met hem verbonden persoon direct of indirect een aanmerkelijk belang in deze bv heeft. Ook het op deze wijze ter beschikking stellen aan een samenwerkingsverband waar de bv deel van uitmaakt, vormt een TBS. Uiteraard speelt in aanmerkelijkbelangstructuren van managers die via een bv betrokken zijn de reguliere aanmerkelijkbelang-/TBS-problematiek, zoals gebruikelijk.

Specifiek voor PE kan de vraag aan de orde zijn of er samenloop kan zijn tussen TBS en lucratief belang. Een situatie die onder de terbeschikkingstellingsregeling van de artikelen 3.91 of 3.92 van de Wet IB 2001 valt en tegelijk een lucratief belang vormt, zal zich niet snel voordoen.

212 Kamerstukken II 2008/09, 31 459, nr. 6, pag. 26.

Voorbeeld

H is manager van een target en heeft een aanmerkelijk belang in de overnamehoudster. (Dit komt niet vaak voor omdat het moet gaan om een belang van ten minste 5% in het geplaatste kapitaal van een vennootschap, maar er kan ook sprake zijn van een aanmerkelijk belang op grond van de soortregeling van artikel 4.7 van de Wet IB 2001. Dit laatste zal vaker aan de orde zijn.) Deze manager stelt ook geld ter beschikking in de vorm van een lening aan deze overnamehoudster. Deze lening kent lucratieve aflossingsvoorwaarden. Los van de vraag of de lening een lucratief belang vormt, valt deze lening (ook) onder de TBS-regeling op grond van artikel 3.92, eerste lid, onderdeel a en tweede lid, onderdeel a, ten eerste, van de Wet IB 2001.

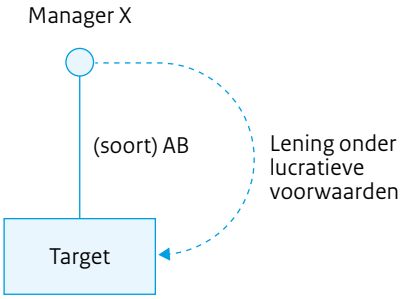
Als de lening uit het voorbeeld zowel een TBS vormt alsook een lucratief belang, ontstaat er een samenloop tussen beide regelingen. Op grond van artikel 2.14, eerste lid, van de Wet IB 2001 wordt het voordeel dan op grond van het eerstkomende onderdeel van een paragraaf, dus als TBS-voordeel belast. Indien de manager het aanmerkelijk belang vervreemdt maar de lening blijft bestaan, dan eindigt de TBS. Het vermogensbestanddeel zal dan (als aan de voorwaarden van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 wordt voldaan) als lucratief belang kwalificeren.

Voorbeeld

Situatie 1:

Er is sprake van een aanmerkelijk belang en een lucratieve lening.

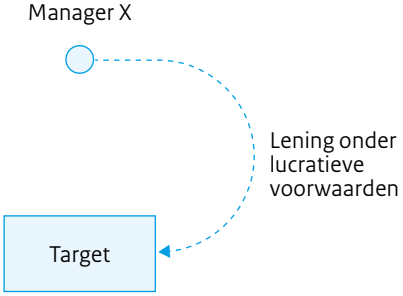
Figuur 63: Lucratieve lening aan een aanmerkelijkbelangvennootschap



Situatie 2:

Het aanmerkelijk belang is geëindigd. De lening blijft bestaan.

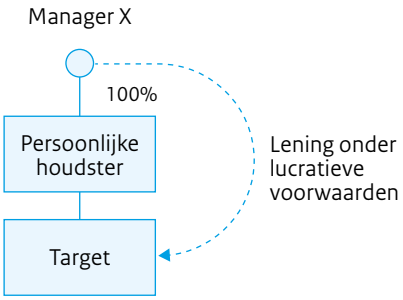
Figuur 64: Einde aanmerkelijk belang, lucratieve lening blijft bestaan



De vraag is of op dat moment moet worden afgerekend. Een doorschuif zonder fiscale afrekening ligt voor de hand, omdat er op het moment van einde TBS nog geen liquide middelen voorhanden zijn om af te rekenen over een eventuele waardestijging. Bovendien blijft de box 1-claim behouden als de vordering kwalificeert als lucratief belang. De TBS kent voor dergelijke gevallen geen doorschuifregeling. De doorschuifregelingen van de artikelen 3.98 en 3.99 van de Wet IB 2001 zijn in een dergelijk geval naar de letterlijke tekst van deze bepalingen niet van toepassing. Hieraan zijn argumenten te ontlenen dat de lucratiefbelanghouder dient af te rekenen op het moment dat de TBS eindigt: anders had de wetgever immers wel een doorschuiffaciliteit opgenomen. Er zijn echter ook argumenten aan te ontlenen die ervoor pleiten in een dergelijk geval niet af te rekenen: een doorschuifregeling is in dit geval niet nodig, omdat men binnen het resultaat uit overige werkzaamheden blijft. De doorschuifregelingen zijn slechts van toepassing indien er sprake is van het einde van een werkzaamheid. De vordering vormde eerst een werkzaamheid op grond van de TBS-regeling en wordt daarna een werkzaamheid op grond van het lucratief belang. Er is sprake van één werkzaamheidsbalans. De vraag of in een dergelijke situatie moet worden afgerekend is nog niet beantwoord.

In een situatie waarin sprake is van een indirect gehouden lucratief belang speelt mogelijk ook de TBS-regeling nog een rol. Als een fondsmanager via zijn persoonlijke houdster, waarin hij een aanmerkelijk belang heeft, lucratiefbelangaandelen in de target houdt, kan de vraag aan de orde komen of de TBS-regeling van toepassing is indien de manager ook een (lucratieve) vordering heeft op de target-vennootschap.

Figuur 65: Lucratieve vordering vormt indirect lucratief belang



De TBS-regeling is in zo'n geval slechts van toepassing als de lucratiefbelangaandelen zelf een (soort) aanmerkelijk belang vormen. Zijn de lucratiefbelangaandelen geen (soort) aanmerkelijk belang, dan komt men niet aan de TBS-regeling toe. Mogelijk is de lucratiefbelangregeling wel van toepassing op de lening.

c ***Doorschuifregelingen in het ROW uit de winstregels***

Artikel 3.94 van de Wet 2001 bepaalt dat resultaat uit een werkzaamheid het bedrag van de gezamenlijke voordelen is dat, onder welke naam en in welke vorm ook, wordt behaald met een werkzaamheid. Artikel 3.95, eerste lid, van de Wet IB 2001 bepaalt dat een aantal artikelen uit de winstsfeer bij de bepaling van het resultaat van overeenkomstige toepassing is. Dit zijn onder andere de doorschuifregelingen van artikel 3.59, eerste en tweede lid, van de Wet IB 2001 (doorschuif bij ontbinding huwelijksgemeenschap) en artikel 3.62 van de Wet IB 2001 (doorschuif bij staking door overlijden). Artikel 3.95, tweede lid, van de Wet IB 2001 bepaalt specifiek voor de terbeschikkingstellingsregelingen dat daarnaast ook onder andere artikel 3.64 van de Wet IB 2001 van toepassing is. Artikel 3.63 van de Wet IB 2001 (doorschuif op verzoek naar medeondernemer of familielid) is niet in deze schakelbepaling opgenomen. Het ROW bevat zelf ook nog twee doorschuifregelingen: die van artikel 3.98 van de Wet IB 2001 (faciliteit bij geruisloze terugkeer uit de bv) en die van artikel 3.99 van de Wet IB 2001. In dit laatste artikel is bepaald dat indien de werkzaamheid uitgroeit tot een onderneming, de werkzaamheid wordt geacht niet te zijn gestaakt.

De Hoge Raad heeft in het arrest van 13 mei 2016[213] voor de toepassing van art. 3.91 van de Wet IB 2001 bepaald dat het begrip 'uitgroeien' ruim moet worden uitgelegd, en dat daarbij mede de doelstelling van het artikel, te weten het wegnemen van economische belemmeringen voor het bereiken van ondernemerschap, in aanmerking moet worden genomen.

Voor toepassing van doorschuifregelingen in het lucratief belang zie onderdeel 9.6.

8.4.6 Aanmerkelijk belang

Het aanmerkelijk belang neemt in de bronnenvolgorde van artikel 2.14 van de Wet IB 2001 de plaats in na de belastbare box 1-bestanddelen en vóór de vermogensbestanddelen uit box 3. In PE-situaties speelt het aanmerkelijk belang een belangrijke rol. De wetgever heeft voor bepaalde lucratiefbelangposities bewust gekozen voor heffing via de aanmerkelijkbelangvariant. Door een participatie als indirect aanmerkelijk belang vorm te geven, kan dus aan een lucratiefbelangheffing tegen het hoge tarief worden ontkomen. Dat zal dus gebeuren als een belang kwalificeert als lucratief belang. Is dat niet het geval, dan zal men trachten het belang in box 3 onder te brengen. Voor de fiscale planning speelt het aanmerkelijk belang dus een belangrijke rol. En een aanmerkelijkbelangpositie kan relatief gemakkelijk worden opgezocht of juist vermeden, zoals we hierna nog zullen zien.

Hierna schetsen we op hoofdlijnen de voor PE relevante delen van de aanmerkelijkbelangregeling. Een gedetailleerde beschrijving gaat het bestek van dit rapport te buiten. Voor PE is in ieder geval van belang de vaststelling of bij een bepaalde investering sprake is van een aanmerkelijk belang. En als een betrokkene bij PE een aanmerkelijk belang heeft, is het vervolgens de vraag of er op enig moment sprake is van inkomen uit aanmerkelijk belang, van reguliere voordelen of (fictieve) vervreemdingsvoordelen. Is er sprake van een (fictieve) vervreemding, dan is het nog de vraag of er wellicht een doorschuifregeling van toepassing is. Omdat er binnen PE veel wordt gestructureerd, zijn deze vragen regelmatig aan de orde. In onderdeel a schetsen we de kwalificatieregels. Vervolgens gaan we in onderdeel b in op het inkomen uit aanmerkelijk belang en bespreken we in onderdeel c kort de doorschuifregelingen.

a Kwalificatie als aanmerkelijk belang

Artikel 4.6 van de Wet IB 2001 geeft de definitie voor het aanmerkelijk belang. Daarvan is sprake als belastingplichtige al dan niet tezamen met zijn partner, direct of indirect:

- voor ten minste 5% van het geplaatste kapitaal aandeelhouder is in een vennootschap waarvan het kapitaal in aandelen is verdeeld (aandelen);
- direct of indirect rechten heeft om 5% van de aandelen te verwerven van het geplaatste kapitaal (opties);
- winstbewijzen heeft die betrekking hebben op ten minste 5% van de jaarwinst en/of de liquidatie-uitkeringen (winstbewijzen);
- gerechtigd is tot ten minste 5% van de stemmen uit te brengen in de algemene vergadering van een coöperatie (stemrecht in een coöperatie).

Het moet kort gezegd dus gaan om een belang van 5% of meer. Onder het begrip 'aandeel' valt ook een aandeel in een buitenlandse vennootschap, stemrechtloze en/of winstrechtloze aandelen, prioriteits-aandelen en/of preferente aandelen. Daarnaast kan het dus gaan om opties, winstbewijzen of stemrechten in een coöperatie.

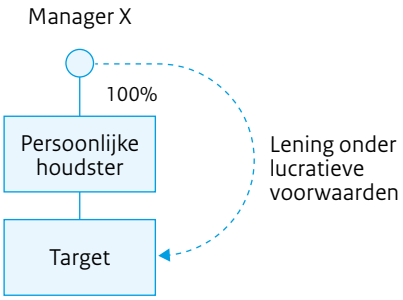
213 HR 13 mei 2016, nr. 15/02667, ECLI:NL:HR:2016:831, FutD 2016-1181.
Dit arrest ziet op de situatie dat een art. 3.91-TBS-vermogensbestanddeel overgaat naar een onderneming.

De criteria van artikel 4.6, onderdelen a tot en met d van de Wet IB 2001 en artikel 4.7 van de Wet IB 2001 worden afzonderlijk van elkaar getoetst. Een bezit van 4% winstbewijzen in combinatie met 4% aandelen in dezelfde vennootschap leidt daarom niet tot een aanmerkelijk belang. Dit kan door bijvoorbeeld 4,9% aandelen, 4,9% opties op aandelen en op 4,9% winstbewijzen te nemen, zodat een economisch bezit van bijna 15% ontstaat, zonder dat een dergelijk bezit kwalificeert voor het aanmerkelijk belang. Bij de beoordeling van PE-gerelateerde structuren komt een dergelijke 'stapeling' van vermogenstitels geregeld voor. Ook het plaatsen van belangen kleiner dan 5% bij kinderen is een bekend fenomeen. Door een belang te spreiden over diverse vermogenstitels of over verschillende personen is het dus mogelijk het aanmerkelijk belang te ontlopen.

Voorbeeld

Fondsmanager I heeft aandelen verkregen in een target die geen lucratief belang vormen. Hij kan deze aandelen relatief goedkoop aanschaffen. Hij kan een pakket verwerven van 8%, maar dan zou sprake zijn van een aanmerkelijk belang. De meerderjarige zoon van I verkrijgt daarom 4% opties en I verkrijgt 4% van de aandelen. Er is geen sprake van een aanmerkelijk belang. Als er in dit geval geen sprake is van box 1-inkomen kan een eventuele vermogenswinst onbelast worden gerealiseerd. Daarnaast verkrijgt de zoon eventuele voordelen uit zijn optierecht, zodat ook een eventuele schenking niet aan de orde zal zijn (zie voor de schenkaspecten hoofdstuk 10).

Figuur 66: Stapelen van <5%-aandelenpakketten



Aanmerkelijkbelanglichamen

Naar buitenlands recht opgerichte vennootschappen waarvan het kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld, kunnen ook een aanmerkelijkbelangvennootschap vormen. De staatssecretaris van Financiën heeft op de website van de Belastingdienst een lijst met gekwalificeerde rechtsvormen gepubliceerd.[214] Deze lijst hoort bij het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 11 december 2009, nr. CPP2009/519M, Stcrt. 2009, 19749. Hierin wordt voor de kwalificatie buitenlandse samenwerkingsverbanden in par. 3.4 gesproken van het onderscheid tussen kapitaalvennootschappen of personenvennootschappen op basis van het onderscheid transparant/niet-transparant. Zie verder voor het toestemmingsvereiste van artikel 2, derde lid, onderdeel c, van de AWR, op grond waarvan onderscheid kan worden gemaakt tussen de besloten cv en de open cv, het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 15 december 2015, BLKB2015/1209M, Stcrt. 2015, 46508. Hierin worden enkele met name genoemde buitenlandse rechtsvormen behandeld en wordt onderscheid gemaakt tussen transparante en niet-transparante personenvennootschappen en daarmee vergelijkbare buitenlandse rechtsvormen.

214 http://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/themaoverstijgend/brochures_en_publicaties/lijst_van_gekwalificeerde_buitenlandse_samenwerkingsverbanden.

Indirect aanmerkelijk belang
Ook indirect gehouden aandelen tellen mee voor de kwalificatie als aanmerkelijk belang. De term 'indirect' (zoals gebruikt in de artikelen 4.6 en 4.7 van de Wet IB 2001) betekent dat men geen rechtstreeks aanmerkelijk belang heeft in die vennootschap. Men heeft dan een aanmerkelijk belang via een ander aanmerkelijkbelanglichaam (bijvoorbeeld een persoonlijke houdster), waarin een aanmerkelijk belang wordt gehouden. Deze terminologie is ook van belang voor de toepassing van artikel 3.95b, vijfde lid van de Wet IB 2001 (de doorstootverplichting in het lucratief belang), zie onderdeel 9.5.2.5.

Soortregeling
Voor de kwalificatie van aandelen als aanmerkelijk belang in relatie tot PE is de soortregeling van artikel 4.7 van de Wet IB 2001 van groot belang. Er is ook een aanmerkelijk belang aanwezig als een belastingplichtige al dan niet tezamen met zijn partner, direct of indirect, voor ten minste 5% aandeelhouder is of een koopoptie heeft op 5% van het geplaatste kapitaal van een soort aandelen. De 5%-toets moet dus worden aangelegd per soort. Er is sprake van een soort als de aandelen 'niet dooreen leverbaar' zijn ten opzichte van de andere aandelen. Dat begrip is ruim. Het gaat daarom niet alleen om een bijzondere gerechtigdheid tot een vermogensbestanddeel of een reserve van de vennootschap, maar ook om bijzondere rechten om de besluitvorming over uitkeringen van winst of vermogen van de vennootschap te kunnen beïnvloeden. Er is steeds sprake van een soortaandeel als de reden van niet-dooreenleverbaarheid niet ligt in de verschillen genoemd in artikel 4.7, tweede lid van de Wet IB 2001 of redenen van vergelijkbare orde (zoals geformuleerd in de uitspraken van de Hoge Raad van HR 16 december 2011, nr. 10/00158, ECLI:NL:HR:2011:BN7252, BNB 2012/81 en HR 16 december 2011, nr. 10/00610, ECLI:NL:HR:2011:BU8233, BNB 2012/80).

> **Voorbeeld**
> Fondsmanager J wil een aanmerkelijk belang creëren, zonder dat hij 5% of meer van de aandelen in een bv heeft, om gebruik te kunnen maken van de bedrijfsopvolgingsregeling. Door in de statuten van de bv aan een aandeel bijzonder stemrecht omtrent winstuitkeringen te geven, heeft J een aanmerkelijk belang.

Ook voor de toetsing aan de lucratiefbelangwetgeving is de soortregeling van belang. In artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 wordt namelijk het begrip 'soorten aandelen' gebruikt en in de wetsgeschiedenis van het lucratief belang is opgenomen dat hier wordt gedoeld op het soortbegrip van artikel 4.7 van de Wet IB 2001. Zie verder voor het lucratief belang in relatie tot het begrip soortaandeel onderdeel 9.4.4.

Certificaten
Ook een certificaathouder kan een aanmerkelijk belang hebben. Dan is geen sprake van het houden van de aandelen of andere vermogensbestanddelen zelf, maar van het houden van certificaten daarvan. De aandelen worden in zo'n geval gehouden door een STAK. De STAK geeft vervolgens certificaten uit aan bijvoorbeeld de managers van de target. De STAK houdt het stemrecht op de aandelen maar verder gaan alle voordelen van de aandelen naar de certificaathouders. De certificaathouder is in civieljuridische zin geen aandeelhouder. In economische zin is hij dat wel en hij wordt dan ook bestempeld als direct aanmerkelijkbelanghouder. Hij heeft het economische belang bij de aandelen (en daarom is, als dat belang behouden blijft, het certificeren van aandelen geen vervreemding, zie onderdeel b hierna).

In de uitspraak van Rechtbank Gelderland van 23 februari 2017[215] was de vraag aan de orde of sprake was van een aanmerkelijk belang. In deze casus[216] maakte belanghebbende deel uit van het management dat participeert in een vennootschap die in 2006 is overgenomen door een private-equityfonds. Belanghebbende hield zijn aandelen indirect, namelijk via een tweetal stichtingen. Belanghebbende hield certificaten van certificaten van aandelen. De rechtbank heeft in deze procedure geoordeeld dat de stichting transparant is omdat belanghebbende over de aandelen kan beschikken als ware het zijn eigen vermogen. Hij is de enige bestuurder van de stichting en de zeggenschap rust uitsluitend bij hem. Nu het aandelenbelang meer dan 5% bedroeg komt de rechtbank tot het oordeel dat belanghebbende in feite aanmerkelijkbelanghouder is gebleven en dat er sprake is van een voordeel uit aanmerkelijk belang.[217] Belanghebbende in hoger beroep.

Opties

Een 'recht om aandelen te verwerven' werd tot 1997 niet als aanmerkelijkbelangpositie beschouwd. Inmiddels wordt bij wetsduiding een recht om aandelen in, of winstbewijzen van een vennootschap te verwerven op grond van artikel 4.4 van de Wet IB 2001 aangemerkt als een dergelijk aandeel, respectievelijk een dergelijk winstbewijs. Deze gelijkstelling geldt niet voor artikel 4.6 van de Wet IB 2001 en artikel 4.7 van de Wet IB 2001. De wetgever was beducht voor constructies waarbij men de aanmerkelijkbelangregeling trachtte te ontgaan. Dat zou bijvoorbeeld mogelijk zijn door in plaats van de aandelen zelf een koopoptie op die aandelen te verwerven. Door zijn (optie)recht heeft belanghebbende een opwaarts economisch belang bij de waarde van de onderliggende vermogenstitels en daarom een belang bij het vermogen van de betreffende vennootschap. Het begrip 'rechten om aandelen in of winstbewijzen van een vennootschap te verwerven' is in de wettekst ruim geformuleerd. Callopties vallen eronder, putopties in ieder geval niet. Claims, warrants en conversierechten vallen er naar de bedoeling van de wetgever ook onder.

Vruchtgebruik

Voor de aanmerkelijkbelangregeling stelt artikel 4.3 van de Wet IB 2001 degene die slechts gerechtigd is tot voordelen uit aandelen (genotsrechten) gelijk met een 'aandeelhouder' en merkt die gerechtigdheid aan als 'aandeel'. Treffend voorbeeld is verkoop van aanmerkelijkbelangaandelen tegen een schuldig gebleven koopsom met 99% winstafhankelijke rente. Hetzelfde geldt voor gerechtigdheid tot voordelen uit winstbewijzen. Dit betekent bijvoorbeeld dat een recht van vruchtgebruik dat is gevestigd op aandelen voor de vruchtgebruiker kan kwalificeren als aanmerkelijk belang. Daarnaast is de bloot eigenaar aanmerkelijkbelanghouder vanwege zijn kwalificerend eigendomsrecht. Het begrip 'gerechtigd zijn tot voordelen' is ruim en materieel geformuleerd en is niet beperkt tot de vruchtgebruiker of andere (beperkte) rechten. Het begrip 'genotsrecht' ziet op alle rechten op voordelen. Dit betreft een breed scala aan persoonlijke en zakelijke rechten, waarbij van geval tot geval bekeken moet worden in hoeverre in economische zin sprake is van een gerechtigdheid tot voordelen.

Open cv

Op grond van artikel 2, derde lid, onderdeel f, van de AWR wordt de deelgerechtigdheid van een commanditaire vennoot in een open cv gelijkgesteld met een aandeel. Aan de hand van artikel 4.6, onderdeel a, van de Wet IB 2001 wordt vervolgens bepaald of een participant een aanmerkelijk belang heeft. De commanditair vennoot heeft een aanmerkelijk belang in een open cv als hij voor ten minste 5% participeert als commanditair vennoot in het aan de commanditaire vennoten toekomende vennootschapsvermogen van een open cv.

---

215 ECLI:NL:RBGEL:2017:884, NTFR 2017/692

216 Zie voor een samenhangende procedure met betrekking tot de vraag of sprake was van belastbaar loon de uitspraak van Rechtbank Gelderland van 23 februari 2017, ECLI:NL:RBGEL:2017:883.

217 In deze casus was (kennelijk) geen sprake van een lucratief belang in de zin van het per 1 januari 2009 in werking getreden art. 3.92b Wet IB 2001. Voor de inspecteur bleven daarom slechts de loonstelling en onderhavige aanmerkelijk belangstelling over.

Open FGR
Volgens artikel 4.5, eerste lid, van de Wet IB 2001 worden voor de toepassing van hoofdstuk 4 van de Wet IB 2001 bewijzen van deelgerechtigdheid in open fondsen gelijkgesteld met aandelen. Het maakt daarbij niet uit of het binnenlandse of buitenlandse fondsen betreft. Open fondsen worden op hun beurt gelijkgesteld met vennootschappen. Gevolg voor de participanten in een open fonds is dat de aanmerkelijkbelangregeling van toepassing is. In de Wet Vpb 1969 zijn deze fondsen in artikel 2, eerste lid, onderdeel e, van de Wet Vpb 1969 aangewezen als subjectief belastingplichtige. Waar het volgens de definitie vermeld in het tweede lid van deze bepaling om gaat, is de vaststelling dat deze bewijzen van deelgerechtigdheid verhandelbaar zijn. Die verhandelbaarheid wordt in elk geval aangenomen als voor de vervreemding niet de toestemming van alle vennoten is vereist. Dan spreekt men van een 'open fonds'. Voor het aanmerkelijkbelanghouderschap is er dus een directe relatie met de vennootschapsbelasting. Is een fonds subjectief belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting, dan hebben de deelgerechtigden, mits uiteraard wordt voldaan aan het kwantitatieve criterium, ook een aanmerkelijk belang. Hetzelfde geldt voor de subjectieve belastingplicht in de Wet DB 1965, zie artikel 1, tweede lid, van de Wet DB 1965.

Coöperatie
Onder de Wet IB 1964 was het mogelijk het aanmerkelijkbelangregime te ontgaan door de rechtsvorm van een coöperatie te gebruiken. Lidmaatschapsrechten van een coöperatie die niet tot het vermogen van een onderneming behoorden, konden niet onder de werking van het aanmerkelijkbelangregime worden gebracht. Op deze lidmaatschapsrechten was het regime voor inkomsten uit vermogen van toepassing. Onder de Wet IB 1964 waren dus eventuele uitkeringen progressief belast, maar vervreemdingsvoordelen konden niet in de heffing worden betrokken.

Voor de Wet IB 2001 worden op grond van artikel 4.5a van de Wet IB 2001 lidmaatschapsrechten, of daarmee vergelijkbare bewijzen van deelgerechtigdheid tot het vermogen van een coöperatie of vereniging op coöperatieve grondslag, gelijkgesteld met winstbewijzen. Een coöperatie of vereniging op coöperatieve grondslag wordt op grond van artikel 4.5a, eerste lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 gelijkgesteld met een vennootschap. Het tweede lid van het artikel bevat een uitzondering op deze gelijkstelling voor zogenoemde flatcoöperaties.

Een aanmerkelijk belang in een coöperatie kan worden geconstateerd bij:
- lidmaatschapsrechten of daarmee vergelijkbare bewijzen van deelgerechtigdheid tot het vermogen van een coöperatie of vereniging op coöperatieve grondslag die recht geven op ten minste 5% van de jaarwinst van de coöperatie (art. 4.6, onderdeel c, Wet IB 2001);
- of die betrekking hebben op ten minste 5% van wat bij liquidatie wordt uitgekeerd (art. 4.6, onderdeel c, Wet IB 2001);
- leden die gerechtigd zijn ten minste 5% van de stemmen uit te brengen in de algemene vergadering van een coöperatie of vereniging op coöperatieve grondslag (art. 4.6, onderdeel d, Wet IB 2001). Onderdeel d ziet op specifieke gevallen waarbij leden statutair niet gerechtigd zijn tot het vermogen maar toch een bepaalde mate van zeggenschap blijken te hebben, zodat de mogelijkheid bestaat om deze rechten alsnog te verkrijgen.

Meetrek- en meesleepregeling
Iemand kan ook een aanmerkelijk belang hebben voor zijn overige aandelen of winstbewijzen op grond van het feit dat hij al een aanmerkelijk belang heeft in diezelfde vennootschap (op grond van de meesleepregeling in artikel 4.9 van de Wet IB 2001). Dat kan ook op grond van het feit dat een verbonden persoon (partner, bloedverwant of aanverwant in de rechte lijn van hem of van zijn partner) een aanmerkelijk belang heeft in die vennootschap (op grond van de meetrekregeling van artikel 4.10 van de Wet IB 2001).

Ten slotte kan sprake zijn van een fictief aanmerkelijk belang op grond van artikel 4.11 van de Wet IB 2001, bijvoorbeeld als een aandeelhouder gebruik heeft gemaakt van een doorschuifregeling, zoals de geruisloze inbreng van artikel 3.65 van de Wet IB 2001 of de doorschuiffaciliteit bij overgang krachtens huwelijksvermogensrecht van artikel 4.17 van de Wet IB 2001.

b Inkomen uit aanmerkelijk belang

Het inkomen uit aanmerkelijk belang wordt in artikel 4.12 van de Wet IB 2001 beschreven. Het inkomen uit aanmerkelijk belang bestaat uit het gezamenlijke bedrag van reguliere voordelen, verminderd met de aftrekbare kosten en de vervreemdingsvoordelen, verminderd met de persoonsgebonden aftrek. Verliezen zijn verrekenbaar op grond van artikel 4.47 van de Wet IB 2001.

De reguliere voordelen zijn in zijn algemeenheid in artikel 4.12, onderdeel a van de Wet IB 2001 beschreven. Daarnaast worden in artikel 4.13 van de Wet IB 2001 enkele reguliere voordelen benoemd. Voorbeelden van reguliere voordelen zijn:

- formele dividenduitkeringen op aandelen,
- reguliere voordelen die een vruchtgebruiker ontvangt op grond van een recht van vruchtgebruik op tot een aanmerkelijk belang behorende aandelen, of winstbewijzen,
- dooruitkeringen van dividend door een STAK aan onder het aanmerkelijk belang vallende certificaathouders,
- materiële dividenduitkeringen, zoals verkapte dividenduitkeringen. Dat zijn winstuitkeringen in de vorm van bevoordelingen van aandeelhouders in geld of in natura. Deze uitkeringen zijn niet formeel als winstuitdeling vastgesteld, maar worden feitelijk wel gedaan met het oogmerk winst aan de vennootschap te onttrekken,
- uitkeringen van winst op winstbewijzen die tot een aanmerkelijk belang behoren,
- winstuitkeringen aan leden van coöperaties die stemrechten of lidmaatschapsrechten hebben die tot een aanmerkelijk belang behoren,
- Winstuitkeringen aan deelnemers of participanten van een open fonds, of een open cv,
- kapitaalteruggaven aan aandeelhouders, zonder dat het nominaal gestorte kapitaal wordt aangepast (art. 4.13, eerste lid, onderdeel b, Wet IB 2001).

De vervreemdingsvoordelen zijn benoemd in artikel 4.19, eerste lid, van de Wet IB 2001. Alle voordelen die bij vervreemding van een aanmerkelijk belang worden behaald, worden als vervreemdingsvoordeel in de heffing betrokken. De vervreemdingsvoordelen worden gesteld op de overdrachtsprijs verminderd met de verkrijgingsprijs. Bij vervreemding van een gedeelte van de in aandelen of winstbewijzen besloten rechten wordt een evenredig gedeelte van de verkrijgingsprijs in aanmerking genomen.

De artikelen 4.20 en 4.21 van de Wet IB 2001 koppelen de overdrachts- en verkrijgingsprijs aan de feitelijke tegenprestatie bij vervreemding, respectievelijk verkrijging. Op grond van artikel 4.22 van de Wet IB 2001 wordt de tegenprestatie soms gecorrigeerd naar de waarde in het economische verkeer. Dat gebeurt als de tegenprestatie ontbreekt of als het gaat om een niet onder normale omstandigheden gesloten overeenkomst. Een tegenprestatie ontbreekt bijvoorbeeld in het geval van schenking van aanmerkelijkbelangaandelen. Zo kan bij een niet onder normale omstandigheden gesloten overeenkomst worden gedacht aan een verkoop van aanmerkelijkbelangaandelen aan een werknemer, waarbij de aandelen tegen een lagere waarde dan de waarde economisch verkeer worden gekocht. In die gevallen wordt de tegenprestatie gecorrigeerd naar de waarde economisch verkeer.

Artikel 4.16 van de Wet IB 2001 rekent een aantal (rechts)handelingen (fictief) tot een vervreemding. Hieronder vallen onder andere de inkoop van aandelen en winstbewijzen, liquidatie-uitkeringen, juridische fusie of splitsing, overgang onder algemene titel, alsmede de overgang krachtens erfrecht onder bijzondere titel, inbreng in het vermogen van een onderneming of een werkzaamheid, of het einde van een aanmerkelijk belang.

In het algemeen is het zo dat een vervreemding in civielrechtelijke zin ook een vervreemding is voor het aanmerkelijk belang. Dat is anders als na deze vervreemding in civielrechtelijke zin het economische belang volledig behouden blijft. In dat geval blijft het aanmerkelijk belang behouden en is er geen sprake van een vervreemding. In PE-structuren komt dit veel voor, zoals in geval van inbreng van aanmerkelijkbelang-aandelen in een transparante cv, het omzetten van gewone aandelen in preferente aandelen, verlettering en certificering. Op deze situaties gaan we hierna dieper in.

Inbreng in een transparante cv

Het komt regelmatig voor dat aandelenbelangen in een PE-fonds worden ondergebracht in een transparante cv. De participanten worden zo commanditair vennoot en de beherend vennoot is een aan het fonds gelieerde partij die het beheer voert. De vraag komt dan op of die inbreng een vervreemding is voor het aanmerkelijk belang.

> **Voorbeeld**
>
> Fondsmanager L brengt zijn aandelen in een target onder in een transparante cv. Specifiek in PE-situaties komt de vraag op of inbreng van aandelen in een transparante cv tot een vervreemding leidt. Het belang blijft behouden, voor zover dat via de winstrechten in de cv behouden blijft. Er is dan sprake van een vervreemding in civielrechtelijke zin. Als de (besloten) cv echter transparant is en de winstrechten volledig behouden blijven, wordt aangenomen dat de aandelen in economische zin niet vervreemd zijn.

Omzetten van gewone aandelen in preferente aandelen

Binnen PE structuren wordt nogal eens gewerkt met preferente aandelen als de risico's van een investering moeten worden verdeeld. De investeerder is preferent en hij krijgt de preferente aandelen met een vast rendement. De managers krijgen de gewone aandelen. Deze genereren pas inkomen als de preferent-aandeelhouder zijn winst heeft gehad en is terugbetaald. Zo wordt een hefboom gecreëerd (zie onderdeel 3.4.2). We komen dit fenomeen ook tegen bij opvolgingsstructuren binnen de familiesfeer. De vraag is steeds of deze omvorming een vervreemding is voor het aanmerkelijk belang.

> **Voorbeeld**
>
> Fondsmanager M zet zijn gewone aandelen om in preferente aandelen, terwijl aan zijn dochter de gewone aandelen worden uitgereikt. Fondsmanager N laat zijn aandelen omzetten in letteraandelen A en B en plaatst de aandelen B bij zijn zoon. De aandelen B geven slechts recht op de toekomstige winst; de tot nu toe gerealiseerde winst blijft voorbehouden aan de A-aandelen. De vraag is of er in deze gevallen sprake is van een vervreemding. Als er sprake is van een verschuiving van aandeelhoudersrechten, is er sprake van een vervreemding. Omzetting van de ene soort aandelen in de andere soort aandelen wordt onder omstandigheden niet als een vervreemding beschouwd. Zie het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 4 september 2012, BLKB2012/101M, Stcrt. 2012, 18480,[218] onderdeel 4.4 en 4.5 (het aanmerkelijkbelang-besluit), waarin deze omstandigheden zijn ingevuld. De staatssecretaris bekijkt dit vanuit de aandelen, niet vanuit de aandeelhouder(s). Hij acht daarbij niet doorslaggevend of er rechten naar een ander verschuiven. Als de nieuw verkregen aandelen niet kunnen worden vereenzelvigd met de eerder gehouden aandelen, is er sprake van een vervreemding. Zie voor de schenkaspecten hoofdstuk 10.

Certificeren

Certificering komt voor als men civielrechtelijk eigendom en economisch belang wil splitsen. Bijvoorbeeld omdat men aan personen wel het belang wil doen toekomen, maar niet de zeggenschap. Daarnaast kan het belang van anonimiteit spelen, omdat slechts de formeel eigenaar zichtbaar is voor derden. Ook hier is weer de vraag of de omzetting van aandelen in certificaten een vervreemding is voor het aanmerkelijk belang.

218 Besluit van de Staatssecretaris van Financiën van 4 september 2012, BLKB2012/101M, Stcrt. 2012, 18480.

Als de certificaten volledig kunnen worden vereenzelvigd met de onderliggende aandelen is voldaan aan de vereisten van het certificeringsbeleid. Zie hiervoor onderdeel 4.5 van het hiervoor genoemde aanmerkelijkbelangbesluit. Als aan de voorwaarden van dit onderdeel wordt voldaan, is er bij certificering van de aandelen geen sprake van een vervreemding.

Voorbeeld

Fondsmanager K verkoopt aandelen in target Z aan STAK K, die tegenover de verkrijging van die aandelen certificaten uitgeeft. Deze certificaten geven de houder ervan recht op alle voordelen uit de betreffende aandelen. De STAK is nu civielrechtelijk eigenaar van de aandelen; de certificaathouder geniet de voordelen, zonder dat voor derden zichtbaar is dat K het werkelijke belang heeft. De verkoop aan de STAK is geen vervreemding voor de aanmerkelijkbelangregeling, omdat het belang behouden blijft.

c Doorschuifregelingen

De aanmerkelijkbelangwetgeving kent een aantal fusie- en doorschuifregelingen. Artikel 4.16, eerste lid, onderdeel d van de Wet IB 2001 bestempelt een juridische fusie en een juridische splitsing als vervreemding. Ook een aandelenruil wordt in de aanmerkelijkbelangsfeer als een vervreemding beschouwd. Vervolgens wordt een fiscale doorschuif mogelijk gemaakt als aan de voorwaarden van artikel 4.41, tweede lid 2 van de Wet IB 2001 en artikel 4.42 van de Wet IB 2001 wordt voldaan. Deze voorwaarden houden in dat het een gewenste fusievorm moet zijn en dat de claim behouden blijft (via een doorschuifregeling). Belangrijke voorwaarde daarbij is de ontgaanstoets van artikel 4.41, tweede lid en derde lid, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.56, vierde lid, van de Wet IB 2001 en artikel 3.57, vierde lid, van de Wet IB 2001. De fusie of splitsing mag niet in overwegende mate gericht zijn op het ontgaan of uitstellen van belastingheffing.

Per 1 januari 2010 bevat de Wet IB 2001 voor het aanmerkelijk belang een bedrijfsopvolgingsregeling. Deze regeling is opgenomen in de artikelen 4.17 t/m 4.17c van de Wet IB 2001, en de artikelen 4.39a t/m 4.39c van de Wet IB 2001. Naast de doorschuifregeling in geval van huwelijk waarbij doorschuif voor zowel beleggings- als ondernemingsvermogen hoofdregel is gebleven (art. 4.17 Wet IB 2001), bevat deze bedrijfsopvolgingsregeling een doorschuiffaciliteit op verzoek bij het schenken van aanmerkelijkbelangaandelen (art. 4.17c Wet IB 2001) en overgang in geval van overlijden van de aanmerkelijkbelanghouder (art. 4.17a Wet IB 2001). Bij overgang krachtens erfrecht is heffing dus de hoofdregel. Daarom maakt artikel 4.12a van de Wet IB 2001 het voor de erfgenamen mogelijk een belastingvrij regulier voordeel te ontvangen als het gaat om aandelen die eerder hebben geleid tot het in aanmerking nemen van een vervreemdingsvoordeel bij de erflater.

Sinds 2010 is een belangrijke beperking dat beleggingsvermogen in geval van schenking of vererving (art. 4.17a en art. 4.39a Wet IB 2001) niet kan worden doorgeschoven. Daarom moet bij schenken of uiterlijk bij overlijden altijd worden afgerekend. De faciliteiten vinden, buiten het geval van huwelijk, nog slechts op verzoek toepassing. Voor beleggingsvermogen geldt dat in geval van overlijden van de aanmerkelijkbelanghouder en in geval van schenking geen doorschuiffaciliteit beschikbaar is. Voor ondernemingsvermogen geldt de faciliteit wel. De regeling vertoont daarmee sterke verwantschap met de regeling voor ondernemers (art. 3.59, art. 3.62 en art. 3.63 Wet IB 2001) en de bedrijfsopvolgingsfaciliteit in de SW 1956. Achtergrond van de regeling is dat de belastingheffing over de aanmerkelijkbelang-claim vanwege het belang van de onbelemmerde voortzetting van economische bedrijvigheid, geen bedreiging mag vormen voor reële bedrijfsopvolgingen. Voor preferente aandelen geldt dat zij zijn uitgesloten, tenzij voldaan wordt aan het derde lid van artikel 4.17a van de Wet IB 2001 en artikel 4.17c van de Wet IB 2001. Deze preferent aandeelhouder wordt meer als financier dan als medeondernemer aangemerkt. In geval van gefaseerde bedrijfsoverdracht wordt deze financiering meer als verlengstuk van de bedrijfsoverdracht gezien.

Voor de bedrijfsopvolgingsregeling is dus van belang om te beoordelen of de betreffende vennootschap al dan niet een onderneming drijft in de zin van artikel 3.2 van de Wet IB 2001. Dit is een constitutieve eis voor de bedrijfsopvolgingsregeling. Er moet sprake zijn van een 'objectieve onderneming' volgens de regels van de inkomstenbelasting. Van het drijven van een onderneming is sprake als de vennootschap met behulp van een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid deelneemt aan het economische verkeer om winst te behalen. De faciliteit geldt slechts voor zover de overdrachtsprijs of waarde van de aandelen is toe te rekenen aan het ondernemingsvermogen. Zie voor PE en ondernemen verder hoofdstuk 6.

Voorbeeld
Fondsmanager O heeft aandelen in een open (PE-)fonds. Hij stelt dat, omdat hij een (soort)aanmerkelijk belang heeft in het open fonds en het fonds zeer actief participeert in allerlei targets en dus een onderneming drijft, hij de aandelen belastingvrij kan schenken aan zijn kinderen als bedrijfsopvolgers, zowel voor het aanmerkelijk belang op grond van artikel 4.17c van de Wet IB 2001 als voor de bedrijfsopvolgingsregeling in artikel 35c van de SW 1956.

8.4.7 Box 3

Rendementsgrondslag van box 3
Als de vermogensbestanddelen niet onder box 1 of box 2 vallen, zijn zij belastbaar als belastbaar inkomen uit sparen en beleggen. De waarde van de in box 3 vallende vermogensbestanddelen wordt vastgesteld aan de hand van de toestand van het vermogensbestanddeel per de waardepeildatum. Vanaf 2011 is de waardepeildatum het begin van het betreffende kalenderjaar.

De vermogensrendementsgrondslag bestaat uit de waarde van de bezittingen verminderd met de waarde van de schulden (art. 5.3, lid 1, van de Wet IB 2001). De bezittingen die onder de rendementsgrondslag vallen, staan opgesomd in artikel 5.3, tweede lid, van de Wet IB 2001. In relatie tot PE zal het gaan om de 'rechten die niet op zaken betrekking hebben' (art. 5.3, lid 2, letter c, Wet IB 2001). In relatie tot PE kan het gaan om allerlei vermogensbestanddelen, zoals aandelen (al dan niet beursgenoteerd), schuldvorderingen, obligaties, opties, warrants, winstrechten en andere winstbewijzen. In de vermogensrendementsheffing wordt een forfaitair rendement van 4% belast en niet het werkelijk behaalde rendement op deze vermogensbestanddelen.

Bronnenvolgorde
Zoals we hiervoor al hebben aangegeven, moeten de vermogensrechten de box 1- of box 2-sfeer hebben verlaten, voordat kan worden toegekomen aan belastbaarheid in box 3. Als er sprake is van een vermogensbestanddeel dat onderdeel uitmaakt van het ondernemingsvermogen, de loonsfeer of resultaatssfeer (inclusief lucratief belang), dan valt het betreffende vermogensbestanddeel in box 1 en komt men gelet op de bronnenvolgorde aan box 3-heffing niet toe. Ook als het vermogensbestanddeel een aanmerkelijk belang vormt (en daarom in box 2 valt), komt men niet toe aan box 3. Ook een soortaanmerkelijk belang, een meegetrokken- of meegesleept aanmerkelijk belang zijn een aanmerkelijk belang; ook in dergelijke gevallen vindt belastbaarheid dus plaats in box 2. Dus: ook al is er mogelijk sprake van een 'kleiner dan 5%'-aanmerkelijk belang, bij een soortaanmerkelijk belang, een meegesleept of meegetrokken aanmerkelijk belang valt men in box 2 en niet in box 3.

Waardering van incourante vermogensbestanddelen
Voor PE-gerelateerde vermogensbestanddelen in relatie tot box 3 gaat het vaak over relatief kleine participaties, die mogelijk enig verband hebben (gehad) met verrichte werkzaamheden, vaak in niet-beursgenoteerde vennootschappen. Het betreft dus veelal niet-courante aandelen of andere vermogensbestanddelen, waar mogelijk ook (al dan niet tijdelijke) statutaire of contractuele blokkeringen of aanbiedingsverplichtingen aan kunnen kleven. Bij blokkeringen moet men denken aan bijvoorbeeld lock-ups, bij aanbiedingsverplichtingen bijvoorbeeld aan 'goodleaver'- en 'badleaver'-bepalingen.

In de praktijk komt de vraag op hoe deze incourante vermogensbestanddelen moeten worden gewaardeerd en of, en zo ja in hoeverre, blokkeringsregelingen en aanbiedingsverplichtingen een waardedrukkende invloed hebben. Het waarderen van incourante aandelen in zijn algemeenheid gaat het bestek van dit rapport te buiten. Hieronder volgen slechts enkele handvatten. Ook verwijzen we naar hoofdstuk 12 van dit rapport over de waarderingsaspecten van private equity.

De waardering van het incourante vermogensbestanddeel dient plaats te vinden in twee stappen. Ten eerste moet de waarde van het (incourante) vermogensbestanddeel worden vastgesteld per de waardepeildatum. Daarna moet worden beoordeeld of er nog 'afslagen' of 'kortingen' op deze waarde moeten worden toegepast in verband met bovenvermelde blokkeringsregelingen of aanbiedingsverplichtingen.

Bepalen van de waarde van een incourant vermogensbestanddeel
Artikel 5.19, eerste lid, van de Wet IB 2001 geeft als regel dat bezittingen en schulden gewaardeerd moeten worden tegen de waarde in het economische verkeer. De waarde in het economische verkeer betreft een objectief bepaalbare waarde. Dit betekent dat bij de bepaling van de waarde van een vermogensbestanddeel die waarde in aanmerking komt die ook anderen dan de belastingplichtige aan het vermogensbestanddeel zouden toekennen. Subjectieve elementen blijven buiten beschouwing.

De theoretisch meest juiste benadering bestaat uit het waarderen van de onderneming in haar geheel naar de waarde in het economische verkeer op de waardepeildatum. Wij verwijzen naar hoofdstuk 12 van dit rapport waar dit uitgangspunt verder wordt uitgewerkt. Een enkel aandeel vertegenwoordigt in beginsel niet méér of minder dan een deel van deze waarde van de onderneming. De enkele omstandigheid dat een belastingplichtige een minderheidsaandeel houdt, wil nog niet zeggen dat hiervan een waardedruk uitgaat ten opzichte van een meerderheidsaandeelhouder. De meningen in de literatuur over de vraag of een minderheidsaandeel meer of minder waard is dan een meerderheidsaandeel variëren van 'wel waardedruk', via 'geen waardedruk' naar 'juist een positief effect'. Wij verwijzen kortheidshalve naar de discussie en vermelde literatuur die is samengevat in aantekeningen 9.8 en 9.9 bij artikel 5.19 van de Wet IB 2001 van de Fiscale encyclopedie de Vakstudie, deel IB 2001.

Als er een markt is voor het betreffende vermogensbestanddeel, kan aangesloten worden bij de waarde op de markt per de waardepeildatum. Juist deze vermogensbestanddelen zijn vaak niet of slechts zeer beperkt verhandelbaar; er bestaat niet of nauwelijks een markt voor. Soms zijn er cijfers beschikbaar van transacties die hebben plaatsgevonden. Steeds moet beoordeeld worden of deze transacties hebben plaatsgevonden tussen onafhankelijk van elkaar handelende derden; ook moet gekeken worden naar het tijdstip waarop de transacties hebben plaatsgevonden om te beoordelen wat deze transacties zeggen over de waarde van het vermogensbestanddeel op de waardepeildatum.

Invloed blokkeringsregeling en/of aanbiedingsverplichtingen
Nadat de waarde van het incourante vermogensbestanddeel is vastgesteld, moet worden beoordeeld in hoeverre er in de waardebepaling rekening gehouden moet worden met een blokkeringsregeling en/of een aanbiedingsverplichting.

Een blokkeringsregeling en/of een aanbiedingsverplichting kan in de statuten van het betreffende aandeel zijn vastgelegd, maar ook contractueel, in een aandeelhoudersovereenkomst. In het eerste geval kleeft de beperking aan het aandeel zelf en zal daarom bij verkoop van het aandeel ook mee overgaan, in het tweede geval is het een contractueel tussen twee partijen vastgelegde beperking en werkt deze slechts tussen deze twee partijen.

Blokkeringsregelingen kunnen tijdelijk zijn. Deze zogenoemde 'lock-ups' komen met name voor als aandelen zijn toegekend aan personeel. Veelal moeten de werknemers de aandelen gedurende enige jaren in bezit houden. Zie onderdeel 3.3.13 voor een beschrijving.

Bij een aanbiedingsregeling is bepaald dat de aandelen bij een verkoop eerst aan de medeaandeelhouders moeten worden aangeboden. Deze aanbiedingsverplichting wordt meestal gecombineerd met een bepaling omtrent de prijs waartegen de aandelen aan de medeaandeelhouders moeten worden aangeboden. Geregeld kan zijn dat dit een vaste prijs is, die van tevoren voor een aantal jaren wordt vastgesteld, dan wel dat dit een voor elk concreet geval door de algemene vergadering van aandeelhouders of door een deskundige vast te stellen prijs zal zijn. Ook andere wijzen van prijsbepaling zijn denkbaar. Zie onderdeel 3.3.13 voor een beschrijving.

De literatuur is verdeeld over de vraag of een blokkeringsregeling en/of een aanbiedingsverplichting een waardedrukkende invloed heeft. Ook verschilt men van mening over de vraag of het hierbij uitmaakt dat er sprake is van een statutaire dan wel van een contractuele regeling. Ook hier variëren de meningen van 'wel waardedruk', via 'geen waardedruk' naar 'juist een positief effect'. Wij verwijzen kortheidshalve naar de discussie en vermelde literatuur die is samengevat in aantekening 9.11 bij artikel 5.19 van de Wet IB 2001 van de Fiscale encyclopedie de Vakstudie, deel IB 2001.

Vergelijkbare waarderingsvraagstukken in de LH en de SW
Ook in de LH en de SW spelen soortgelijke waarderingsvraagstukken, evenals onder de oude Wet VB 1964. Enige richtinggevende jurisprudentie voor deze middelen is te vinden in de eerder genoemde aantekeningen.

Beursgenoteerde aandelen
Voor aan de Euronext genoteerde aandelen en effecten geeft artikel 5.21 van de Wet IB 2001 een waarderingsregel. De waarde wordt gesteld op de slotkoers zoals gepubliceerd in de Officiële Prijscourant. Door de terminologie 'wordt de waarde (...) gesteld op' lijkt de wettekst een verplichte waardering voor te schrijven waarbij geen ruimte is voor afslagen in verband met blokkeringen of aanbiedingsregelingen.[219] In een (vervallen) vraag- en antwoordbesluit is dit standpunt bevestigd:[220]

9.6 Waardering aandelen met blokkeringsclausule

Vraag
Mag bij de waardebepaling van aandelen die zijn opgenomen in een bij ministeriële regeling aangewezen prijscourant rekening worden gehouden met een blokkeringsclausule die op de aandelen van toepassing is?

Antwoord
Nee, bij de waardebepaling van aandelen die zijn opgenomen in een bij ministeriële regeling aangewezen prijscourant mag geen rekening worden gehouden met een blokkeringsclausule die op de aandelen van toepassing is.

Voor aandelen die zijn opgenomen in een bij ministeriële regeling aangewezen prijscourant geldt namelijk een bijzondere waarderingsregel (artikel 5.21 Wet IB 2001). Deze regel houdt in dat de waarde in het economische verkeer op de einddatum wordt gesteld op de slotnotering uit die prijscourant die betrekking heeft op die einddatum. De waarde in het economische verkeer op de begindatum wordt gesteld op de slotnotering van het voorafgaande jaar. Bij dergelijke aandelen wordt dus geen rekening gehouden met factoren zoals bijvoorbeeld een blokkeringsclausule.

219 De Fiscale Vakstudie oppert de suggestie dat beursgenoteerde aandelen met een blokkeringsregeling niet vergelijkbaar zijn met de in de Officiële Prijscourant genoteerde aandelen, zodat de waarderingsregel van art. 5.21 Wet IB 2001 niet geldt voor beursgenoteerde aandelen met een blokkeringsregeling.

220 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 december 2003, CPP 2003/2145M, Inkomstenbelasting, inkomen uit sparen en beleggen (box 3). Regeling vervallen per 30 december 2010, BNB 2004/94.

> Voor aandelen die niet zijn opgenomen in een bij ministeriële regeling aangewezen prijscourant geldt op grond van artikel 5.19 Wet IB 2001 de algemene waarderingsregel, zijnde waarde in het economische verkeer. Uit de jurisprudentie die is gewezen naar aanleiding van artikel 9 van de Wet VB 1964 volgt dat blokkeringsclausules die verband houden met de persoon van de belastingplichtige in het algemeen geen waardedrukkende factor vormen. Verder kan van belang zijn of een blokkeringsbepaling berust op tussen aandeelhouders gesloten overeenkomsten dan wel zijn vastgelegd in de statuten. In het algemeen zal het dan sterk afhankelijk zijn van de feiten en omstandigheden van het geval.

Voor de toepassing van de Wet LB 1964 heeft de staatssecretaris een beleidsregel gegeven voor afwaardering bij een blokkeringsregeling bij beursgenoteerde aandelen.[221] Dit naar aanleiding van een uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam van 29 maart 2012, nr. 09/00340, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW1517. De staatssecretaris gaat niet in cassatie, en vermeldt in zijn onderschrift het volgende:

> Het Hof stelt de afwaardering – in goede justitie – vast op 10% voor 2 jaar. Daarbij heeft het Hof argumenten van zowel de belanghebbende als de inspecteur gewogen. Geen van beide partijen heeft de precieze omvang van de afwaardering op overtuigende wijze kunnen kwantificeren. Daarom kon het Hof de afwaardering slechts in goede justitie bepalen. Een dergelijke bepaling van de afwaardering leent zich slechts in beperkte mate voor motivering. Van cassatie verwacht ik dan ook geen succes. Een niet onbelangrijk bijkomend aspect is dat gedurende een cassatieprocedure in vergelijkbare gevallen de uitvoeringspraktijk in onzekerheid zal blijven verkeren over wat een juiste maatstaf voor afwaardering is. In verband hiermee heeft de Belastingdienst de tot dusver gehanteerde bewijsregel gewijzigd zodat deze regel nauw aansluit bij het oordeel van het Hof en de argumenten die door zowel de Belastingdienst als namens de belanghebbende naar voren zijn gebracht. Als resultaat hiervan hanteert de Belastingdienst voor lopende en nieuwe gevallen andere uitgangspunten dan tot nu toe is gedaan. Onder de hierna vermelde voorwaarden hoeft de precieze afwaardering als gevolg van een vervreemdingsverbod niet te worden gekwantificeerd en kan de werkgever uitgaan van een afwaardering volgens het hieronder opgenomen schema:

Vervreemdingsverbod	Marginale afwaardering	Cumulatieve afwaardering
1 volledig jaar	5,5%	5,5%
2 volledige jaren	4,5%	10%
3 volledige jaren	3,5%	13,5%
4 volledige jaren	2,5%	16%
5 volledige jaren	2,5%	18,5%

Hieraan is een aantal voorwaarden verbonden, bijvoorbeeld dat het moet gaan om beursgenoteerde aandelen. Zie voor de overige voorwaarden de genoemde beleidsregel.

221 Toelichting van de Staatssecretaris van Financiën, naar aanleiding van Hof Amsterdam 29 maart 2012, nr. 09/00340, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW1517, V-N 2012/52.19.

8.5 IH en samenhang met andere middelen

De problematiek betreffende natuurlijke personen in relatie tot PE is meestal niet geïsoleerd binnen één belastingmiddel, maar heeft samenhang met andere middelen.

De samenhang tussen de IH en de LH komt tot uitdrukking in vragen over de kwalificatie als loon of als lucratief belang. Bijvoorbeeld als het gaat om de verkrijging van lucratiefbelangaandelen door een werknemer. Deze kwalificatievragen worden regelmatig in een vooroverleg voorgelegd door adviseurs vanuit LH-perspectief. De ingenomen standpunten werken via artikel 3.81 van de Wet IB 2001 door naar de IH. Een ander overlappend issue is de toepassing van de gebruikelijk-loonregeling.

De samenhang tussen de IH en de S&E komt met name naar voren bij het schenken of plaatsen van aandelen of andere vermogensbestanddelen bij familieleden. Ook bij de bedrijfsopvolgingsfaciliteiten is er sprake van sterke samenhang tussen de IH en de bedrijfsopvolgingsfaciliteit in de SW 1956.

Met betrekking tot de samenhang tussen de IH en de Vpb zal er qua structurering gezocht worden naar een zo laag mogelijke samenhangende belastingdruk. Met name in lucratiefbelangsituaties maakt het qua belastingdruk nogal wat uit hoe een belang wordt gestructureerd. Als er sprake is van een belang van 5% of groter, zullen de belangen worden gestructureerd via het aanmerkelijk belang, waarbij zal worden gezocht naar de mogelijkheden om de deelnemingsvrijstelling te benutten. Bij een belang kleiner dan 5% zal de adviseur in eerste instantie zoeken naar mogelijkheden om deze belangen in box 3 te positioneren. Omdat het merendeel van de vermogensbestanddelen ook een arbeidselement in zich heeft, heeft de inspecteur verschillende mogelijkheden om de bestanddelen in box 1 te belasten. Het aanmerkelijk belang zal bij kleinere belangen zo veel mogelijk worden gemeden, tenzij sprake is van een lucratief belang; in dergelijke gevallen zal structurering via het aanmerkelijk belang leiden tot een box 2-belastingdruk in plaats van de progressieve heffing in box 1.

8.6 Samenvatting

Het voorgaande geeft een beeld van de problematiek die men kan tegenkomen bij natuurlijke personen die betrokken zijn bij een PE-structuur (zie onderdeel 8.2). De inkomensbestanddelen genoemd in onderdeel 8.3 kunnen aanleiding geven tot fiscale vraagstukken. De vraagstukken die kunnen opkomen zijn weergegeven in de onderdelen 8.3 en 8.4. Van belang om te onderkennen is dat er ook samenhang is met andere middelen (zie onderdeel 8.5).

9 Lucratief belang

In dit hoofdstuk beschrijven wij de lucratiefbelangregeling. Na het lezen ervan kent u het toepassingskader hiervoor en bent u in staat te onderkennen in welke gevallen de lucratiefbelangregeling al dan niet van toepassing is. Op hoofdlijnen bent u op de hoogte van de internationale aspecten van deze regeling.

9.1 Inleiding

Op 1 januari 2009 is de lucratiefbelangregeling[222] ingevoerd. Deze regeling is een reactie van de wetgever op het groeiende fenomeen van extreem hoge beloningen van managers van private equitymaatschappijen en het management van de portfolio-ondernemingen, vaak vormgegeven via carried interest(achtige) beloningen.[223] Carried interest is het recht van een manager op de mogelijke overwinst van een fonds, of de mogelijke overwinst van een targetvennootschap van een fonds. Vaak staat tegenover dit recht van de manager een relatief kleine investering. Zie onderdeel 3.2.9.

De lucratiefbelangwetgeving beoogt aandelen en andere vermogenstitels met een bepaalde leverage in de belastingheffing te betrekken. De werking van leverage bij PE is beschreven in onderdeel 3.4. In onderdeel 9.1.1 werken we de hefboomwerking bij carried interest uit aan de hand van een rekenvoorbeeld.

9.1.1 Rekenvoorbeeld carried interest

Voor een goed begrip van het fenomeen carried interest volgt in dit onderdeel een rekenvoorbeeld waarbij sprake is van managers die gewone aandelen houden met een hefboomwerking. In het voorbeeld wordt de hefboom gecreëerd door de verhouding vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen. In de praktijk komen complexere varianten voor. Zie bijlage B voor enkele case studies.

In het voorbeeld is sprake van een PE-fonds dat via een overnameholding een target koopt. Er zijn vijf managers in dienst van de target; zij participeren in de overnameholding door het houden van gewone aandelen. Omdat de aandelen feitelijk achtergesteld zijn bij de aandeelhoudersleningen die het PE-fonds heeft verstrekt, ontstaat een fors hefboomeffect.

Voorbeeld

In de praktijk ziet de balans (sterk verkort weergegeven) van de overnameholding (H BV) van een target company (T BV) er bijvoorbeeld als volgt uit:

Vennootschap H BV (overnameholding) op t=0			
Activa		**Passiva**	
Deelneming T	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 500.000
		Lening	€ 19.500.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

222 de Wijzigingswet Wet inkomstenbelasting 2001, enz. (belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen), hierna ook: Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen.

223 Zie Kamervragen van SP-Kamerleden Irrgang en Karabulut van 28 juni 2007 of een schoonmaakster meer belasting betaalt dan een private equity-manager, Handelingen II 2006/07, nr. 2258 en de Kamervragen van SP-leden Irrgang en Karabulut van 7 augustus 2007 of er in de praktijk over carried interest beloningen veelal niet het toptarief van 52% wordt geheven, Handelingen II 2007/08, nr. 519. Zie ook het Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, december 2007, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, tabel 1.3 op pagina 26.

Vennootschap T BV (target)			
Activa		**Passiva**	
Onderneming	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 20.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Overnameholding H BV financiert de aankoop van target T BV met een aandeelhouderslening van € 19.500.000 (rente 4%) en gewoon aandelenkapitaal ter grootte van € 500.000. Het gewone aandelenkapitaal bestaat uit 500 aandelen met een nominale waarde van € 1.000 per aandeel. De geschatte opbrengsten van target T BV zijn 1.000.000 per jaar en de rentekosten zijn € 780.000 per jaar. Deze worden jaarlijks bij de hoofdsom van de lening bijgeschreven en over de bijgeschreven rente wordt rente vergoed.

De lening van € 19.500.000 aan overnameholding H BV wordt verstrekt door het private-equityfonds[224] (shareholder loan). Daarnaast houdt het private-equityfonds 450 gewone aandelen (€ 450.000) en het management de resterende 50 aandelen (€ 50.000) van de target. Er zijn 5 managers in dienst van de target, die ieder een gelijk pakket[225] aandelen houden. Elke manager heeft dus 10 gewone aandelen met een nominale waarde van € 1.000 per aandeel. Het private-equityfonds financiert de overname van de target dus voor € 19.950.000 in de vorm van een shareholder loan en in de vorm van gewone aandelen (ordinary shares). Het management investeert voor € 50.000, uitsluitend in de vorm van gewone aandelen.

Stel dat de aandelen van targetvennootschap T BV na 5 jaar worden verkocht voor € 40.000.000 door overnameholding H BV.
Hoe gaat de verdeling van de opbrengst (waterfall) ad € 40.000.000 als gevolg van de verkoop van target T BV in zijn werk?

De opbrengst van € 40.000.000 wordt als volgt verdeeld:
1) € 19.500.000 aflossing shareholder loan
2) € 4.224.732 rente lening over 5 jaar
3) € 16.275.268 dividend ordinary shares

De slotbalans van overnameholding H BV na verkoop target T BV is dus:

Vennootschap H BV (na verkoop aandelen T BV) op t=5			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 40.000.000	Gewoon AK	€ 16.275.268
		Lening (incl. rente)	€ 23.724.732
Totaal	€ 40.000.000	Totaal	€ 40.000.000

Rendement op de gewone aandelen
Het rendement op de gewone aandelen H BV is:
- € 16.275.268 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop aandelen T BV) - € 500.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = € 15.775.268 (rendement).
- € 15.775.268 (rendement) / € 500.000 (investering) = € 31,550536 = 3.155%

Het rendement op de gewone aandelen H BV is dus 3.155% over 5 jaar: een superrendement!
De opbrengst per gewoon aandeel H BV is (€ 16.275.268 / € 500) = € 32.551.

224 of door aan het fonds gelieerde partijen.
225 In de praktijk verschillen de onderlinge verhoudingen.

Rendement op de gewone aandelen voor PE-fonds
Het rendement voor het private-equityfonds op de gewone aandelen H BV is:
- 450 aandelen × € 32.551 = € 14.647.950.
- € 14.647.950 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - € 450.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = € 14.197.950 (rendement).
- € 14.197.950 (rendement) / € 450.000 (investering) = € 31,551 = 3.155% rendement op de gewone aandelen H BV over een periode van 5 jaar voor de private-equitymaatschappij.

Rendement op de gewone aandelen voor de managers
Het rendement voor de managers op de gewone aandelen H BV is:
- 50 aandelen × € 32.551 = € 1.627.550.
- € 1.627.550 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - € 50.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = € 1.577.550 (rendement).
- € 1.577.550 (rendement) / € 50.000 (investering) = € 31,551 = 3.155% rendement op de gewone aandelen H BV over een periode van 5 jaar voor het management.

Het rendement van het management op de aandelen H BV is gemiddeld: $(32{,}6^{1/5}) = 2{,}01 - 1 = 100{,}7\%$ per jaar.
Het gemiddelde rendement per jaar (IRR, internal rate of return) is dus 100,7%.

Rendement private-equityfonds op de totale investering op H BV
Het totale rendement voor de private-equitymaatschappij op de verstrekte lening en gewone aandelen (= totale investering) tezamen over een periode van 5 jaar is:
- € 23.724.732 + € 14.647.950 = € 38.372.682 (totale opbrengsten lening en gewone aandelen).
- € 38.372.682 (totale opbrengsten lening en gewone aandelen) - (€ 19.500.000 + € 450.000) = € 19.950.000 (totale investering in lening en gewone aandelen) = € 18.422.682 (rendement);
- € 18.422.682 (rendement) / € 19.950.000 (investering) = 0,923 = 92,3% rendement over een periode van 5 jaar op de totale investering in H BV over een periode van 5 jaar voor het private-equityfonds.

Het rendement van het private-equityfonds op de totale investering is gemiddeld:
$(1{,}92^{1/5}) = 1{,}139 - 1 = 0{,}139$, ofwel 13,9% gemiddeld per jaar (want $1{,}139^5 = 1{,}92$).
De IRR van de totale investering voor het fonds is dus 13,9%.

Conclusie
Men zie dat het private-equityfonds genoegen neemt met een rendement van 92,3% over een periode van 5 jaar op zijn totale investering, terwijl de managers een rendement behalen van € 3.155% over eenzelfde periode van 5 jaar op hun totale investering (de carry). Dit verschil in rendement komt doordat het management uitsluitend participeert in de gewone aandelen van overnameholding H BV en niet ook in de leningen op overnameholding H BV. De participerende partijen delen dus niet evenredig in de winst van overnameholding H BV.

Uit dit voorbeeld blijkt dat het rendement op de investering van het management ruim 30 keer zo hoog is als dat van het private-equityfonds. Dit is het voordeel (de carry) dat het private-equityfonds laat aan het management. Dit voordeel kan alleen verklaard worden door de arbeid die de manager levert. De carried interest is in wezen een vergoeding voor de door de manager te verrichten of verrichte arbeid.

9.2 Historie, totstandkoming lucratiefbelangregeling

9.2.1 Wet Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen

Invoering Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen per 1 januari 2009
Per 1 januari 2009 is de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in werking getreden. Deze wet regelt de fiscale behandeling van excessieve vertrekvergoedingen (art. 32bb Wet LB 1964), excessieve backservicelasten (art. 32bc Wet LB 1964),[226] een technische aanpassing van artikel 10, vijfde lid, van de Wet LB 1964 en ten slotte de fiscale behandeling van carried interest(achtige) beloningen. Laatstgenoemde beloningsbestanddelen zijn met ingang van 1 januari 2009 expliciet als box 1-inkomen in de Wet IB 2001 gedefinieerd.

De Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen is onder meer een gevolg van de maatschappelijke en politieke ophef omtrent de riante bezoldiging van bestuurders van (beurs)vennootschappen, zeker voor wat betreft ontslagvergoedingen.[227]

Achtergrond totstandkoming Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen
Op bestuurdersbeloningen van in Nederland gevestigde beursvennootschappen is de Nederlandse Corporate Governance Code van toepassing. Corporate governance betekent zoveel als 'ondernemingsbestuur'. Ten aanzien van corporate governance in Nederland is in het begin van de 21e eeuw de commissie-Tabaksblat ingesteld.[228] Zij heeft op 9 december 2003 een rapport gepresenteerd met de titel Nederlandse Corporate Governance Code (CGC).

Naar aanleiding van aanbevelingen van de commissie-Tabaksblat is op 1 januari 2004 de gecodificeerde Nederlandse CGC in werking getreden. In een rapport[229] uit 2007 over de naleving van de Nederlandse CGC staat dat de CGC op het terrein van bestuurdersbeloningen relatief vaak niet werd toegepast. [230]

De conclusies van dit rapport waren voor het kabinet in 2007 een belangrijke aanleiding om de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in te voeren. Dit blijkt onder meer uit de memorie van toelichting van deze wet[231]. Het kabinet ziet twee mogelijkheden om bestuurdersbeloningen aan te pakken: de CGC beter naleven en excessieve beloningsbestanddelen (fiscaal) ontmoedigen.[232]

---

226 Inmiddels vervallen per 1 januari 2015 in verband met de aftopping van het fiscaal gefacilieerd pensioengevend salaris op €100.000.

227 De ophef die ontstond nadat topman Rijkman Groenink van ABN AMRO bij de overname van ABN AMRO in 2007 vertrok en als gevolg daarvan miljoenen verdiende met door hem uitgeoefende opties en de verkoop van aandelen, zeker nadat ABN AMRO in 2008 door de staat moest worden gered. Voormalig CEO van Numico J. Bennink verdiende op een dergelijke manier na zijn vertrek eveneens miljoenen bij de overname van Numico door Danone. Zie ook het Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2007, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, tabel 1.3 op pagina 26.

228 Officieel is de naam van de commissie: 'Commissie corporate governance'. Voorzitter van deze commissie was oud-Unilever-topman M. Tabaksblat.

229 Rapport van de Monitoring Commissie CGC.

230 Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code, december 2007, Monitoring Commissie Corporate Governance Code, tabel 1.3 op pagina 26.

231 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 1, MvT.

232 Inmiddels is met ingang van 1 januari 2013 in de publieke en semi publieke sector de Wet normering topinkomens van toepassing. Daarnaast is per 1 januari 2014 de clawbackregeling voor bestuurdersbonussen in werking getreden (art. 2:135 BW). Dit houdt in dat onder bepaalde voorwaarden de verkregen bonus van de bestuurder door de NV, of financiële instelling in de zin van art. 1:111 Wft, kan worden teruggevorderd. In hetzelfde wetsartikel uit het BW is geregeld dat de waardestijging van opties en aandelen van een bestuurder van een NV of financiële instelling (art. 1:111 Wft) als gevolg van een '*change in control*' van de vennootschap verrekend wordt met de bezoldiging van de bestuurder. Dit voorkomt dat een bestuurder een persoonlijk belang heeft bij een overname.

Doel van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen
Tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in de Tweede Kamer heeft de toenmalige minister van Financiën de doelen van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen aangegeven:[233]

> Wij willen met deze wetgeving drie doelen nastreven. Het eerste is gedragsverandering. Gedragsverandering zien wij voor een deel al bij aandeelhouders en bij commissarissen. Misschien verandert er ook iets als pensioenregelingen en vertrekvergoedingen worden aangepast. Als die niet aangepast worden, wil ik ten minste dat er meer belasting over betaald wordt dan tot vandaag de dag het geval is geweest. Dat brengt de eis van rechtvaardigheid met zich mee. Ten derde zeg ik de heer Tang na dat het belangrijk is dat de politiek laat zien dat dit soort excessen haar niet onverschillig laat, dat zij bereid is om normen te stellen en dat zij bereid is om met alle middelen die zij heeft, hoe beperkt die soms ook zijn, ook op dit punt initiatief te nemen en om andere partijen aan te spreken op hun verantwoordelijkheden.

Aantal belanghebbenden
De wetgever verwachtte dat er zo'n 1.000 à 2.000 personen zouden worden getroffen door de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen. Hij baseerde zich bij deze schatting op een steekproef van het CBS, een inventarisatie van (onderdelen) van inkomens van topbestuurders door de Vereniging van Effectenbezitters en informatie van de Belastingdienst. De voorgestelde maatregel zou met betrekking tot carried interest ongeveer 500 personen treffen, schatte de wetgever. Al deze schattingen zijn volgens de wetgever met enige onzekerheid omgeven.[234] De verwachting was dat de groep gezamenlijk op jaarbasis € 125 miljoen aan daadwerkelijk gerealiseerde rendementen zou ontvangen. Uitgaande van een toename van de effectieve belastingdruk als gevolg van deze regeling, werd de opbrengst ervan geraamd op € 25 miljoen per jaar. In de evaluatie van de lucratiefbelangregeling is omtrent de opbrengst het volgende opgenomen:[235]

> Het te belasten resultaat uit lucratief belang wordt niet afzonderlijk vastgelegd. Over de belastingopbrengsten van de regeling kan daarom geen totaalbeeld worden gegeven. Over het aantal belastingplichtigen dat jaarlijks aangifte doet van inkomen uit een lucratief belang zijn geen gegevens bekend. Wel kan op basis van gegevens van de Private Equity Groep van de Belastingdienst Amsterdam – de jaarlijkse stroom aan uitkeringen vanuit enkele grote fondsen van participatiemaatschappijen – worden bevestigd dat het ten minste moet gaan om enkele tientallen miljoenen euro's per jaar.

Evaluatie Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen
De regering vindt het moeilijk vooraf te zeggen of met de maatregelen de gewenste gedragsaanpassing zal worden bereikt. Het kabinet is gevraagd om de werking van de wet, en specifiek ook de carried-interestmaatregel, na een aantal jaar te evalueren. In de evaluatie van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen is over de werking van de lucratiefbelangregeling het volgende opgemerkt:[236]

> Lucratieve belangen laten zich maar moeilijk vangen in een specifieke inkomenscategorie omdat zij zich op het grensvlak van inkomen en beleggen bevinden, terwijl het verschil in heffingsregime aanzienlijk is. Het doel van de heffing over lucratieve belangen is zoals gezegd gelegen in een transparanter en evenwichtiger heffing. Gelet op het feit dat sinds de invoering de aard van het voordeel en de grondslag van de heffing wettelijk is vastgelegd, kan gezegd worden dat de beoogde transparantie bereikt is.

233 Handelingen II 2007/08, 107-7868.
234 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 7, NV.
235 Brief van de staatssecretaris van Financiën aan de Eerste Kamer van 20 september 2016, nr. 2016-0000154751, bijlage 1, Evaluatie Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen.
236 Brief van de staatssecretaris van Financiën aan de Eerste Kamer van 20 september 2016, nr. 2016-0000154751, bijlage 1, Evaluatie Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen.

De regeling heeft een belangrijke functie bij het belasten van carried interestregelingen, ook omdat economisch vergelijkbare situaties er onder vallen. Naar het oordeel van de Belastingdienst werkt de wettelijke regeling goed en voorziet ook in een behoefte nu de voorafgaand aan de invoering benodigde discussies over de toepasselijke inkomenscategorie achterwege kunnen blijven. Wel zijn ook na invoering van deze regeling nog enkele technische vraagstukken blijven bestaan.

De vaste commissie voor Financiën heeft naar aanleiding van deze evaluatie op 24 november 2016 nog een aantal vragen en opmerkingen voorgelegd aan de staatssecretaris van Financiën.

9.2.2 Belastingheffing over carried interest vóór 1 januari 2009

Vóór de invoering van de lucratiefbelangwetgeving per 1 januari 2009 stonden de inspecteur verschillende wettelijke mogelijkheden ter beschikking om carried interest in de heffing te betrekken. In de praktijk liep men echter tegen een aantal punten aan die het lastig maakten om carried interest in de heffing te betrekken.

Waarderingsperikelen 'up front'

Beloningen in de vorm van carried interest zijn niet altijd gemakkelijk vooraf ('up front') te waarderen, omdat de toekomstige kasstromen en disconteringsvoet op het moment van toekennen moeilijk zijn vast te stellen.[237] Soms zijn de voorwaarden van de distributiewaterval (zie onderdeel 3.2) van de toekomstige opbrengsten van de verschillende vermogensbestanddelen in een vennootschap zo ingewikkeld vastgesteld, dat de contante waarde van die verschillende vermogensbestanddelen niet eenvoudig is vast te stellen.

In het verleden werd de contante waarde van de investering van de manager in de carried interest (achteraf gezien) soms op een te lage waarde vastgesteld. Nadat het PE-fonds de target na enkele jaren met een enorme winst had verkocht, werden de gewone aandelen (de carry) in de overnamehoudster van de managers eveneens met een zeer grote winst verkocht. Achteraf bezien bleek de waarde op het moment van toekennen van de carriedaandelen te laag te zijn vastgesteld, waardoor de behaalde vermogenswinsten voor de managers niet of nauwelijks in de belastingheffing waren betrokken.[238]

Disproportioneel rendement: vergoeding voor arbeid of vergoeding voor kapitaal?

Bij carried-interestachtige beloningen is sprake van vermogensrechten waarbij gebruik wordt gemaakt van het hefboomeffect. In het rekenvoorbeeld in onderdeel 9.1.1 wisten de managers een rendement van 3.155% te behalen over een periode van 5 jaar. Het rendement van 3.155% over 5 jaar is in ieder geval disproportioneel. Het disproportionele gedeelte van het rendement van 3.155% over een periode van 5 jaar is niet aan te merken als een vergoeding voor kapitaal (box 3). Het moet wel een vergoeding voor iets anders zijn. In de meeste gevallen vormt dit rendement een vergoeding voor door de manager verrichte arbeid (box 1).

237 In hoeverre dit lastig is hangt overigens, onder meer, af van de ondernemingssector.

238 Ervan uitgaande dat sprake is van een box 3 investering van de managers werd de (lage vastgestelde) waarde van de aandelen effectief belast tegen een tarief van 1,2% per jaar. Zie ook iets verderop in dit onderdeel.

De (adviseurs van de) managers van de target stelden zich op het standpunt dat in het geval van een exit de opbrengsten van de gewone aandelen in de overnamehoudster belast waren in box 3 (sparen en beleggen). Nadat de kapitaaldeelname immers bij de aanvang als loonbestanddeel was belast (of had moeten worden belast), verliet deze de loonsfeer en belandde in box 3. Ook stelden zij zich op het standpunt dat de waarde in het economische verkeer van de verkregen gewone aandelen in de overnamehoudster niet hoger was dan de nominale waarde van de aandelen. Immers, de prijs die het PE-fonds voor de target(vennootschap) had betaald, was een zakelijke prijs (onafhankelijke derdenprijs). De verschillende onderdelen van de financiering van de overnamehoudster die nodig was om de targetvennootschap te kunnen verwerven, moesten dan (in de optiek van de adviseurs) ook wel zakelijk zijn.[239] De jaarlijkse waarde van de gewone aandelen in de overnamehoudster en de verkoopopbrengst van deze aandelen zouden dan belast zijn tegen het (lage) box 3-tarief van effectief 1,2% per jaar. Zeker als de aandelen binnen een paar jaar weer worden verkocht, is dit een uiterst gunstig tarief. Op het moment dat de inspecteur ermee instemde dat de waarde van de gewone aandelen van de managers in de overnamehoudster niet hoger was dan de nominale waarde, was er op het instapmoment geen loonvoordeel te belasten. De gewone aandelen kwamen in box 3 terecht en het rendement over de waardeaangroei werd slechts belast in box 3.

In voorkomende gevallen nam de inspecteur het standpunt in dat de waarde van de verkregen gewone aandelen tegen de nominale waarde te laag was. De inspecteur stelde dan een looncorrectie vast, omdat door de financiering van de overnamehoudster aandelen voor de managers waren ontstaan met een enorm opwaarts potentieel (rendement). Dit was naar de mening van de inspecteur niet zakelijk. Het super-rendement werd gecorrigeerd naar een normaal, zakelijk, geacht rendement. Als gevolg van het corrigeren naar een normaal, zakelijk, rendement werd de waarde in het economische verkeer van de gewone aandelen van de managers hoger vastgesteld en als loonbestanddeel in de heffing betrokken. De contante waarde van de toekomstige opbrengsten (die gelijk is aan de waarde in het economische verkeer) van de gewone aandelen was dan veel hoger dan de door de managers betaalde nominale waarde. Het verschil tussen de contante waarde van de toekomstige opbrengsten van de gewone aandelen en de nominale waarde vormde loon voor de managers. Dit loonstandpunt van de inspecteur was dus tegengesteld aan het standpunt van belastingadviseurs dat alle onderdelen van de financiering van de overnamehoudster geacht werden zakelijk te zijn. In de praktijk was de met het loonstandpunt gepaard gaande waarderingsdiscussie lastig.

Als de inspecteur wel akkoord ging met de stelling dat de nominale waarde van de gewone aandelen van de managers de waarde in het economische verkeer vertegenwoordigde, stelde hij soms dat de uiteindelijke verkoopopbrengst van de gewone aandelen in de overnamehoudster voor de managers in feite een (verkapte) arbeidsbeloning was. Deze verkapte arbeidsbeloning viel dan in box 1 als loon uit dienstbetrekking (of als resultaat uit overige werkzaamheden).[240] Dit hoge rendement kon behaald worden omdat de waarde in het economische verkeer van de gewone aandelen in de overnamehoudster, achteraf bezien, te laag was vastgesteld. Het feitelijk gelopen risico op de investering bleek dus in veel gevallen lager dan waar vooraf bij de waardering rekening mee was gehouden. Dat het feitelijk gelopen risico te laag was en de uitkering op de gewone aandelen in wezen een arbeidsbeloning was, moest de inspecteur wel aannemelijk maken. Het genietingsmoment van de toegekende aandelen lag echter soms al op het moment van toekenning, zodat heffing op het moment van realisatie niet meer mogelijk was.

Uit het voorgaande volgt dat in de praktijk de resultaten behaald met carried-interestrechten zowel op het aanvangs- als het realisatie(uitkerings)moment feitelijk nauwelijks belast konden worden in box 1.

239 De financiering van de overnamehoudster bestaat uit eigen vermogen (gewone aandelen en/of preferente aandelen) en vreemd vermogen (aandeelhoudersleningen en externe leningen).

240 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 6-7, NNV.

Uitvoeringspraktijk voor 1 januari 2009
De door de inspecteur en belastingadviseurs ingenomen stellingen op dit punt zijn nooit ten principale uitgeprocedeerd. In het kader van vooroverleg werd regelmatig een compromis gesloten, gezien de grote financiële consequenties en een voor beide partijen ongewisse uitkomst van een fiscale procedure. Dit compromis (het 'Amsterdamse model') hield in dat de managers een aanmerkelijkbelangpositie creëerden, zodat de aandelenopbrengst belast was in box 2 tegen een tarief van 25%. Onderdeel van het compromis was een dooruitdelingsverplichting: de managers moesten de in de bv genoten voordelen doorstoten naar privé.

Invoering van het lucratiefbelangregime per 1 januari 2009
Het Amsterdamse model is door de wetgever in grote lijnen gecodificeerd in de artikelen 3.92b van de Wet IB 2001 en 3.95b van de Wet IB 2001, onder de naam 'lucratief belang'. Met deze wetgeving is duidelijk dat dergelijke regelingen als inkomen uit werk en woning (box 1) belast worden en wel op het moment van realisatie van de voordelen. Mits juist gestructureerd, zijn deze posities vervolgens effectief belast als inkomen uit aanmerkelijk belang tegen een tarief van 25%.

9.2.3 Doel en strekking van de lucratiefbelangregeling

Achtergrond van de lucratiefbelangregeling is dat aan bepaalde groepen werknemers en managers vermogensbestanddelen worden verstrekt:[241]

> waarbij kenmerkend is dat rendementen kunnen worden behaald die in geen verhouding staan tot het geïnvesteerde kapitaal en/of het feitelijk op de investering gelopen risico; veelal zijn 'hefboom-mechanismen' ingebouwd, waardoor zeer hoge rendementen kunnen worden behaald.

Het te behalen rendement is disproportioneel te noemen ten opzichte van het door de manager geïnvesteerde bedrag en/of het te lopen risico. Het disproportionele gedeelte van het rendement is dan in feite een beloning voor arbeid en niet voor kapitaal.

Dit is dan ook het doel van de lucratiefbelangregeling: beloningen die gepresenteerd worden als een vergoeding op kapitaal, maar feitelijk (mede) een te verwachten beloning zijn voor verrichte arbeid, worden door de lucratiefbelangregeling als opbrengst van arbeid (te belasten in box 1) aangemerkt.

Art. 3.92b Wet IB 2001: codificatie van de hefboom
De voorwaarden van een lucratief belang staan genoemd in artikel 3.92b van de Wet IB 2001. In dit artikel heeft de wetgever de hiervoor omschreven leverage gevat in een wettelijke definitie. Een vermogensbestand-deel dat voldoet aan de eisen van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 wordt *geacht* lucratief te zijn. Een betere wettelijke definitie van een lucratief belang, dan wel een excessief rendement, is volgens de wetgever niet haalbaar: [242]

> verdergaande precisering van normaal en excessief rendement [is] niet mogelijk [..], mede omdat dit zou leiden tot ontwijkgedrag door belanghebbenden. Alsdan zou immers op betrekkelijk eenvoudige wijze de grens kunnen worden opgezocht van het gedefinieerde normaal rendement.

241 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 6 en pag. 20, NV.
242 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 10, NNV.

Artikel 3.92b van de Wet IB 2001 trekt voor een (vermogens)recht dus de grens tussen wat een (gedeeltelijke) vergoeding voor arbeid *geacht* wordt te zijn (excessief rendement: box 1) en een vergoeding op uitsluitend kapitaal (normaal, zakelijk, rendement: box 2 of box 3). Als sprake is van een opbrengst met daarin begrepen een excessief rendement in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001, wordt de gehele opbrengst belast als arbeidsinkomen, dus ook de vergoeding die ziet op investering van kapitaal.[243]

Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat vermogensbestanddelen waaraan in het geheel geen bijzondere voorwaarden en condities als hefboomstructuren of leaver-bepalingen kleven, niet door de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen worden getroffen.[244] Een potentieel excessief rendement is dan niet aanwezig. In dergelijke gevallen is de lucratiefbelangregeling niet van toepassing.[245] Zie verder onderdeel 9.4.3.2.

Geen splitsing in een normaal rendement en het overrendement

Bij de totstandkoming van de lucratiefbelangregeling was de VVD van mening dat het bij de ratio van de lucratiefbelangregeling zou passen een splitsing aan te brengen tussen een, naar objectieve maatstaven vast te stellen, zakelijk rendement en een deel van het totale rendement dat verband houdt met arbeid (het disproportionele gedeelte van het totale rendement).[246] Het kabinet heeft deze visie niet overgenomen en noemt daarvoor twee argumenten:

– De door het kabinet gekozen benadering past het best in het stelsel van de Wet IB 2001, waarbij waardestijgingen van vermogensbestanddelen als gevolg van arbeid in box 1 worden belast. Vergelijk de inkomsten van een ondernemer. Ook bij hem wordt geen splitsing aangebracht tussen het gedeelte van de inkomsten dat verband houdt met arbeid en het gedeelte dat verband houdt met kapitaal.
– Het naar objectieve maatstaven vast te stellen normale, zakelijke rendement is zeer moeilijk. Hierbij moet het risico van het vermogensbestanddeel bepaald worden en daarnaast de risico's van bijkomende voorwaarden en condities. Als deze risico's zijn bepaald, zou het zakelijke rendement moeten worden vastgesteld voor het lopen van deze risico's. In theorie kan dit rendement worden gevonden door te kijken wat voor rendement in de markt wordt vergoed voor de aanwezigheid van deze risico's. Vaak zijn dergelijke marktgegevens echter niet voorhanden, zodat in de praktijk een zakelijk rendement niet is vast te stellen. Lastige waarderingsdiscussies zouden dan het gevolg zijn.

243 Volgens de Staatssecretaris houdt het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen rekening met eventuele elementen van een vergoeding op geïnvesteerd kapitaal door de mogelijkheid van een heffing in box 2 te geven. Handelingen II 2007/08, 107-7869.

244 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 10, NNV.

245 Vergelijk de opmerking van de Staatssecretaris tijdens de behandeling van het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in de Eerste Kamer: *Bij dit wetsvoorstel gaat het om instrumenten die zijn voorzien van een lucratief hefboommechanisme, of andere lucratieve bijzondere voorwaarden en condities. Er moet als het ware iets excessiefs in zitten.* Handelingen I 2007/08, 13-616.

246 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 7, VV vaste commissie voor Financiën, en Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 11, MvA.

Als sprake is van een lucratief belang wordt dus de gehele opbrengst belast als resultaat uit overige werkzaamheden (box 1), ook de opbrengst die verband zou houden met normaal beheren van kapitaal. Er vindt daarom (net als bij ondernemers en andere ROW-bestanddelen) in de belastingheffing geen splitsing plaats tussen een objectief gezien normaal, zakelijk rendement en het disproportionele deel van het totale rendement.[247] In een verliessituatie speelt het verlies zich ook in zijn geheel in box 1 af.[248]

Wetgever heeft gekozen voor heffing via de IH

De wetgever heeft ervoor gekozen de rendementen die behaald worden met lucratieve vermogensbestanddelen niet in de loonbelasting te belasten, maar uitsluitend in de inkomstenbelasting. Als redenen hiervoor worden genoemd dat:

- managers niet altijd in loondienst werkzaam zijn of,[249]
- als er wel een dienstverband is, niet altijd aannemelijk kan worden gemaakt dat de werkgever op de hoogte is van het door de werknemer verkregen vermogensbestanddeel.[250]

9.3 Rangorde

In dit onderdeel gaan we eerst in op de rangorderegeling in de Wet IB 2001 in relatie tot het lucratief belang. Daarna werken we de verhouding tussen de heffing als loonbestanddeel en de heffing in het resultaat uit overige werkzaamheden als lucratief belang nader uit.

9.3.1 Rangorderegeling in relatie tot lucratief belang

De algemene werking van de rangorderegeling van artikel 2.14 van de Wet IB 2001 is uiteengezet in het onderdeel 8.4.1. Artikel 2.14, eerste lid, van de Wet IB 2001 bepaalt dat als een voordeel op grond van meer dan één hoofdstuk, afdeling of paragraaf als bestanddeel, al dan niet vrijgesteld, van een van de belastbare inkomens zou kunnen worden aangemerkt, het voordeel uitsluitend op grond van het als eerste opgenomen hoofdstuk, of de als eerste opgenomen afdeling of paragraaf aangemerkt wordt als bestanddeel van het desbetreffende belastbare inkomen.

Artikel 2.14, tweede lid, van de Wet IB 2001 regelt dat vermogensbestanddelen die inkomen uit werk en woning dan wel aanmerkelijk belang genereren, niet (nogmaals) in aanmerking kunnen worden genomen bij de bepaling van het belastbare inkomen uit sparen en beleggen.

In het geval van verwerving van een vermogensbestanddeel als een aandeel of vordering moet dus eerst beoordeeld worden of sprake is van box 1-inkomen, vervolgens box 2-inkomen en daarna als box 3-vermogensbestanddeel.

247 Verderop in dit hoofdstuk zullen we echter zien dat van het totale te verwachten rendement op een (vermogens)recht toch een zekere splitsing zal moeten worden gemaakt tussen een, objectief bezien, zakelijk rendement en een excessief rendement. Niet om beide delen apart in de belastingheffing te betrekken, maar om vast te kunnen stellen of de met de vermogensrechten behaalde voordelen (mede) een beloning voor werkzaamheden zijn. Uitsluitend in het geval dat sprake is van een *disproportioneel* deel van een rendement en er werkzaamheden werden of (zullen) worden verricht, kan gesproken worden van (mede) een beloning voor werkzaamheden.

248 Tenzij sprake is van een aanmerkelijkbelangpositie, zie art. 3.95b lid 4, Wet IB 2001.

249 De wetsgeschiedenis geeft hierbij als voorbeeld: zelfstandig werkzame adviseurs of werknemers van financiers.

250 Zie bijvoorbeeld HR 1 november 2000, nr. 361, ECLI:NL:HR:2000:AA7993, BNB 2001/82.

Concreet betekent dit voor een lucratief belang het volgende. Op het moment van verstrekken moet beoordeeld worden of de lucratieve vermogensbestanddelen aan te merken zijn als winst uit onderneming, loon uit dienstbetrekking, resultaat uit overige werkzaamheden ('gewoon' ROW, TBS of lucratief belang), of reguliere of vervreemdingsvoordelen uit aanmerkelijk belang. Is van deze inkomens'bronnen' geen sprake (meer), dan komt men toe aan belastingheffing in box 3. Voor het lucratief belang moet worden opgemerkt dat een voordeel dat eerst als loon in de heffing is betrokken daarna wél alsnog als lucratief belang in de heffing moet worden betrokken.

Winst uit onderneming – lucratief belang

In de praktijk zal het enkel houden van een pakket lucratieve vermogensbestanddelen niet snel als winst uit onderneming zijn aan te merken, omdat voor de betrokken aandeelhouder doorgaans geen sprake is van een duurzame organisatie van arbeid en kapitaal.

De Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (NOB) heeft bij de totstandkoming van de lucratiefbelangwetgeving bepleit de regeling toe te voegen aan het regime voor winst uit onderneming in plaats van aan het resultaat uit overige werkzaamheden. Die plaatsing zou volgens de Orde 'veel meer recht doen aan het risicoprofiel van deze groep', waaraan de Orde toevoegt dat 'men zich ook in hun persoonlijke beleving veeleer ondernemer voelt'. De regering heeft hierover opgemerkt dat plaatsing van de lucratieve belangen in het regime van resultaat uit overige werkzaamheden, mede gezien de werking van de rangorderegeling, niet uitsluit dat het lucratief belang wordt belast ingevolge het – in deze rangorderegeling eerder genoemde – regime van winst uit onderneming. Daarbij kan worden gedacht aan het ook door de Raad van State aangehaalde leerstuk van 'het grootkoopmanschap'. Als die – weliswaar vrij uitzonderlijke – situatie van het grootkoopmanschap van toepassing is, is inderdaad sprake van winst uit onderneming.[251]

De regering ziet voor lucratieve belangen dus slechts een plaats in het regime winst uit onderneming als sprake is van het zogeheten grootkoopmanschap. Dat zal zich slechts in uitzonderingsgevallen voordoen. Uit de over grootkoopmanschap gewezen arresten[252] is af te leiden dat in bepaalde gevallen sprake is van een afzonderlijke onderneming die de activiteiten en bezittingen van een dga overkoepelt, los van de activiteiten van zijn vennootschappen.

Gelet op de conclusies in onderdeel 6.3 ten aanzien van PE en ondernemen valt evenwel niet uit te sluiten dat een door een natuurlijk persoon gehouden pakket aandelen een onderneming vormt, als men tot de conclusie komt dat het betreffende PE-fonds een onderneming drijft. We verwijzen naar onderdeel 6.3.

Lucratieve aandelen als (verplicht) ondernemingsvermogen

Ook kan voor IB-ondernemers nog de discussie spelen dat lucratieve vermogensbestanddelen al dan niet verplicht tot het ondernemingsvermogen moeten worden gerekend. Aan belastbaarheid op grond van het lucratief belang komt men dan niet meer toe. Zie onderdeel 8.4.3 voor een voorbeeld waarbij lucratieve aandelen mogelijk tot het verplicht ondernemingsvermogen moeten worden gerekend.

251 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.6, pag. 26-27, NV.

252 Zie onder meer HR 13 maart 1968, nr. 15 854, ECLI:NL:HR:1968:AX6013, BNB 1968/105 en HR 8 maart 1978, nr. 18 671, ECLI:NL:HR:1978:AX3025, BNB 1978/87.

Loon uit dienstbetrekking – lucratief belang

De verkregen lucratieve vermogensbestanddelen kunnen loon uit dienstbetrekking vormen (loon in natura) als de werknemer minder betaalt voor de vermogensbestanddelen dan de waarde in het economische verkeer daarvan. Het genietingsmoment is het moment waarop het onvoorwaardelijke recht op levering van de vermogensbestanddelen ontstaat.[253] Dit moment kan dus vóór het daadwerkelijke verstrekkingsmoment van de vermogensbestanddelen gelegen zijn. In dit rapport wordt veelvuldig de term 'verstrekken' gebruikt, conform het spraakgebruik. Aangezien er tussen het tijdstip waarop het onvoorwaardelijk recht op levering ontstaat en het moment waarop de vermogensbestanddelen worden verstrekt geen, of niet veel, tijd zit, is dit onderscheid in de praktijk vaak niet relevant.[254] Vandaar dat in de praktijk de kortere, makkelijkere term, 'verstrekken' wordt gebruikt. Realiseert u zich echter dat het moment waarop het onvoorwaardelijke recht op levering van de vermogensbestanddelen ontstaat het fiscale genietingsmoment is.

Op het moment van verstrekken kunnen de lucratieve vermogensbestanddelen naast loon uit dienstbetrekking, ook een lucratief belang vormen in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 (resultaat uit overige werkzaamheden). Op grond van de rangorderegeling wordt het voordeel van een tegen een lagere prijs dan de waarde in het economische verkeer verkregen aandeel uitsluitend belast als loon uit dienstbetrekking. Daarna verschuift het vermogensrecht naar de resultaatsfeer als lucratief belang, waarbij op grond van artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001 rekening mag worden gehouden met het bedrag waarover ter zake van de verkrijging is geheven.

Als in de loonsfeer bij de waardering van het vermogensbestanddeel over alle goede en kwade kansen is geheven, zou de stelling kunnen worden ingenomen dat daarna geen sprake meer is van een beloning voor werkzaamheden, omdat bij de bepaling van de waarde in het economische verkeer al met het beloningsaspect rekening is gehouden. Gesteld zou dan kunnen worden dat geen sprake meer kan zijn van een lucratief belang, omdat het oogmerk van belonen voor werkzaamheden ontbreekt. Toch was het de uitdrukkelijke bedoeling van de wetgever om, hoewel in de loonsfeer de waarde in het economische verkeer van het vermogensbestanddeel is vastgesteld, het vermogensbestanddeel in de lucratiefbelangheffing te betrekken.

Bij de totstandkoming van de lucratiefbelangwetgeving is over deze systematiek van artikel 2.14 van de Wet IB 2001 opgemerkt:[255]

> De artikelen 3.92b en 3.95b Wet IB 2001 stroken met deze rangorderegeling door alleen een lucratief belang in het resultaat te betrekken, ingeval het belang het loonregime heeft verlaten. (...) Voor de bepaling van het resultaat uit een werkzaamheid staat op de openingsbalans het aandeel te boek op de historische kostprijs, vermeerderd met het bedrag waarover inkomstenbelasting ter zake van de aankoopkorting is geheven; in dit geval dus op de waarde in het economische verkeer ten tijde van het verlaten van de loonsfeer. De dividenden die vanaf dat moment worden genoten, vallen onder het resultaatregime. Daarvoor is irrelevant dat bij de waardering van de waarde in het economische verkeer van het aandeel ten tijde van het genieten van de aankoopkorting, in die waardering een schatting is verwerkt van toekomstige dividenden. Op het moment dat het aandeel wordt verstrekt, wordt met andere woorden 'de stam' belast. Dit laat onverlet dat vervolgens belastingheffing in het resultaatregime plaatsvindt over 'de vruchten'. De vruchten vormen immers juridisch gezien een ander object van heffing dan de stam. Op dezelfde wijze als boven beschreven werkt de rangorderegeling uit voor vorderingen, rechten en schulden als bedoeld in artikel 3.95b Wet IB 2001.

253 HR 30 juni 1999, nr. 34 325, ECLI:NL:HR:1999:AA2812, BNB 1999/334.
254 In theorie kunnen er tussen deze twee momenten waardemutaties optreden.
255 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 16-17, MvT.

En:[256]

> Het is juist dat het uitgangspunt dat mede sprake moet zijn van een beloning voor werkzaamheden niet wijzigt indien in het verleden in de loonsfeer is afgerekend over het verschil in prijs over deze aandelen, vorderingen of andere rechten die voor een prijs onder de marktwaarde zijn verworven. Is het voor het overige een 'normaal aandeel', waarbij dus aan het aandeel geen bijzondere voorwaarden en condities meer kleven, dan is vervolgens geen sprake van een aandeel met een rendement dat mede een beloning beoogt te zijn voor de werkzaamheden van de belastingplichtige.

En tot slot:[257]

> (...) De leden van de fractie van het CDA vragen in dat verband of het juist is om het houden van een winstdelende vordering door een werknemer als lucratief belang aan te merken, nu bij de toekenning het beloningselement als loon uit dienstbetrekking – mogelijk- in de heffing betrokken is. (...) Bij de toekenning van een winstdelende vordering moet niet alleen de toekomstige waarde van de onderneming juist worden geschat, maar ook het effect van alle voorwaarden en condities op de uiteindelijke uitkeringsstroom die toekomt aan de belastingplichtige. De uitkomst van een dergelijk waarderingsvraagstuk doet vaak – na discussie daarover tussen de belastingplichtige en de inspecteur – geen recht aan het werkelijke verloop van de waarde van de winstdelende vordering.

Gesteld zou kunnen worden dat door deze toelichting een inbreuk wordt gemaakt op de bedoeling van de rangorderegeling dat eenzelfde voordeel niet meerdere malen in de heffing kan worden betrokken.

Men kan deze uitleg van de rangorderegeling bekritiseren op het punt van de aanvullende heffingsmogelijkheid op het moment dat het aandeel reeds met alle goede en kwade kansen in de loonsfeer belast is, maar naar de uitdrukkelijke bedoeling van de wetgever is een aanvullende heffingsmogelijkheid in de lucratiefbelangsfeer mogelijk.

De conclusie is dan ook dat het lucratiefbelangvoordeel eerst in de loonsfeer en daarna in de ROW-sfeer wordt belast. De wetgever heeft dit bij de totstandkoming van de lucratiefbelangwetgeving uitdrukkelijk zo beoogd. In onderdeel 9.3.2 werken we de verhouding heffing als loonbestanddeel en lucratief belang nader uit.

Meer dan normaal vermogensbeheer – lucratief belang

Vóór de inwerkingtreding van de lucratiefbelangwetgeving werd ook wel gesteld dat de voordelen uit carried interest belastbaar waren op grond van artikel 3.90 juncto artikel 3.91, eerste lid, letter c, van de Wet IB 2001. Bij de totstandkoming van de lucratiefbelangregeling is hierover het volgende opgemerkt:[258]

> De leden van de fractie van de VVD vragen of carried interest beloningen onder de huidige jurisprudentie en wetgeving niet al onder resultaat uit overige werkzaamheid vallen. De leden van de VVD-fractie vervolgen met de opmerking dat tenslotte bij private equity managers er wel degelijk sprake is van inspanning om een bovengemiddeld resultaat te behalen, waarbij soms geen tot weinig risicodragend kapitaal wordt verstrekt. Volgens deze leden verhindert de manier van vormgeven van deze beloningen echter een aanpak en het wetsvoorstel pakt dit wel aan. De leden van de VVD-fractie zien op zichzelf niet zoveel bezwaren tegen deze gedachte.

256 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 27, MvA.
257 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 10, MvA.
258 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.6, pag. 26, NV.

De regering reageerde hierop als volgt:

> Wij onderschrijven deze analyse van de VVD-fractie. De problematiek rond het resultaat uit overige werkzaamheden is ook een van de achtergronden voor de invoering van het regime voor ‹lucratieve belangen›. De jurisprudentie voor het resultaat uit overige werkzaamheden, met inbegrip van de werkzaamheden die uitgaan boven normaal vermogensbeheer, en de jurisprudentie van de voormalige inkomsten uit andere arbeid geven de inspecteur wel mogelijkheden om bijvoorbeeld een voordeel uit voorkennis van een werknemer ten aanzien van zijn belangen in de vennootschap waar hij werkzaam is of een meeromvattend geheel aan werkzaamheden, bestaande uit aankoop van aandelen, het tot stand brengen van een waardevermeerdering en het realiseren van een waardevermeerdering door verkoop van deze aandelen, in box 1 te belasten. De bewijslast in deze rust echter op de inspecteur en het hangt zeer af van de feiten en omstandigheden of daaraan voldaan wordt.

De visie van de regering is dus dat een voordeel uit carried interest in (slechts) uitzonderingsgevallen belastbaar kan zijn als resultaat uit overige werkzaamheden in de zin van artikel 3.90 juncto artikel 3.91, eerste lid, letter c, van de Wet IB 2001. Deze situaties kunnen zich ook na inwerkingtreding van de lucratief-belangwetgeving blijven voordoen, maar zullen een uitzondering vormen. Zo kan worden gedacht aan bijzondere vormen van (voor)kennis of het gebruikmaken van deskundigheid, ervaring en relaties.
De bewijslast van deze feitelijke kwesties rust op de inspecteur. Zie voor een verdere bespreking van artikel 3.90 juncto artikel 3.91, eerste lid, letter c van de Wet IB 2001 onderdeel 8.4.5.

Terbeschikkingstellingsregeling – lucratief belang
In de praktijk kan ook een samenloop plaatsvinden tussen de terbeschikkingstellingsregeling van artikel 3.92, tweede lid, onderdeel a van de Wet IB 2001 en de lucratiefbelangregeling. Als de manager een aanmerkelijk belang heeft in een vennootschap en daarnaast een vordering op deze vennootschap, valt deze vordering onder de terbeschikkingstellingsregeling (art. 3.92, lid 2, onderdeel a, ten eerste, Wet IB 2001). Een dergelijke vordering kan eveneens een lucratief belang vormen. De terbeschikkingstellings-regeling wordt eerder genoemd (art. 3.92 Wet IB 2001) dan de lucratiefbelangregeling (art. 3.92b Wet IB 2001). De vordering zal dan moeten worden afgewikkeld onder de terbeschikkingstellingsregeling, gezien de tekst van artikel 2.14 van de Wet IB 2001.

Zie voor uitgewerkte voorbeelden en een verdere analyse van de TBS-regeling in relatie tot (lucratieve) vermogensrechten onderdeel 8.4.5.

Aanmerkelijk belang – lucratief belang
Bij de totstandkoming van de lucratiefbelangwetgeving hebben de leden van de VVD-fractie gevraagd of de regering een kwalificatie als fictief aanmerkelijk belang heeft overwogen. De regering reageerde hierop als volgt:[259]

> Verschillende mogelijkheden zijn overwogen, voordat tot de huidige vormgeving van de regeling gekomen is. Er is niet gekozen voor een fictief aanmerkelijk belang, omdat het realisatiemoment van de lucratieve belangen dan te zeer naar de toekomst doorgeschoven zou kunnen worden.

259 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.6, pag. 26, NV.

Indirect (dus via een vennootschap waarin men een aanmerkelijk belang houdt) gehouden lucratiefbelangposities vormen een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 en worden in beginsel afgewikkeld in box 1. Vanwege de rangorderegeling komt heffing in box 2 niet meer aan de orde. Als gebruik wordt gemaakt van de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid van de Wet IB 2001 wordt heffing in box 1 teruggenomen en wordt het lucratief belang afgewikkeld in box 2. Omdat de onmiddellijk gehouden aandelen in de houdster geen lucratiefbelangaandelen zijn, wordt de heffing in de aanmerkelijkbelangsfeer niet door de rangorderegeling belet. De middellijk genoten voordelen worden aan de resultaatgenieter toegerekend. De onmiddellijk genoten voordelen worden in het aanmerkelijk belang belast, omdat artikel 3.92b van de Wet IB 2001 via artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 terugtreedt. Zou minder dan 95% van de in het vijfde lid van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 bedoelde voordelen in het desbetreffende kalenderjaar worden uitgekeerd, dan zou er zowel geheven kunnen worden in box 1 als in box 2. Dat er sprake kan zijn van samenloop van lucratiefbelangheffing en aanmerkelijkbelangheffing en daarmee van een 'overkill' in de lucratiefbelangwetgeving, is bij de inwerkingtreding van deze wetgeving in de literatuur onderkend.[260]

Op het moment dat direct gehouden aanmerkelijkbelangaandelen kwalificeren als lucratief belang in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 komt heffing in box 2 niet meer aan de orde vanwege de werking van de rangorderegeling. In het geval het lucratief belang een einde neemt, worden deze vermogensbestanddelen verder afgewikkeld in box 2.

Reeds betaalde box 3-heffing

Over het invoeringsrecht van de lucratiefbelangwetgeving is opgemerkt dat zich de situatie kan voordoen dat de manager een lucratief belang, achteraf gezien ten onrechte, steeds in box 3 heeft opgenomen. Als het vermogensbestanddeel daarna alsnog in de lucratiefbelangheffing wordt betrokken, geeft de staatssecretaris aan dat voor zover de waardeaangroei van de vermogensbestanddelen in box 3 is aangegeven de ter zake hiervan betaalde box 3-belasting wordt gerestitueerd door een herziening van de betreffende belastingaanslag op verzoek van de belastingplichtige.[261] Strikt genomen is dit geen samenloopbepaling, maar een tegemoetkoming ter voorkoming van economisch dubbele heffing over hetzelfde vermogensbestanddeel. De tegemoetkoming ziet slechts op situaties die vóór 1 januari 2009 in box 3 waren aangegeven en per 1 januari 2009 een lucratief belang vormen en is gebaseerd op artikel 65 van de AWR.

9.3.2 Lucratief belang als aanvullende heffing op loon uit dienstbetrekking

De bedoeling van de wetgever is duidelijk: eerst moet op het verstrekkingsmoment beoordeeld worden of ten aanzien van het vermogensbestanddeel sprake is van loon. Als het vermogensbestanddeel op dat moment ook als een lucratief belang is aan te merken, verschuift het vermogensbestanddeel, na het in aanmerking nemen van loon, van de loonsfeer door naar de resultaatsfeer:[262]

> Mocht het echter geen 'normaal' aandeel zijn, maar een aandeel dat kwalificeert als een aandeel in de zin van artikel 3.92b, eerste lid, of vierde lid, Wet IB 2001 dan verlaat het aandeel na de belastingheffing over de aankoopkorting de loonsfeer en komt het terecht in het regime van het resultaat. Voor de belastingheffing in de loonsfeer over de aankoopkorting moet de omvang van die korting in euro's worden bepaald. Daarvoor is relevant het bedrag in euro's dat de werknemer voor het aandeel moet betalen (zijn historische kostprijs) alsmede de waarde in het economische verkeer van het aandeel op het moment van de verwerving. Bij die waardering spelen vele factoren een rol waaronder een schatting van de toekomstige dividenden. Nadat aldus de omvang van de korting is bepaald en in de loonsfeer is 'afgerekend', gaat het aandeel over naar het resultaatregime.

260 G.T.K. Meussen, de rangorderegeling en de waarde in het economische verkeer als pijlers van een op beginselen gebaseerde belastingwetgeving, WFR 2009/865, onderdeel 2.

261 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.6, pag. 25, NV.

262 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.3, pag. 16-17, MvT.

En:[263]

> Voor de bepaling van het resultaat uit een werkzaamheid staat op de openingsbalans het aandeel te boek op de historische kostprijs, vermeerderd met het bedrag waarover inkomstenbelasting ter zake van de aankoopkorting is geheven; in dit geval dus op de waarde in het economische verkeer ten tijde van het verlaten van de loonsfeer. De dividenden die vanaf dat moment worden genoten, vallen onder het resultaatregime. Daarvoor is irrelevant dat bij de waardering van de waarde in het economische verkeer van het aandeel ten tijde van het genieten van de aankoopkorting, in die waardering een schatting is verwerkt van toekomstige dividenden. Op het moment dat het aandeel wordt verstrekt, wordt met andere woorden 'de stam' belast. Dit laat onverlet dat vervolgens belastingheffing in het resultaatregime plaatsvindt over 'de vruchten'. De vruchten vormen immers juridisch gezien een ander object van heffing dan de stam. Op dezelfde wijze als boven beschreven werkt de rangorderegeling uit voor vorderingen, rechten en schulden als bedoeld in artikel 3.95b Wet IB 2001.

En:[264]

> De leden van de fractie van het CDA vragen in dat verband of het juist is om het houden van een winstdelende vordering door een werknemer als lucratief belang aan te merken, nu bij de toekenning het beloningselement als loon uit dienstbetrekking – mogelijk – in de heffing betrokken is. Het is inderdaad juist dat de voorgestelde uitbreiding van het resultaatregime met artikel 3.92b van de Wet IB 2001 tot een aanvullende heffingsmogelijkheid in box 1 kan leiden. Voor deze aanvullende heffingsmogelijkheid is gekozen omdat dat de problematiek verzacht van een lastig waarderingsvraagstuk. Bij de toekenning van een winstdelende vordering moet niet alleen de toekomstige waarde van de onderneming juist worden geschat, maar ook het effect van alle voorwaarden en condities op de uiteindelijke uitkeringsstroom die toekomt aan de belastingplichtige. De uitkomst van een dergelijk waarderingsvraagstuk doet vaak – na discussie daarover tussen de belastingplichtige en de inspecteur – geen recht aan het werkelijke verloop van de waarde van de winstdelende vordering.

In artikel 3.95b, eerste lid, eerste volzin, van de Wet IB 2001 is geregeld dat bij de vaststelling van het opgeofferd bedrag van het lucratief belang indirect rekening wordt gehouden met de betaalde belasting ter zake van de heffing als loonbestanddeel. De boekwaarde van dit lucratieve vermogensbestanddeel is namelijk de verkrijgingsprijs van dit vermogensbestanddeel plus hetgeen als loon in aanmerking is genomen ('step-up'). Zie verder onderdeel 9.5.2.1 voor een uitwerking van artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001.

Na heffing als loonbestanddeel speelt de verdere afwikkeling van dit vermogensbestanddeel zich af in het resultaatregime. De functie van het lucratief belang is een aanvullende heffing: is in de loonsfeer nog niet de gehele waardeaangroei in de heffing betrokken, dan wordt op het realisatiemoment aanvullend geheven over de verder aangegroeide waarde.[265] Als daarentegen de gerealiseerde waarde lager is dan hetgeen in de loonsfeer als waarde in het economische verkeer is vastgesteld, dan kan een verlies uit resultaat uit overige werkzaamheden in aanmerking worden genomen.[266]

---

263 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.3, pag. 16-17, MvT.

264 Kamerstukken I 2007/08, 31 459, nr. C, pag. 10, MvA.

265 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.3, pag. 8, MvT.

266 Gelet op art. 3.95b, lid 4, Wet IB 2001 geldt dit alleen voor onmiddellijk gehouden lucratieve belangen. In onderdeel 9.5.2.4 wordt uitgelegd waarom bij middellijk gehouden lucratieve belangen geen verlies uit resultaat uit overige werkzaamheden mag worden genomen.

De loonstelling blijft van belang

De noodzaak om het voordeel van een als lucratief belang kwalificerende carried interest(achtige) regeling 'up front' (vooraf) te waarderen (loon uit dienstbetrekking) is met de invoering van het lucratiefbelang-regime minder geworden, omdat het gehele voordeel nu in ieder geval uiterlijk in de heffing wordt betrokken op het moment van realisatie, dus achteraf. Het daadwerkelijk behaalde rendement (de uitkering) wordt dan in de heffing betrokken, in plaats van het vooraf geschatte rendement bij de waardering van de (lucratieve) vermogensbestanddelen. In dat licht kan de lucratiefbelangregeling gezien worden als een reparatiemaatregel als gevolg van het ontbreken van een vermogenswinstbelasting.[267]

De noodzaak voor een goede waardering op het instapmoment blijft echter ook na invoering van de lucratiefbelangregeling aanwezig. Hier zijn verschillende redenen voor te noemen. Ten eerste de rangorde-regeling. Het vermogensbestanddeel vormt in de meeste gevallen allereerst gewoon loon. Dit is ook de uitdrukkelijke bedoeling van de wetgever. Ten tweede zullen er ook vermogensbestanddelen zijn die (net) niet kwalificeren als een lucratief belang. Ook in die situaties blijft de loonstelling dus van belang. Ten slotte kan nog gewezen worden op het in internationale situaties gesignaleerde situatie van een buiten-lands belastingplichtige die zijn lucratief belang houdt via een niet in Nederland gevestigde vennootschap. Ook in dat geval biedt de loonstelling heffingsmogelijkheden (zie verder onderdeel 9.3.2).

Het volgende voorbeeld illustreert de aanvullende werking van de lucratiefbelangheffing.

Voorbeeld

Stel dat op het moment t=0 de waarde in het economische verkeer van een aandeel € 1.000 is. De manager die in dienst is bij de targetvennootschap betaalt op het moment dat hij de aandelen kan verwerven (t=0) slechts € 100 voor dit aandeel. Stel eveneens dat het aandeel op het moment t=0 voldoet aan de voor-waarden van een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Op het moment t=1 wordt het aandeel verkocht voor € 100.000. Dit bedrag wordt op hetzelfde moment ook aan de manager betaald.

Omdat het aandeel tegen een prijs is verstrekt die lager is dan de waarde in het economische verkeer op t=0, is sprake van loon uit dienstbetrekking op het moment t=0, voor het verschil (€ 1.000 – € 100) = € 900. Op grond van artikel 3.92b Wet IB 2001 en de wetsgeschiedenis is op het moment van verstrekken (t=0) van het aandeel ook sprake van een lucratief belang. Het aandeel verlaat na het in aanmerking nemen van loon de loonsfeer en gaat over naar de resultaatsfeer. De boekwaarde van het lucratief belang (lucratief aandeel) is conform artikel 3.95b, eerste lid, eerste volzin, van de Wet IB 2001 € 1.000 op het moment t=0. Op het moment t=1 wordt (€ 100.000 – € 1.000) = € 99.000 in de heffing betrokken als resultaat uit overige werk-zaamheden. Zo wordt in twee stappen (loon en resultaat uit overige werkzaamheden) het totale rendement van (€ 900 + € 99.000) = € 99.900 belast in box 1.

267 En uiteraard het tariefverschil tussen de verschillende boxen.

9.4 Kwalificatie als lucratief belang

9.4.1 Wettelijk kader

Volgens artikel 3.92b van de Wet IB 2001 vormt een lucratief belang een werkzaamheid (resultaat uit overige werkzaamheden) en is op een lucratief belang dus het winstregime van toepassing (artt. 3.94 en 3.95 Wet IB 2001). Voor het lucratief belang zijn daarnaast nog specifieke winstbepalingsregels opgenomen in artikel 3.95b van de Wet IB 2001. Als sprake is van een lucratief belang moet er een balans en een winst-en-verliesrekening worden opgemaakt en geldt artikel 52 van de AWR (administratieplicht).

Het woord *mede* in artikel 3.92b, eerste lid, aanhef, van de Wet IB 2001 duidt erop dat het lucratief belang een uitbreiding betreft van de hoofdvorm resultaat uit overige werkzaamheden. Er is sprake van een wetsfictie: er hoeft niet afzonderlijk te worden getoetst aan de bronvoorwaarden.

9.4.2 Art. 3.92b, lid 1, Wet IB 2001

De onderdelen a en b van artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 bepalen wat een lucratief belang is. Er zijn twee verschijningsvormen van een lucratief belang. De eerste vorm is een lucratief belang in verband met gehouden aandelen of vorderingen, vergelijkbare rechten en overige rechten. Dit is een lucratief belang op grond van artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001. De tweede vorm is een lucratief belang in verband met kwijtschelding van schulden op grond van artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001.

In het volgende onderdeel bespreken we het lucratief belang volgens artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001. In onderdeel 9.4.8 komt het lucratief belang ex artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 aan bod.

In het eerste lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 is bepaald dat het moet gaan om (kort gezegd) lucratieve aandelen van lid 2, lucratieve vorderingen van lid 3 of overige vergelijkbare lucratieve rechten op grond van lid 4 van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Hierna spreken we, als het gaat om al deze vermogensbestanddelen, ook wel over 'lucratieve vermogensbestanddelen'. In de voorbeelden gebruiken we eenvoudshalve de term 'lucratief aandeel', ook voor de termen 'lucratieve vordering' of 'lucratief overig recht'.

9.4.3 Art. 3.92b, lid 1, onderdeel a, Wet IB 2001

Een lucratief belang is volgens artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001:

Het *onmiddellijk* of *middellijk* houden van:
- aandelen als bedoeld in het tweede lid,
- vorderingen als bedoeld in het derde lid,
- of van rechten als bedoeld in het vierde lid…

… als de *voordelen* die met deze aandelen, vorderingen of rechten worden behaald, gelet op de *feiten en omstandigheden* waaronder deze aandelen, vorderingen of rechten zijn verkregen, *naar moet worden aangenomen mede* een *beloning beogen* te zijn voor *werkzaamheden* van de belastingplichtige of een met hem verbonden persoon.

Kort samengevat is een lucratief belang aanwezig als sprake is van (cumulatief):
- het onmiddellijk of middellijk houden van verkregen aandelen, vorderingen en rechten en deze vermogenstitels of rechten voldoen aan specifieke in de wet genoemde vereisten (art. 3.92b, lid 2 t/m 4, Wet IB 2001). Deze vereisten komen er in grote lijnen op neer, onder meer door het hefboomeffect, dat de te verwachten behalen opbrengsten op deze aandelen, vorderingen en rechten voor de belastingplichtige lucratief kunnen zijn (zie onderdeel 9.4.4 en verder);
- en daarnaast de voordelen die behaald kunnen worden met deze aandelen, vorderingen en rechten (mede) het oogmerk hebben een beloning te zijn voor werkzaamheden van de belastingplichtige (zie voor het beloningsoogmerk onderdeel 9.4.3.2).

Als sprake is van een lucratief belang zoals hiervoor omschreven, dan behoren ook de schulden die rechtstreeks samenhangen (bijvoorbeeld de door de belastingplichtige aangegane financieringsschulden) met deze aandelen, vorderingen of rechten tot het lucratief belang, aldus de laatste volzin van artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001.

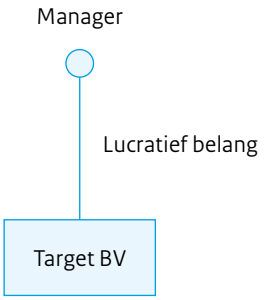
De kring van verbonden personen is opgenomen in het vijfde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Zie hierover verder onderdeel 9.4.9.

9.4.3.1 Onmiddellijk of middellijk

Lucratieve vermogensbestanddelen kunnen door de manager zowel onmiddellijk als middellijk worden gehouden. Ook op lucratieve vermogensbestanddelen die middellijk worden gehouden, is de lucratiefbelangwetgeving van toepassing, omdat anders op eenvoudige wijze de lucratiefbelangwetgeving zou kunnen worden ontgaan door de lucratieve vermogenstitels middellijk (bijvoorbeeld via een houdstervennootschap) te houden. Voor de toepassing van de Wet IB 2001 wordt bij een middellijk gehouden lucratief vermogensbestanddeel dus door de houdster van dit middellijk gehouden lucratief vermogensbestanddeel 'heen gekeken'. Deze 'doorkijk' blijkt te meer uit de regeling omtrent het genietingsmoment van middellijk gehouden lucratieve vermogensbestanddelen, zie artikel 3.95b, tweede lid, van de Wet IB 2001, onderdeel 9.5.2.2.[268]

Het zal duidelijk zijn wanneer een lucratief vermogensbestanddeel onmiddellijk wordt gehouden. De belastingplichtige/natuurlijk persoon houdt de lucratieve vermogenstitels dan zelf, direct.

Figuur 67: Direct gehouden lucratief belang



268 In feite worden de middellijk/indirect gehouden aandelen aan de onmiddellijk/direct aandeelhouder toegerekend in plaats van aan de houdster vennootschap. Vergelijk art. 2.14a Wet IB 2001 (toerekening afgezonderd particulier vermogen) en bepaalde aansprakelijkheidsvormen in de Invorderingswet (bijvoorbeeld bestuurdersaansprakelijkheid) en het BW.

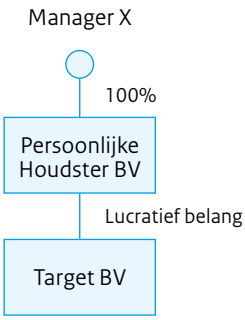
De vraag is wat onder een middellijk gehouden lucratief vermogensbestanddeel moet worden verstaan. Het kabinet heeft bij de totstandkoming van de wet toegelicht dat het bij een middellijk gehouden lucratief belang gaat om een lucratief belang dat niet onmiddellijk door de belastingplichtige zelf gehouden wordt.[269] In de reactie op vragen van de NOB over de begrippen 'onmiddellijk of middellijk, direct of indirect', verwijst het kabinet naar de betekenis van deze begrippen in de Wet IB 2001 (bijvoorbeeld de artt. 3.91, 3.92 en 4.6 Wet IB 2001) en de Wet Vpb 1969 (bijvoorbeeld de artt. 8c en 10a Wet Vpb 1969).

Bij de invoering van de Wet IB 2001 is de term 'middellijk of onmiddellijk' vervangen door 'direct of indirect'. Uit de parlementaire toelichting op artikel 4.6 van de Wet IB 2001 blijkt dat met de termen 'direct of indirect' zoals genoemd in dit artikel, hetzelfde wordt bedoeld als 'onmiddellijk of middellijk'.[270] Deze terminologie kwam voor in de aanmerkelijkbelangwetgeving onder de Wet IB 1964. Artikel 20a, derde lid, van de Wet IB 1964 eiste een onmiddellijk of middellijk aandeelhouderschap voor de aanmerkelijkbelang-regeling. Volgens de memorie van toelichting op artikel 20a, derde lid, van de Wet IB 1964 is een middellijk aandeelhouder bijvoorbeeld een persoon die via een houdstervennootschap aandelen houdt in een tussenhoudster.[271]

Bij een middellijk gehouden lucratief belang moet er volgens de parlementaire geschiedenis sprake zijn van een lichaam waarin de belastingplichtige een aanmerkelijk belang houdt in de zin van hoofdstuk 4 van de Wet IB 2001.[272]

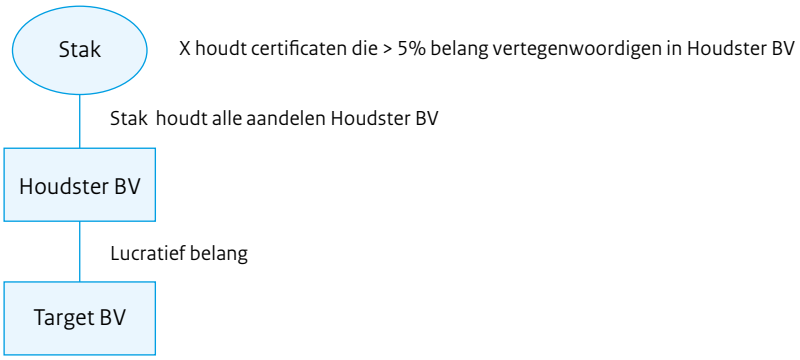
In de praktijk komen middellijk gehouden lucratieve belangen voor in twee hoofdvarianten:
- In de eerste variant worden de lucratieve aandelen gehouden door een persoonlijke houdstervennootschap van de manager. De manager bezit dan 100% van de aandelen van de persoonlijke houdster.
- In de tweede variant worden de lucratieve aandelen gehouden door een houdstervennootschap. De manager heeft dan een aanmerkelijk belang in deze houdstervennootschap, waarvan de aandelen worden gehouden door een STAK. Deze aandelen worden vervolgens gecertificeerd. Diverse managers participeren dan in de STAK door middel van certificaten van aandelen. Deze certificaten van aandelen vormen voor de managers het (directe) aanmerkelijk belang, en het lucratief belang wordt middellijk via de aanmerkelijkbelangvennootschap gehouden.

Figuur 68: Variant 1: Indirect gehouden lucratief belang via persoonlijke houdster-bv



269 Kamerstukken II, 2007/08, 31 459, nr.6, pag. 28, NV.
270 Kamerstukken II, 1998/99, 26 727, nr. 3, pag. 198, MvT Wet IB 2001.
271 Kamerstukken II, 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 23, NNV en Kamerstukken II 1995/96, 24761, nr. 3, pag. 44, MvT Wijziging van enige belastingwetten (herziening regime ter zake van winst uit aanmerkelijk belang, consumptieve rente en vermogensbelasting).
272 Kamerstukken II, 2007/08, 31 459, nr.6, pag. 28, NV.

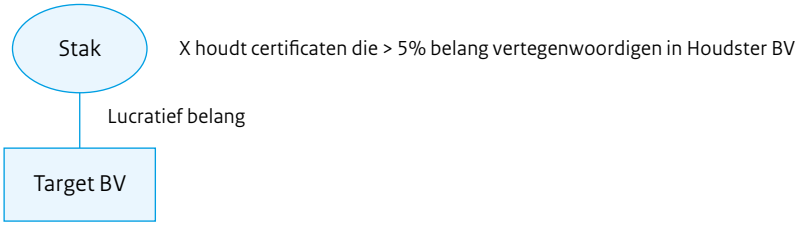
Figuur 69: Variant 2: De certificaten vertegenwoordigen > 5% in houdster-bv



In beide gevallen is sprake van een lichaam waarin de belastingplichtige een aanmerkelijk belang houdt. In theorie is het ook denkbaar dat lucratieve vermogensbestanddelen gehouden worden via een coöperatie. Onder omstandigheden kan een belang in een coöperatie met een aandeel worden gelijkgesteld (art. 4.5a Wet IB 2001). In dat geval is sprake van een aanmerkelijk belang in de coöperatie en daarmee van een middellijk gehouden lucratief belang.

Het houden van een lucratief belang via een niet-transparante stichting (bijvoorbeeld via een STAK) leidt niet tot een middellijk gehouden lucratief belang. Een stichting is geen aanmerkelijkbelanglichaam en de belastingplichtige kan dan ook geen aanmerkelijk belang hebben in de stichting. Men kan in een dergelijk geval ook niet voldoen aan de doorstootverplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001. In een dergelijk geval is sprake van een onmiddellijk gehouden lucratief belang.

Figuur 70: Onmiddellijk gehouden lucratief belang via een STAK



In figuur 70 is sprake van een onmiddellijk gehouden lucratief belang. Mogelijk is ook sprake van een direct aanmerkelijk belang in Target BV. In ieder geval heeft manager X geen middellijk gehouden lucratief belang. Hij kan dan ook niet voldoen aan de dooruitdelingsverplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001. Het lucratief belang moet dan ook worden afgewikkeld in box 1.

9.4.3.2 Beloningsoogmerk

Een van de vereisten van artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 is dat sprake moet zijn van een beloningsoogmerk. Dit beloningsoogmerk is als volgt verwoord in de wettekst:

> de voordelen die met deze aandelen, vorderingen of rechten worden behaald, gelet op de feiten en omstandigheden waaronder deze aandelen, vorderingen of rechten zijn verkregen, naar moet worden aangenomen mede een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden van de belastingplichtige of een met hem verbonden persoon.

Het beloningsoogmerk moet eenmalig (statisch) worden getoetst: zie onderdeel 9.4.3.4.

Objectivering van het beloningsoogmerk
Het verwachte rendement (de voordelen) dat met de in het eerste lid genoemde vermogensbestanddelen of rechten zou kunnen worden behaald, moet mede bedoeld zijn als een beloning voor werkzaamheden van de belastingplichtige of een met de belastingplichtige verbonden persoon.[273] Uit de woorden 'naar moet worden aangenomen' volgt dat een objectivering van het mede beogen is bedoeld.[274] Het woord 'mede' impliceert dat een zwakke band van de voordelen met werkzaamheden al voldoende is. Of het subjectief bezien (dus vanuit de belastingplichtige) mede bedoeld is als een beloning voor werkzaamheden is dus niet relevant.

Wanneer is sprake van (mede) beloning voor werkzaamheden?
Meestal loopt het oogmerkvereiste uit het eerste lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 gelijk op met de vereisten van het tweede, derde of vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Het enkele feit bijvoorbeeld dat een manager in staat is om bepaalde lucratieve aandelen te verwerven, leidt al snel tot de conclusie dat de voordelen die met deze aandelen kunnen worden behaald, (mede) in verband met zijn werkzaamheden zullen zijn verstrekt. Ook de omstandigheid dat in de arbeidsovereenkomst of managementovereenkomst gesproken wordt van een dergelijk recht op aandelen maakt dat aan het oogmerkvereiste is voldaan. Men kan de vraag ook omdraaien: kan de belastingplichtige een andere reden noemen waarom hij in staat was de betreffende aandelen te kopen? Zou een willekeurige derde (belegger) ook in staat zijn geweest om tegen dezelfde condities dergelijke lucratieve aandelen te verwerven?
Het antwoord op deze vragen zal veelal tot de conclusie leiden dat voldaan is aan het oogmerkvereiste. Het ligt op de weg van de inspecteur om aannemelijk te maken dat aan het beloningsoogmerk is voldaan.

Concluderend: als aan de voorwaarden van artikel 3.92b, tweede lid, derde lid, of vierde lid, van de Wet IB 2001 is voldaan, is vaak ook voldaan aan de voorwaarde van artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 dat objectief gezien sprake moet zijn van een beloning die mede verband houdt met werkzaamheden. Toch blijft er sprake van twee afzonderlijke toetsen: die van het eerste lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 (beloningsoogmerk) en die van het tweede, derde of vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 (hefboomaandelen, -vorderingen of -rechten).

In de procedure die aan de orde was bij de rechtbank Den Haag van 27 februari 2014, nr. Awb-13_6146, ECLI:NL:RBDHA:2014:2616, V-N 2014/22.16.7 kwam de rechtbank tot het oordeel dat het beloningsoogmerk aanwezig was (r.o. 15):

> Vast staat dat alleen werknemers en oud-werknemers van [F] Ltd. en haar dochtermaatschappijen in de gelegenheid zijn gesteld om de B-aandelen te kopen en dat deze aandelen niet op de beurs dan wel op andere wijze konden worden verkregen. Dit laat geen andere conclusie toe dan dat het de werkzaamheden van eiseres zijn geweest die haar in staat hebben gesteld om de aandelen te verwerven. Gelet op de verhouding tussen het geringe geïnvesteerde kapitaal en het aanzienlijke potentiële rendement dat met de aandelen kon worden behaald en gelet op het feit dat eiseres door de zeer geringe aankoopprijs geen neerwaarts risico heeft gelopen met betrekking tot de koersontwikkeling van de aandelen, bezien in samenhang met het feit dat op de aandelen zogenoemde good leaver-, bad leaver- en resigning leaver-bepalingen van toepassing waren, is naar het oordeel van de rechtbank beoogd de aandelen te verstrekken bij wijze van beloning voor de werkzaamheden die eiseres voor [E] B.V. heeft verricht. Verweerder heeft het houden van het aandelenbelang daarom terecht als een werkzaamheid aangemerkt en het verkoop-resultaat tot het box 1-inkomen gerekend.

273 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.3, pag. 9-10, MvT.
274 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.3, pag. 10, MvT.

Toetsing van het beloningsoogmerk: alle feiten en omstandigheden
Artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 spreekt over feiten en omstandigheden. Beoordeel de feiten en omstandigheden altijd in zijn totaliteit.

Onderstaande feiten en omstandigheden kunnen (naast de in het tweede, derde en vierde lid genoemde feiten en omstandigheden) een rol spelen bij de beoordeling van het beloningsoogmerk:

- De hoogte van het preferente dividendpercentage op de preferente aandelen, dan wel het rentepercentage op een aandeelhouderslening aan de vennootschap. Hoe lager dit preferente percentage op de aandelen, hoe groter de potentiële bevoordeling van de lucratieve aandelen. In het geval van een te laag (dus niet zakelijk) preferent dividend is een beloningsoogmerk aanwezig. Is de vennootschap in plaats van preferente aandelen met aandeelhoudersleningen gefinancierd, dan is de hoogte van dit rentepercentage van belang. Hoe lager het rentepercentage op de aandeelhouderslening, hoe groter de potentiële bevoordeling van de lucratieve aandelen. De aandelen zijn dan verstrekt met het oogmerk van belonen.
- De hoogte van de leverage. Hoe groter de financiering van de vennootschap met preferente aandelen of (achtergestelde) aandeelhoudersleningen, hoe groter het risico voor de gewone aandelen. De hefboom kan zo extreem groot zijn, dat dit onder in zakelijke derdenverhoudingen niet voor zou komen. De reden dat de gewone aandelen worden toegekend is dan gelegen in de beloning van de betreffende belastingplichtige.
- Als de aandeelhouderslening voor een hele korte periode is verstrekt (overbruggingslening of 'bridge loan') dan ligt het minder voor de hand dat deze lening de gewone aandelen in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e volzin, van de Wet IB 2001 dusdanig lucratief maakt, dat sprake is van een beloning voor werkzaamheden.
- Welke partij verstrekt financiering in de vorm van preferente aandelen? Als er sprake is van (grote) externe financiering in de vorm van preferente aandelen, bijvoorbeeld als de financiering afkomstig is van een niet-verbonden bank, zal het lastiger zijn om te stellen dat de gewone aandelen verstrekt zijn als beloning voor werkzaamheden. Deze externe financiering (als onderdeel van de totale financiering) kan zakelijk zijn, en zal dus door een bank niet bedoeld zijn om de manager te belonen voor werkzaamheden.
- Vindt er naast een participatie in gewone aandelen nog een participatie in preferente aandelen en/of leningen plaats? Participeren de private-equitymaatschappij en de managers evenredig in de verschillende vermogensbestanddelen? Het is hierbij zaak om goed te beoordelen of er inderdaad sprake is van precies dezelfde voorwaarden en condities als voor de overige participanten.
- Er moet in zekere zin toch vastgesteld worden wat objectief gezien een normaal, zakelijk rendement is om het verband met werkzaamheden aannemelijk te kunnen maken. Is het te verwachten rendement méér dan dit, bij benadering, objectieve normaal vastgestelde rendement, dan is het disproportionele deel van het rendement geen vergoeding voor het gelopen investeringsrisico. Het disproportionele deel van het rendement is veroorzaakt door 'iets anders' dan het gelopen investeringsrisico. Aangezien het disproportionele deel van het rendement geen vergoeding is voor het gelopen risico, moet het wel veroorzaakt zijn door 'iets anders'. Dat kan zijn gelegen in de beloning voor de arbeid van de manager. Het disproportionele deel van de beloning is daarom een beloning voor werkzaamheden van de manager, en geen beloning voor het gelopen risico. Wat is een normaal, zakelijk rendement voor een particuliere belegger? Het normale rendement kan in de praktijk bijvoorbeeld worden vastgesteld aan de hand van beleggers die geen werkzaamheden voor de vennootschap of het fonds verrichten. Is het voorgespiegelde rendement hoger dan het rendement dat een belegger (niet-werknemer) in de vennootschap of fonds per jaar kan behalen, dan is het meerdere disproportioneel en daarom een beloning voor werkzaamheden.

Geen categorieën van werknemers uitgezonderd
De lucratiefbelangwetgeving is niet alleen van toepassing op werknemers van private-equitymaatschappijen. Het kan bijvoorbeeld ook gaan om werknemers van de overgenomen vennootschap en werknemers van andere ondernemingen.[275] Er is dus geen uitzondering voor bepaalde soorten werknemers.[276]

Zie ook de uitspraak van de rechtbank Den Haag van 27 februari 2014, ECLI:NL:RBDHA:2014:2616, V-N 2014/22.16.7. Belanghebbende was laborante en had betoogd dat de lucratiefbelangwetgeving niet op haar van toepassing was:

> Het standpunt van eiseres dat de wetgever niet het oogmerk heeft gehad om belastingplichtigen als eiseres in de heffing te betrekken wordt door de rechtbank verworpen. Artikel 3.92b, van de Wet IB 2011 bevat geen uitzondering voor (bepaalde categorieën) werknemers en uit de parlementaire behandeling van genoemd artikel blijkt bovendien dat de wetgever bij de totstandkoming van de wetgeving heeft onderkend dat ook werknemers met de toepassing van de regeling geconfronteerd kunnen worden (zie Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, p. 20).

Moment waarop de werkzaamheden moeten zijn verricht
In de praktijk speelt de vraag naar het moment waarop de werkzaamheden moeten zijn verricht. In artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 is hierover niets bepaald. De wet spreekt over werkzaamheden, maar er is verder niet bepaald op welk moment deze moeten zijn verricht, wil voldaan zijn aan het oogmerkvereiste.

In de wetsgeschiedenis is opgemerkt dat als de werkzaamheden in de toekomst zullen worden verricht en de aandelen al wel zijn toegekend, dit het oogmerkvereiste niet in de weg staat:[277]

> De Orde vraagt een bevestiging dat het gaan verrichten van werkzaamheden na het verkrijgen van het lucratieve belang niet leidt tot de toepassing van het voorgestelde artikel 3.92b van de Wet inkomstenbelasting 2001. (...) De bevestiging dat het gaan verrichten van werkzaamheden na het verkrijgen van het lucratieve belang niet leidt tot de toepassing van het voorgestelde artikel 3.92b van de Wet inkomstenbelasting 2001 kan niet worden gegeven. Indien de opvatting van de Orde juist zou zijn, zou dat ruimte bieden voor gemakkelijke ontgaansmogelijkheden. De bedoeling van partijen is doorgaans met lucratieve belangen te belonen voor werkzaamheden die nog verricht moeten worden. Denk bijvoorbeeld aan het aannemen van een topmanager waarmee eerst een arbeidsovereenkomst gesloten wordt – met inbegrip van het toekennen van een lucratief belang – voordat de werkzaamheden aanvangen.
>
> (...)
>
> De voorwaarde uit het eerste lid van het voorgestelde artikel 3.92b Wet IB 2001 neemt het moment van het verkrijgen van de vermogensrechten tot uitgangspunt en vormt dus een eenmalige toets. Wel zouden de werkzaamheden waar het lucratief belang mede een beloning vormt, op een later moment dan de verkrijging van de vermogensrechten een aanvang kunnen nemen. (...)

Wij leiden hieruit af dat het tijdstip waarop de werkzaamheden worden verricht, niet relevant is. Het maakt niet uit of de werkzaamheden vóór, tijdens of na afloop van het toekennen van de aandelen zijn verricht. Ook als de aandelen eerst worden toegekend nadat de arbeid is verricht (en bijvoorbeeld zelfs het dienstverband al is afgelopen) is er nog steeds voldaan aan het oogmerkvereiste.

275 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.3, pag. 10, MvT en Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr.4, pag. 14, Advies RvS en Nader rapport.
276 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 20, NV.
277 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 19, NNV.

Deze visie is bevestigd in de uitspraken van de rechtbank Den Haag van 3 november 2015.[278] In deze zaken stelt de rechtbank op basis van de feiten en omstandigheden van het geval vast dat er voldaan is aan het beloningsoogmerk. De rechtbank overweegt daarna in de laatstvermelde zaak, waarin de aandelen 1,5 jaar na uitdiensttreding zijn toegekend in rechtsoverweging 17:

> Eisers hebben nog gewezen op pagina 19 van de Nota naar aanleiding van het Nader Verslag Wetsvoorstel Belastingheffing excessieve Beloningen van 9 juni 2008 (Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9) waarin het volgende is opgenomen:
>
> 'De Orde vraagt een bevestiging dat het gaan verrichten van werkzaamheden na het verkrijgen van het lucratieve belang niet leidt tot de toepassing van het voorgestelde artikel 3.92b van de Wet inkomstenbelasting 2001. (...). De bevestiging dat het gaan verrichten van werkzaamheden na het verkrijgen van het lucratieve belang niet leidt tot toepassing van het voorgestelde artikel 3.92b van de Wet inkomstenbelasting 2001 kan niet worden gegeven. Indien de opvatting van de Orde juist zou zijn, zou dat ruimte bieden voor gemakkelijke ontgaansmogelijkheden. De bedoeling van partijen is doorgaans met lucratieve belangen te belonen voor werkzaamheden die nog verricht moeten worden.'
>
> Voor zover eisers met deze verwijzing bedoelen te stellen dat geen sprake kan zijn van een lucratief belang indien de werkzaamheden voorafgaan aan het aandeelhouderschap, volgt de rechtbank hen niet. Een dergelijke uitleg vindt noch in de wettekst noch in de wetsgeschiedenis steun. Uit de hierboven aangehaalde passage leidt de rechtbank enkel of dat de situatie waarin aandeelhouderschap voorafgaat aan het verrichten van werkzaamheden leidt tot toepassing van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Daarmee is echter niet gegeven dat de omgekeerde situatie buiten het bereik van dit artikel zou vallen.

9.4.3.3 Situaties waarbij beloningsoogmerk ontbreekt

In de wetsgeschiedenis is een aantal voorbeelden genoemd van situaties waarbij het beloningsoogmerk ontbreekt. Deze situaties worden hierna opgesomd. Merk op dat dit voorbeelden betreft. In de praktijk zal steeds aan de hand van alle feiten en omstandigheden moeten worden getoetst of er sprake is van een beloningsoogmerk.

Beursgenoteerde aandelen[279]

Als de belastingplichtige tegen exact dezelfde voorwaarden de vermogensbestanddelen kan kopen op de beurs is er geen relatie met werkzaamheden.[280]

> **Voorbeelden ontbreken van een relatie met de werkzaamheden of 'lucratief belang'**
> Met het voorgestelde artikel 3.92b wordt niet beoogd aan werknemers verstrekte aandelen te treffen waaraan geen bijzondere condities of voorwaarden kleven. De aankoop door een werknemer van beursgenoteerde aandelen in zijn werkgever valt niet onder de maatregel, aangezien een relatie met de werkzaamheden ontbreekt. Tevens zullen beursgenoteerde aandelen niet voldoen aan de vereisten om aangemerkt te worden als een 'lucratief belang'.

278 nr. 15_1347 IBPVV, ECLI:NL:RBDHA:2015:12842, V-N 2016/9.19.11, nr. 15_1388 IBPVV, ECLI:NL:RBDHA:2015:12843, V-N 2016/9.10 en nr. 15_1342 IBPVV, ECLI:NL:RBDHA:2015:12841, V-N 2016/9.19.10.

279 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, pag. 10, MvT.

280 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, pag. 22, NV: *Op de vragen van de leden kan het kabinet antwoorden dat niet elke investeringsmogelijkheid voor werknemers onder het bereik van de regeling voor lucratieve belangen valt. Als hoofdlijn heeft te gelden dat wanneer instrumenten onder vergelijkbare voorwaarden op de markt verkrijgbaar zijn, de regeling geen toepassing vindt.*

Gewone managementparticipatie
In de wetsgeschiedenis wordt opgemerkt dat een 'gewone managementparticipatie' niet onder de lucratief-belangregeling valt. [281]

> **Gewone managementparticipatie**
> De situatie dat een bedrijfsleider in het bedrijf waarin hij werkt (en dat slechts één soort aandelen heeft) enkele procenten van de aandelen krijgt (loon voor de waarde bij toekenning) of kan kopen (indien een korting op de aandelen wordt gegeven, is de korting uiteraard loon) valt evenmin onder de regeling. Ook dan is niet voldaan aan de vereisten van een 'lucratief belang'. Als deze bedrijfsleider een optie krijgt om in de toekomst een bepaald aantal aandelen te kopen tegen een vooraf vastgestelde koers, dan valt dit aandelen-optierecht onder de werking van artikel 10a van de Wet op de loonbelasting 1964. Ook in dat geval wordt niet toegekomen aan het voorgestelde artikel 3.92b.

In het voorbeeld is sprake van een bedrijfsleider die enkele procenten van de aandelen krijgt of koopt in het bedrijf waar hij werkt. Uit het voorbeeld wordt niet precies duidelijk waar het verschil ligt tussen een 'gewone' managementparticipatie en een lucratiefbelangsituatie. Kennelijk ontbreekt in het geval van het voorbeeld een hefboom. Duidelijk is dat ook zulke gevallen van managementparticipatie op de feiten en omstandigheden van het specifieke geval moeten worden beoordeeld.

Initial investors
In de wetsgeschiedenis wordt opgemerkt dat aandelen van 'initial investors' niet onder de lucratief-belangregeling vallen. [282]

> **Initial investors**
> Een drietal medici richt gezamenlijk (in 2009) een BV op. Ieder stort op de in het kader van de oprichting bij hem te plaatsen aandelen een bedrag van € 200.000 (nominaal; gefinancierd met behulp van een banklening met als onderpand een recht van (tweede) hypotheek op de eigen woning). De BV houdt zich bezig met het verder ontwikkelen van een medicijn gebaseerd op de door de drie medici ontdekte geneeskrachtige werking van een bepaalde plant. In 2011 is de ontwikkeling zodanig voortgeschreden dat klinische proeven en dergelijke kunnen worden gedaan. Op dat moment kan aan de aandelen in de BV een waarde in het economische verkeer worden toegekend van € 1.000.000. In het kader van de zogenoemde trialfase is additioneel kapitaal vereist. Daartoe besluit een venture-capitalfonds per 1 juli 2011 een bedrag van € 19.000.000 aan kapitaal (nominaal 19.000.000) te storten op door de bv uit te geven preferente aandelen (dividendpercentage van 8%).
>
> Is sprake van een lucratief belang in 2009 en/of per 1 juli 2011?

Het kabinet antwoordt dat er geen sprake is van een lucratief belang, zowel niet in 2009 als in 2011:[283]

> (...) De casus valt niet onder het wetsvoorstel, omdat op geen enkele wijze blijkt dat de voordelen die met het houden van deze aandelen worden behaald, gelet op de feiten en omstandigheden waaronder deze aandelen zijn verkregen, naar moet worden aangenomen mede een beloning beogen te zijn voor de werk-zaamheden van de medici. Deze toets wordt uitgevoerd op het moment van verkrijgen van de vermogens-rechten. De bewijslast rust op de inspecteur en hij zal feiten en omstandigheden aannemelijk moeten maken dat op het moment dat de aandelen zijn verkregen – dus in 2009 – er een beloningsoogmerk was.

281 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, pag. 10, MvT.
282 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 7-8, vv Vaste commissie voor financiën, casus 1.
283 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 12, MvA. Hoe die koppeling er precies uit zou moeten zien, zegt de staatssecretaris niet.

> Ook in 2011-wanneer het venture capital fonds kapitaal verstrekt tegen verkrijging van preferente aandelen-is nauwelijks denkbaar dat is voldaan aan het beloningsoogmerk. In de casus zijn het de medici die na een paar jaar externe financiering nodig hebben en betreft het niet een venture capital fonds dat voor het uitvoeren van werkzaamheden medici wil inhuren en daarvoor wil belonen. De conclusie dat de initiators per 1 juli 2011 een lucratief belang zouden hebben, delen wij dan ook niet.

In het voorbeeld is sprake van drie aandeelhouders die een bv oprichten. Na enige tijd wordt een deel van de aandelen overgenomen door een venture-capitalfonds. Hierdoor ontstaat een hefboom. De oprichters-aandelen vallen volgens de wetsgeschiedenis niet onder de lucratiefbelangregeling, omdat niet voldaan is aan de oogmerktoets.

Bedrijfsopvolging

Ook in het kader van een bedrijfsopvolging kan soms sprake zijn van gehefboomde aandelen.
In de parlementaire geschiedenis is hierover het volgende opgemerkt: [284]

> Samenvattend is te stellen dat reguliere bedrijfsopvolgingen, waarbij de 'overdrachtsprijs' zakelijk is en ook overigens sprake is van 'normale zakelijke' condities, niet onder het regime van de lucratieve belangen vallen. Niet in alle gevallen waarin op onzakelijke voorwaarden (bijvoorbeeld ten aanzien van de rente of de aflossingstermijn) eigen of vreemd vermogen verstrekt is, is sprake van een lucratief belang. Zo zou in familieverhoudingen de onzakelijkheid kunnen voortvloeien uit de bedoeling het familielid te bevoordelen, zodat schenkingsrecht verschuldigd is. In een dergelijke situatie is geen sprake van een lucratief belang, aangezien het oogmerk van beloning voor werkzaamheden ontbreekt.

De wetgever merkt dus op dat reguliere bedrijfsopvolgingen waarbij de overdrachtsprijs zakelijk is en waarbij ook overigens sprake is van normale zakelijke condities, niet onder het lucratiefbelangregime vallen. Of er al dan niet sprake is van normale zakelijke condities moet van geval tot geval worden beoordeeld. In de praktijk is niet altijd duidelijk wanneer sprake is van een 'reguliere bedrijfsopvolging' die niet geraakt wordt door de lucratiefbelangregeling.

> **Voorbeeld**
> Eigenaresse Y van X BV heeft 100% van alle gewone aandelen X BV. X BV drijft een materiele onderneming. In het kader van bedrijfsopvolging wil Y de manager van X BV laten toetreden tot X BV. Deze manager heeft geen middelen om de aandelen X BV over te nemen.
>
> Om de manager toch in staat te stellen het bedrijf over te kunnen nemen, wijzigt Y de statuten van X BV, zodat alle gewone aandelen van X BV omgezet zijn in cumulatief preferente aandelen tegen een bepaald preferent dividendpercentage. Voor de aanmerkelijkbelangregeling kan dit fiscaal geruisloos als aan de voorwaarden van het besluit van de staatssecretaris van Financiën van 4 september 2012, BLKB2012/101M, Stcrt. 2012, 18480 (het aanmerkelijkbelangbesluit) wordt voldaan. Dit besluit bepaalt dat als de cumulatief preferente aandelen te vereenzelvigen zijn met de in te trekken gewone aandelen, er voor het aanmerkelijk belang geen vervreemding wordt aangenomen. De gewone aandelen zijn volgens paragraaf 4.4 van het besluit te vereenzelvigen met (cumulatief) preferente aandelen als de aan de aandelen verbonden aanspraken op het vermogen van de vennootschap na de statutenwijziging volledig behouden blijven en deze aandelen na statutenwijziging recht op een zakelijk rendement geven. Vervolgens reikt X BV gewone aandelen uit aan de manager. Feitelijk gezien koopt de manager de onderneming van Y door middel van een lening verstrekt door Y in de vorm van (cumulatief) preferente aandelen. Op een gegeven moment zal de manager de lening willen aflossen (de preferente aandelen inkopen) zodat de manager 100% eigenaar van X BV zal zijn. De aflossing van de lening (preferente aandelen) zal plaatsvinden uit ingehouden winsten.

284 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 14-15, MvA, casus 2, en Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 10-11 NNV.

In een situatie als in het voorbeeld kan sprake zijn van een lucratief belang. Er is sprake van een hefboomeffect van de preferente aandelen ten opzichte van de gewone aandelen. Van een lucratief belang is sprake als de gewone aandelen uitgegeven zijn met het oogmerk de manager mede te belonen voor werkzaamheden (art. 3.92b, lid 1, onderdeel a, Wet IB 2001) en deze aandelen voldoen aan de financieringstoets van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001. Ervan uitgaande dat aan de financieringstoets zal zijn voldaan, moet daarnaast beoordeeld worden of objectief bezien de gewone aandelen mede ter beloning verstrekt zijn. Dit kan het geval zijn als het preferente dividend aan de lage kant is, omdat op deze manier de gewone aandelen van de manager een groter deel van de overwinst zal worden toebedeeld.

Of er al dan niet sprake is van normale, zakelijke condities is dan ook (mede) een kwestie van het juist vaststellen van de waarde van de preferente en de normale aandelen, mede gelet op de hoogte van de inbreng van eigen vermogen door de toetreder. Vloeit een relatief groot deel van de overwinst toe naar de gewone aandelen van de manager dan kan dat gezien worden als (mede) een beloning voor de werkzaamheden van deze manager. Als aan de overige eisen van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 wordt voldaan, zal sprake zijn van een lucratief belang.

In de praktijk is het overigens vaak zo dat tussen de overdragende en overnemende partij een familieband bestaat, wat dan de vraag opwerpt of een eventuele bevoordeling voortvloeit uit de familierelatie dan wel in verband staat met verrichte of te verrichten werkzaamheden.[285] In een dergelijk geval zal het beloningsoogmerk eerder ontbreken. Zie voor de mogelijke schenk- en erfbelastingaspecten van bedrijfsopvolgingscasus onderdeel 10.2.5.

Het is in bedrijfopvolgingssituaties van belang om aan de hand van alle feiten en omstandigheden te beoordelen of de aandelen onder precies dezelfde condities kunnen worden verworven als de overige aandelen, of dat er toch een 'beloningselement' te onderkennen is.

9.4.3.4 De statische en de dynamische toets

Een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001[286] moet aan twee cumulatieve eisen voldoen:

1) De verstrekker van dit vermogensbestanddeel of overig recht heeft het oogmerk om de belastingplichtige mede te belonen voor werkzaamheden (art. 3.92b, lid 1 Wet IB 2001, beloningsoogmerk), en
2) het verstrekte vermogensrecht of overig recht voldoet aan in de wet genoemde specifieke (lucratieve) voorwaarden (art. 3.92b, lid 2, 3 of 4 Wet IB 2001, financieringstoets).

De eerstgenoemde eis, die van het beloningsoogmerk, moet eenmalig getoetst worden en wel op het moment van verstrekken van het desbetreffende vermogensbestanddeel. Dit noemt men de 'statische toets'.[287] Is eenmaal vastgesteld dat aan het beloningsoogmerk is voldaan, dan hoeft dit op een later moment niet nogmaals te worden getoetst.

Daarnaast moet vanaf het moment van verstrekken doorlopend in de tijd getoetst worden of voldaan wordt aan de voorwaarden genoemd in het tweede, derde of vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 (de 'dynamische toets').[288] Feitelijk houdt de dynamische toets in dat steeds sprake moet zijn en blijven van een lucratief vermogensrecht in de zin van artikel 3.92b, tweede, derde of vierde lid, van de Wet IB 2001. Is dat niet, of niet langer het geval dan is er op dat moment geen lucratief belang, of eindigt het lucratieve belang.

---

285 M.J. Hoogeveen, Schenken van aanmerkelijkbelangaandelen aan werknemers, WFR 2016/250.

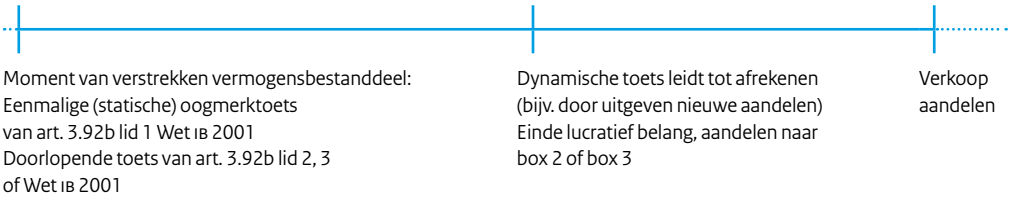
286 Een lucratief belang ex art. 3.92b, lid 1, onderdeel b, Wet IB 2001 (geheel of gedeeltelijke kwijtschelding van schulden) zal in onderdeel 9.4.8 van dit hoofdstuk worden besproken.

287 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 12, MvA.

288 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 13, MvA.

Op het moment van verstrekken van de vermogensbestanddelen moet dus zowel aan de statische als de dynamische toets zijn voldaan, wil er sprake zijn van een lucratief belang. Daarna moet doorlopend in de tijd (dynamisch) worden beoordeeld of de vermogensbestanddelen blijven voldoen aan de eisen in het tweede, derde of vierde lid.

Figuur 71: Tijdlijn beoordelen statische en dynamische toets



De vraag of statisch of dynamisch moet worden getoetst, kan van belang zijn voor de vraag of er gedurende de gehele looptijd van de participatie sprake blijft van een lucratief belang. Wordt bijvoorbeeld door een wijziging in het kapitaal niet langer voldaan aan de wettelijk vastgestelde hefboom, dan moet worden afgerekend, omdat het lucratief belang dan een einde neemt. In de praktijk leidt dit tot situaties waarbij er op het moment van het beëindigen van het lucratief belang nog geen verkoopopbrengst is van de vermogensbestanddelen. Dit wordt ook wel 'phantom income' genoemd. Zie verder over 'phantom income' onderdeel 9.4.3.5.

Als de rechten op het moment van verstrekken aan de statische toets voldoen, maar (nog) niet aan de dynamische toets van artikel 3.92b, tweede lid, derde lid, of vierde lid, van de Wet IB 2001 is er op dat moment dus nog geen sprake van een lucratief belang. Op een later moment zou er alsnog een lucratief belang kunnen ontstaan als de rechten dan (tevens) gaan voldoen aan de voorwaarden genoemd in artikel 3.92b, tweede lid, derde lid, of vierde lid, van de Wet IB 2001. Op grond van artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001 is de startwaarde van het lucratief belang het bedrag dat is opgeofferd voor de rechten. Feitelijk ontstaat er dan materieel terugwerkende kracht.

Daarnaast is de statische en dynamische benadering van belang bij de vraag of de doorschuifregelingen van toepassing zijn bij het lucratief belang. Zie onderdeel 9.6.

Dat volgens de wetsgeschiedenis sprake is van een 'statische toets' maakt het voor de fiscus in sommige gevallen lastiger om aannemelijk te maken dat aandelen op het moment van verstrekken verstrekt zijn met mede het oogmerk om te belonen voor werkzaamheden. Een private-equityfonds zou ertoe kunnen besluiten om de overnamehoudster van een targetvennootschap zodanig te financieren dat het gewone aandelenkapitaal net buiten de hefboomgrens van 10% blijft. De managers kopen op het moment van aanschaf van de targetvennootschap gewone aandelen in de overnamehoudster. De vraag is of de aandelen van de managers in dat geval mede zijn toegekend met het oogmerk op een beloning voor werkzaamheden ('statische toets'). Volgens ons is dat het geval, omdat in deze gevallen wel sprake is van een groot hefboom-effect, dat alleen net niet binnen de grens van 10% komt waardoor niet voldaan wordt aan de financierings-toets van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001. Er is wel een beloningsoogmerk aanwezig.

Als de overnamehoudster op een later moment extra financiering van de private-equitymaatschappij door middel van preferente aandelen aantrekt, ontstaat op dit latere tijdstip een lucratief belang als het gewone aandelenkapitaal onder de grens van 10% van het totale aandelenkapitaal komt. Op dit latere tijdstip is dan ook voldaan aan de financieringstoets van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001, omdat men dan wel onder de grens van 10% komt. Omdat vastgesteld is dat de aandelen op het moment van verstrekken aan de statische toets voldoen, is er op het latere tijdstip zowel voldaan aan de statische oogmerktoets als aan de (dynamische) financieringstoets en ontstaat op dat latere moment dus een lucratief belang. De aandelen 'verhuizen' dan van box 2 of box 3 naar box 1. Op de openingsbalans van het lucratief belang verschijnen de aandelen tegen het oorspronkelijk opgeofferde bedrag, gelet op artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001.

Als een overnamehoudster door een private-equityhuis wordt opgericht met alleen gewone aandelen, is op dat moment geen sprake van een beloningsoogmerk. Er is immers geen sprake van leverage. De aandelen kwalificeren niet voor de statische toets (geen beloning voor werkzaamheden) en de financieringstoets. Zou het private-equityhuis op een later moment besluiten om deze vennootschap te (her)financieren met een groot kapitaal aan preferente aandelen, dan zou het gewone aandelenkapitaal onder de 10% van het totale aandelenkapitaal kunnen komen en is op dat moment aan de financieringstoets voldaan. Dan zou het standpunt kunnen worden ingenomen dat op dat latere moment geen lucratief belang ontstaat, omdat op het moment van verstrekken van de gewone aandelen geen sprake is van een beloning voor werkzaamheden ('statische toets'), omdat de overnamehoudster op het moment van verstrekken van de aandelen uitsluitend gefinancierd is met gewone aandelen. De inspecteur dient dan aannemelijk te maken dat het al van aanvang af bedoeld was om de overnamehoudster aanvullend te financieren met preferente aandelen (zodat sprake is van een beoogde beloning).

Zie in dit verband ook het voorbeeld in het voorlopig verslag van de vaste commissie voor Financiën[289] bij de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen en de memorie van antwoord.[290] Het voorbeeld komt erop neer, dat er in meerdere fasen vermogensrechten worden toegekend aan de werknemer, die ieder op zich niet voldoen aan de in het tweede lid gestelde 10/90-eis. Naar onze mening is deze passage gebaseerd op een al te letterlijke interpretatie van het eerste lid. In onze visie kan er sprake zijn van een participatie verstrekt ter beloning mits er sprake is van enige mate van leverage. Als de 10/90-verhouding op een later moment alsnog wordt bereikt, loopt men op grond van de dynamische toets op dat moment alsnog het lucratiefbelangregime in.

9.4.3.5 'Phantom income'

In het voorgaande onderdeel hebben we gesteld dat er sprake kan zijn van situaties waarbij het lucratief belang een einde neemt, maar waarbij er nog geen sprake is van een gerealiseerde winst op de aandelen. Er is dan sprake van een heffingsmoment, maar de betreffende belastingplichtige beschikt op dat moment nog niet over een daadwerkelijke opbrengst. Hij moet dan belasting voldoen over een nog niet gerealiseerde opbrengst: dit noemt men 'phantom income'. Hierna geven we enkele voorbeelden van situaties waarbij sprake is van 'phantom income'.

289 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 7, vv Vaste commissie voor financiën, casus 1.
290 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 12, MvA.

Zoals in onderdeel 9.4.3.4 vermeld, is de financieringstoets een dynamische toets. Dit betekent dat een lucratief belang kan verdwijnen als niet langer aan de financieringstoets wordt voldaan. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als er nieuwe gewone aandelen worden uitgegeven ('verwatering'), waardoor het geplaatste pakket gewone aandelen stijgt boven de grens van 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal. Ook kan het zo zijn dat de vennootschap juist preferente aandelen heeft ingekocht, waardoor het gewone aandelenkapitaal van de vennootschap boven de 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal uitkomt. In deze gevallen moet worden afgerekend over de waarde van het lucratief belang en ontstaat er dus 'phantom income'.

Er zijn nog meer voorbeelden te noemen van 'phantom income'. Bijvoorbeeld in het geval van een aflopende ratchet.[291] Na afloop van het aantal jaren is duidelijk of al dan niet extra aandelen zijn uitgekeerd. Vanaf dat moment kan sprake zijn van een 'gewone' aandelenparticipatie en niet meer van een lucratief belang.

Ook kan door een herfinanciering sprake zijn van het niet langer aanwezig zijn van een lucratief belang. De verhoudingen van het kapitaal van de vennootschap zijn dan zodanig gewijzigd dat niet langer wordt voldaan aan de in de wet neergelegde hefboom.

Volgens de staatssecretaris kan het probleem van phantom income gemakkelijk worden opgelost door de vennootschap in dergelijke gevallen een evenredige hoeveelheid gewone aandelen te laten inkopen. Of door aan de gewone aandelen een aantal bijzondere voorwaarden te koppelen, zoals de later te bespreken ratchets.[292] Daardoor blijft de vennootschap voldoen aan de financieringstoets en blijft er sprake van een lucratief belang.

Voor lucratiefbelangposities die ontstaan als gevolg van de invoering van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen met ingang van 1 januari 2009, waarbij phantom income wordt geconstateerd als gevolg van het verdwijnen van een lucratiefbelangpositie, is in de wetsgeschiedenis opgemerkt dat in de beleidssfeer een regeling zal worden getroffen. Hiervoor zou een doorschuifregeling worden ontworpen conform het fictief aanmerkelijk belang.[293] Een beleidsbesluit over dit onderwerp is echter nimmer verschenen.

Voor lucratiefbelangposities na de inwerkingtreding van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen voorziet het kabinet geen structurele problemen, omdat volgens het kabinet bij het structureren van dergelijke lucratiefbelangposities met phantom income rekening kan worden gehouden.[294] In de praktijk doen zich echter wel gevallen voor waarin sprake is van phantom income. Bijvoorbeeld als enkele investeerders in de target om hen moverende redenen besluit om een groot gedeelte van het uitstaande preferente aandelenkapitaal in te kopen, waardoor het geplaatste gewone aandelenkapitaal meer is dan 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal. In dat geval zal in het lucratief belang moeten worden afgerekend over inkomen dat nog niet cash voorhanden is. We merken verder op dat een faciliteit in de IW 1990, vergelijkbaar met artikel 25, veertiende lid van de IW 1990 voor einde TBS, ontbreekt.

291 Zie voor ratchets uitgebreid onderdeel 9.4.7.2.4.

292 Handelingen I, 2008/09, 13-618. Hoe die koppeling er precies uit zou moeten zien, zegt de staatssecretaris niet. Zie in dit verband ook Kamerstukken I, 2008/09, 31 459, pag. 15, MvA: *De aandelen die op zich geen lucratief belang vormen – gaan dat door de putoptie ook niet worden. Daarvoor is in deze casus onvoldoende samenhang*. Zie tevens de discussie over 'stripinvesteringen' in onderdeel 9.4.7.1.5 van dit rapport.

293 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 14, NNV.

294 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 14, NNV.

9.4.4 Lucratieve aandelen (art. 3.92b, lid 2, letter a, Wet IB 2001)

Artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 merkt bepaalde onmiddellijk of middellijk gehouden aandelen aan als een lucratief belang, als de voordelen die behaald worden met deze aandelen mede beoogd zijn als een beloning voor werkzaamheden. De aandelen waar artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 op ziet, zijn in artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 omschreven.

Volgens het tweede lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 moet het gaan om aandelen in een kapitaalvennootschap (bijvoorbeeld een nv of bv) die verschillende soorten aandelen heeft, indien het aandelen betreft van een soort:

- die is achtergesteld bij andere soorten en het totale geplaatste aandelenkapitaal van die achtergestelde soort minder is dan 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal van de vennootschap ('hefboomaandelen'), of
- met een preferentie van ten minste 15% dividend per jaar (zie onderdeel 9.4.5).

Geplaatst aandelenkapitaal

Het moet dus gaan om een kapitaalvennootschap waarvan het geplaatste aandelenkapitaal uit verschillende soorten aandelen bestaat, waarbij in het geval van hefboomaandelen zoals genoemd in onderdeel a, de ene geplaatste soort aandelen (de lucratieve soort) is achtergesteld bij de andere geplaatste soorten aandelen. Het begrip 'geplaatst aandelenkapitaal' is een civielrechtelijk begrip. Agio en informeel kapitaal vallen niet onder dit begrip. Zie echter onderdeel 9.4.7: in de economische benadering van het vierde lid van artikel 92b van de Wet IB 2001 telt agio wel mee.

Certificaten van aandelen

In de parlementaire behandeling van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen is op vragen van de NOB bevestigd dat voor de behandeling van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 certificaten van aandelen op dezelfde manier zullen worden behandeld als aandelen.[295]

Soortaandeel

Het begrip 'soortaandeel' moet volgens de nota naar aanleiding van het nader verslag worden uitgelegd conform artikel 4.7 van de Wet IB 2001.[296] Aandelen die van elkaar verschillen en daardoor niet dooreen leverbaar zijn, behoren in principe tot een aparte soort.[297] De verschillen tussen de soorten aandelen moeten blijken uit de statuten van de vennootschap. Zie voor een verdere uitwerking van het begrip soortaandeel onderdeel 8.4.6 (soortregeling in het aanmerkelijk belang).

De verschillen tussen de verschillende soorten moeten blijken uit de statuten van de vennootschap. Soms zijn de verschillen opgenomen in de certificeringsvoorwaarden van de STAK. In economische zin is dan wel sprake van een soort, terwijl de certificaten geen soort vormen in de zin van artikel 4.7 van de Wet IB 2001.

Is er geen sprake van een aparte soort aandelen, dan wordt daarmee niet voldaan aan de voorwaarden van het tweede lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Er kan dan mogelijk nog wel sprake zijn van een lucratief belang op grond van het vierde lid (vangnet) van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Zie hiervoor onderdeel 9.4.7.1 en verder, bijvoorbeeld rechten die economisch vergelijkbaar zijn met gehouden aandelen en zogenoemde 'threshold'- of 'hurdle'-aandelen.[298] Ook als er sprake is van één soort aandelen in combinatie met financiering door middel van aandeelhoudersleningen kan er sprake zijn van een lucratief belang in de zin van het vierde lid (zie onderdeel 9.4.7.1.1).

295 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 21, NV.
296 Zie het arrest Hoge Raad 16 december 2011, nr. 10/00158, ECLI:NL:HR:2011:BN7252, BNB 2012/81.
297 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 23, NNV.
298 Zie voor een beschrijving van deze threshold- en hurdleaandelen onderdeel 9.4.7.1.2.

Hefboomaandelen
Uit de tekst van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 volgt dat het geplaatste kapitaal van de vennootschap voor maximaal 90% uit (cumulatief) preferente aandelen mag bestaan en voor ten minste 10% uit gewone aandelen zonder dat sprake is van lucratieve aandelen. Hiermee wordt in de wet het hefboomeffect omschreven.[299] De tekst in artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001, die de hefboom definieert, noemt men ook wel de financieringstoets. De financieringstoets is een dynamische toets, omdat doorlopend in de tijd moet worden beoordeeld of aan deze toets wordt voldaan (zie onderdeel 9.4.3.4).

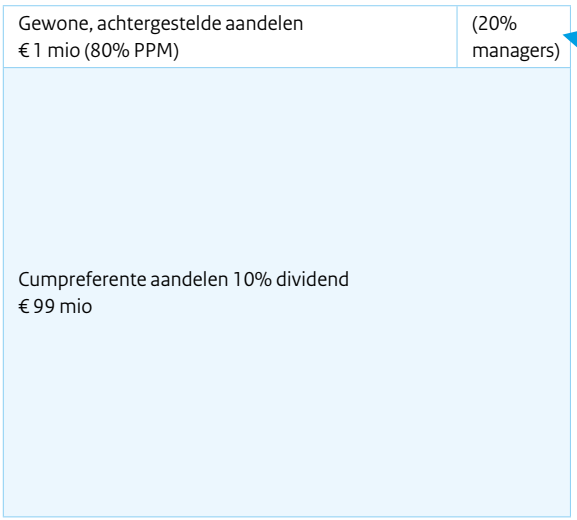
Als voldaan wordt aan de financieringstoets (de achtergestelde soort geplaatste aandelen is dan kleiner dan 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal) en op het moment van verstrekken (statische toets) is aannemelijk dat de voordelen die met de aandelen worden behaald mede een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden van de belastingplichtige of een met hem verbonden persoon, dan vormen de gewone aandelen een lucratief belang ('hefboomaandelen'). Als eenmaal aan de financieringstoets is voldaan, is vaak aannemelijk dat de voordelen die verband houden met de verstrekking van de (hefboom)aandelen mede beogen een beloning te zijn, omdat een onafhankelijke, zakelijk handelende derde nooit zo'n groot bedrag aan preferent aandelenkapitaal zal storten en een dergelijk bedrag aan overwinst op de gewone aandelen zou laten vallen zonder dat hij daar zelf van kan profiteren.

In de memorie van toelichting staat het volgende voorbeeld met betrekking tot hefboomaandelen: [300]

> **Voorbeeld lucratieve aandelen die meer dan evenredig delen in de winst**
> Het aandelenkapitaal van een overnamevennootschap is verdeeld in twee soorten aandelen. De eerste soort aandelen heeft recht op 10% cumulatief preferent dividend per jaar en de tweede soort aandelen zijn daarop achtergesteld, maar delen volledig in de overwinst van de vennootschap. Van de eerste soort is € 99 000 000 (bij het private equityhuis) geplaatst en van de tweede soort € 1 000 000. Daarnaast is de overnamevennootschap gefinancierd met een grote lening tegen een marktconforme rente. Aan winst wordt in het eerste jaar niets uitgekeerd en in het tweede jaar € 40 000 000. De eerste soort heeft dan – voor de eerste twee jaar – recht op € 19 800 000 dividend en de tweede soort heeft recht op de overwinst van € 20 200 000. De managers die zijn betrokken bij het private equity-huis en het hogere management van de (overgenomen) vennootschap hebben gezamenlijk 20% van de aandelen van de tweede soort (de overige 80% heeft het private equity-huis). Het hefboomeffect is hier goed zichtbaar: op een gezamenlijke investering van de managers van € 200 000 wordt na twee jaar een dividend ontvangen van € 4 040 000. Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, Wet IB 2001 wordt dit dividend van € 4 040 000 als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

299 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 11, MvT.
300 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 12, MvT.

Figuur 72: De gewone aandelen vormen hefboomaandelen



De gewone, achtergestelde aandelen zijn een soort in de zin van artikel 4.7 van de Wet IB 2001 en vormen minder dan 10% van het totaal geplaatste aandelenkapitaal. De managers ontvangen op een (relatief kleine) kapitaalsinvestering van € 200.000 een overwinst in de vorm van dividend van € 4.040.000. De gewone, achtergestelde aandelen vormen voor de managers een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onder a, van de Wet IB 2001.

9.4.5 Aandelen met een preferentie van ten minste 15% (art. 3.92b, lid 2, letter b, Wet IB 2001)

Uit artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 volgt dat ook aandelen met een preferentie van ten minste 15% dividend per jaar[301] een lucratief belang kunnen zijn. Het lucratieve karakter van dit type aandelen zit dan in het ongebruikelijk hoge dividendpercentage.[302] De wetgever heeft niet aangegeven wat hij exact verstaat onder 'aandelen met een preferentie van ten minste 15%'. Naar het spraakgebruik te oordelen zal hiermee bedoeld zijn aandelen met een preferentie op de winst van ten minste 15% per jaar van het door de belastingplichtige gestorte preferente aandelenkapitaal (de hoofdsom). Als aannemelijk kan worden gemaakt dat het rendement op deze lucratieve preferente aandelen verstrekt is mede met het oogmerk van beloning voor werkzaamheden, dan is sprake van een lucratief belang ex artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001.[303]

Ook de toets van het dividendpercentage is een dynamische toets. Er moet sprake blijven van een preferentie van ten minste 15%. Is dat niet langer het geval, dan is niet langer sprake van een lucratief belang en moet er worden afgerekend over de waarde van het lucratief belang (tenzij wordt voldaan aan een van de andere voorwaarden van het lucratief belang).

Als een aandeel een preferentie heeft van minder dan 15% valt deze niet onder het tweede lid, letter b. Wordt het preferente aandeel in combinatie met andere vermogensrechten toegekend, dan kan mogelijk sprake zijn van een situatie die onder het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 valt. Zie verder onderdeel 9.4.7, bijvoorbeeld het onderdeel 'strips'.

301 Dit worden ook wel 'bleeders' genoemd; de onderneming 'bloedt dood' door het zeer hoge dividendpercentage.
302 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 12, MvT.
303 Ook dit moet objectief getoetst worden.

In de memorie van toelichting is het volgende voorbeeld gegeven met betrekking tot lucratieve preferente aandelen: [304]

> **Voorbeeld lucratieve preferente aandelen**
> Het aandelenkapitaal van een overnamevennootschap is verdeeld in twee soorten aandelen. De eerste soort aandelen heeft recht op 30% cumulatief preferent dividend per jaar en de tweede soort aandelen zijn daarop achtergesteld, maar delen volledig in de overwinst van de vennootschap. Van de eerste soort is € 90 000 000 geplaatst (waarvan € 86 000 000 bij het private equity-huis en € 4 000 000 bij de managers betrokken bij het private equity-huis en het hogere management van de overgenomen vennootschap gezamenlijk) en van de tweede soort € 10 000 000 bij het private equity-huis. De managers betrokken bij het private equity-huis en het hogere management van de overgenomen vennootschap kunnen hun aandelen voor 90% financieren door middel van een lening van 5% per jaar, aangetrokken bij een dochtermaatschappij van het private equity-fonds. Aan winst wordt in het eerste jaar niets uitgekeerd en in het tweede jaar € 36 000 000. De eerste soort heeft dan – voor de twee jaar – recht op € 54 000 000 dividend, wat beperkt wordt tot een dividend van € 36 000 000. De tweede soort heeft geen recht op dividend.
>
> De managers betrokken bij het private equity-huis en het hogere management van de overgenomen vennootschap ontvangen gezamenlijk € 1 600 000. Aan rente betalen ze 5% per jaar over € 3 600 000, dus € 360 000. Het lucratieve karakter van deze cumulatief preferente aandelen is hier goed zichtbaar: op een gezamenlijke investering van de managers van € 400 000 wordt na twee jaar een nettowinst behaald van € 1 240 000. Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, Wet IB 2001 wordt deze nettowinst van € 1 240 000 als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

9.4.6 Lucratieve vorderingen (art. 3.92b, lid 3, Wet IB 2001)

Naast bepaalde aandelen kunnen sommige vorderingen volgens artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 een lucratief belang zijn, als de voordelen die behaald worden met deze vordering mede beoogd zijn als een beloning voor werkzaamheden. De vorderingen waar artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 op ziet, zijn in artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 omschreven. Een onmiddellijk of middellijk gehouden vordering kan dus eveneens een lucratief belang vormen (lucratieve vordering).

Artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 merkt als een lucratieve vordering aan:

> Vorderingen:
> 1) Waarvan het rendement in enigszins belangrijke mate afhankelijk is van managementdoeleinden of aandeelhoudersdoeleinden zoals winst, omzet, kostenvermindering, aantrekken van financieringsbronnen, het gereed maken voor verkoop of overname van een onderneming of onderdelen daarvan, het aankopen of overnemen van ondernemingen of onderdelen daarvan, of
> 2) die in enigszins belangrijke mate in waarde vermeerderen bij een verkoop of overname van een onderneming, dan wel bij een wijziging van een belang in een onderneming.

'In enigszins belangrijke mate' komt overeen met ten minste 15%.[305]

304 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 12, MvT.
305 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT. Zie ook de conclusie van A-G Wattel, ECLI:NL:PHR:2002:AB2856 bij HR 8 februari 2002, nr. 36 358, ECLI:NL:HR:2002:AB2856, BNB 2002/118 over de uitleg van art. 15b (oud) Wet Vpb 1969.

De hiervoor omschreven definitie van een lucratieve vordering is ruim.[306] In de praktijk komen winstdelende vorderingen ('profit sharing loans') regelmatig voor en zij zullen snel aan de hiervoor omschreven definitie voldoen.

Als een vordering voldoet aan artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 moet ook getoetst worden of een dergelijke vordering verstrekt is mede met het oogmerk van beloning voor werkzaamheden (art. 3.92b, lid 1, Wet IB 2001). Of de rendementen op de vordering (mede) aan te merken zijn als een beloning voor werkzaamheden hangt af van de voorwaarden van de vordering. Hoe lucratiever de uitkeringsvoorwaarden op de vordering, hoe sneller sprake zal zijn van een beloning die gedeeltelijk verband houdt met werkzaamheden, en niet met verstrekt kapitaal. Omdat er dan een excessief rendement op de vordering wordt behaald kan sprake zijn van een beloning voor werkzaamheden.

Ook moet beoordeeld worden of eventuele derden eveneens in eenzelfde vordering onder dezelfde voorwaarden participeren, om te kunnen beoordelen of er een verband met werkzaamheden is. Als derden, niet-werknemers, onder precies dezelfde condities kunnen participeren, is er geen verband met werkzaamheden en dus ook geen toegekende beloning voor werkzaamheden. Participeren derden onder andere condities, dan kan het excessieve rendement op de vordering een beloning voor werkzaamheden zijn. Als aannemelijk kan worden gemaakt dat de vordering verstrekt is als een beloning voor werkzaamheden, is de vordering aan te merken als een lucratief belang en valt het gehele rendement onder het lucratief belang.

Ook hier geldt dat steeds sprake moet blijven van een lucratieve vordering (dynamische toets). Is dat niet het geval, dan is niet langer sprake van een lucratief belang en zal er moeten worden afgerekend over de waarde van het lucratief belang ('lucratieve vordering') en ontstaat er phantom income.

Overigens kan in deze situatie ook de loonstelling aan de orde zijn.

In de parlementaire geschiedenis is het volgende voorbeeld opgenomen van een lucratieve vordering:[307]

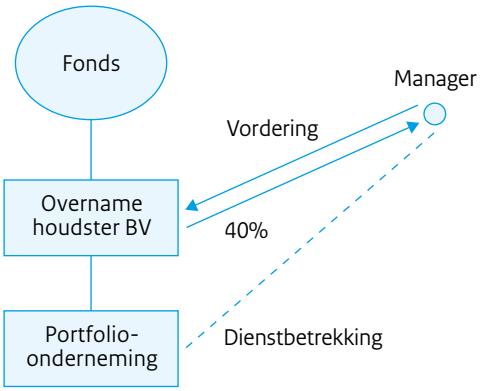
> Het topmanagement van een overgenomen vennootschap heeft een vordering op een (houdster-vennootschap van een) private equity-fonds[308] dat de vennootschap heeft overgenomen. De vordering heeft een rente, waarvan het percentage afhankelijk is van de winst van de overgenomen vennootschap en kan oplopen tot 40% per jaar.
>
> Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 in verbinding met het derde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 wordt deze rente als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

306 Voor de heffing van vennootschapsbelasting en tbs-regeling in de IB is het de vraag of een dergelijke lening een 'echte' lening is, een zogenoemde 'onzakelijke lening' of toch een vorm van aandelenkapitaal (bijvoorbeeld een zogenoemde deelnemerschapslening of bodemloze putlening). Met deze vraag hangt samen hoe het rendement op het ter beschikking gestelde vermogen moet worden gekwalificeerd: als rente of als dividend.

307 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT.

308 Bedoeld zal zijn een overnamehoudster.

Figuur 73: Vordering op overnamehoudster met winstafhankelijke rente van 40%



In de uitspraak van rechtbank Den Haag van 2 februari 2017, ECLI:NL:RBDHA:2017:1491 was de vraag aan de orde of sprake was van een lucratief belang. Daarnaast speelden in deze casus een aantal formeelrechtelijke aspecten rondom de bevoegdheid van de inspecteur om een navorderingsaanslag op te leggen. Aan belanghebbende waren (certificaten ter financiering van) een winstdelende lening verstrekt aan het concern waar hij als manager in dienst was. Het concern was in 2005 gekocht door een participatiemaatschappij, waarbij belanghebbende in de gelegenheid was gesteld om te participeren middels een winstdelende lening. In 2011 werd het X concern weer verkocht met als gevolg een aflossing van de winstdelende lening en een uitkering op de certificaten. De rechtbank overweegt dat vast staat dat belanghebbende in zijn functie van IT-manager, evenals een aantal andere managers, kon investeren in een managementparticipatie. Eveneens staat vast dat de mogelijkheid om te kunnen inschrijven op de participatie slechts open stond voor een beperkte groep managers werkzaam bij het concern. Hiermee komt de managementparticipatie onder het bereik van art. 3.92b van de Wet IB 2001, aldus de rechtbank.

9.4.7 Lucratieve rechten (art. 3.92b, lid 4, Wet IB 2001)

Tot slot bepaalt artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 dat bepaalde rechten als bedoeld in artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 een lucratief belang zijn.

Artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 bevat een uitbreiding van het lucratief belang. Het gaat hier in de eerste plaats om *zelfstandige vermogensrechten* die *economisch overeenkomen of vergelijkbaar zijn* met aandelen of vorderingen als bedoeld in artikel 3.92b, tweede of derde lid, van de Wet IB 2001. Deze eerste categorie van het vierde lid wordt hierna aangeduid met 'economisch vergelijkbare rechten'. In de tweede plaats behandelt artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 nog de zogenoemde *overige rechten en verplichtingen*.

Het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 fungeert in feite als een vangnetbepaling. In de literatuur wordt wel gesteld dat het vierde lid een anti-ontgaansbepaling is.[309] In de parlementaire behandeling van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen is een groot aantal voorbeelden genoemd van situaties die niet onder het tweede of derde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 vallen, maar volgens de regering wel een lucratief belang vormen in de zin van het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 heeft in de praktijk daarom een belangrijke functie.

309 R.H. Happé, 2011, 'Belastingrecht en de geest van de wet', Tilburg University, pag. 44.

Ook artikel 3.92b, vierde lid van de Wet IB 2001 moet (net als de posities van het tweede en derde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001) doorlopend in de tijd worden getoetst. Ook bij de toepassing van artikel 3.92, vierde lid van de Wet IB 2001 moet daarnaast worden getoetst aan de voorwaarden van artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 (het beloningsoogmerk).

In onderdeel 9.4.7.1 bespreken we eerst de economisch vergelijkbare vermogensrechten. Daarna volgen in onderdeel 9.4.7.2 de overige rechten en verplichtingen.

9.4.7.1 Economisch vergelijkbare rechten (art. 3.92b, lid 4, eerste volzin, Wet IB 2001)

In artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 worden de zogenoemde economisch vergelijkbare rechten omschreven. Dit is een belangrijke bepaling, omdat in de praktijk vermogensrechten vaak (net) niet vallen onder artikel 3.92b, tweede lid, en derde lid, van de Wet IB 2001, maar wel onder artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001. Economisch vergelijkbare rechten kunnen zowel middellijk als onmiddellijk worden gehouden.

Volgens de systematiek van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 moet eerst beoordeeld worden of een vermogensbestanddeel is aan te merken als een lucratief aandeel in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a of b, van de Wet IB 2001, of als een lucratieve vordering op grond van artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001. Voldoet het vermogensbestanddeel niet aan de eisen van artikel 3.92b, tweede of derde lid, van de Wet IB 2001 dan komt men uit in artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001.

Met economisch vergelijkbare rechten wordt het volgende bedoeld. Als een vermogensrecht, waaronder een aandeel of vordering, niet voldoet aan de voorwaarden van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, of b, van de Wet IB 2001 dan wel aan het artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001, is er toch sprake van een lucratief vermogensrecht (aandeel of vordering) als dit aandeel of deze vordering economisch gezien te vergelijken is met een 'art. 3.92b, lid 2, onderdeel a of b-aandeel' of een 'art. 3.92b, lid 3-vordering' zoals hiervoor besproken. De memorie van toelichting Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen verwoordt dit op pagina 13 als volgt:

> In het eerste lid, in verbinding met het vierde lid, gaat het om vermogensrechten die economisch overeenkomen met of vergelijkbaar zijn met aandelen als bedoeld in het tweede lid of vorderingen als bedoeld in het derde lid. Daarbij kan gedacht worden aan een samenstel van vermogensrechten, waarbij het waardeverloop van een aandeel als bedoeld in het tweede lid gevolgd wordt.

Artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 strekt er dus toe economisch vergelijkbare situaties die civieljuridisch gezien niet gelijk zijn, toch gelijk te behandelen. Zou het vierde lid ontbreken, dan zou het gemakkelijk zijn om de lucratiefbelangregeling te ontlopen door een in economische zin met een aandeel of vordering vergelijkbaar recht te creëren dat naar de letter niet onder het tweede of derde lid valt, maar in economische zin exact dezelfde functie heeft als bedoelde vermogensbestandelen uit het tweede of derde lid.

Een economisch vergelijkbare situatie met 'art. 3.92b, lid 2, onderdeel a-aandelen' kan men bijvoorbeeld bereiken door de vennootschap niet te financieren met preferente aandelen, maar met aandeelhoudersleningen of door een laag bedrag aan preferent aandelenkapitaal te plaatsen en daarop een groot bedrag aan agio te storten. In economische zin wordt eenzelfde hefboom bereikt als omschreven in het tweede lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. In de wetsgeschiedenis is een aantal voorbeelden opgenomen, die we hierna samen met een aantal in de praktijk regelmatig voorkomende situaties zullen uitwerken.

De toets die volgens de wetsgeschiedenis voor artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 moet worden aangelegd, is of het op de gewone aandelen gestorte vermogen minder is dan 10% van het totale gestorte vermogen van de eigen vermogenverschaffers.[310] Onder dit totale gestorte vermogen van de eigen vermogenverschaffers moet onder meer worden verstaan: agio, informeel kapitaal en het bedrag van de leningen verstrekt door aandeelhouders.[311]

Als het op het gewone aandelenkapitaal gestorte vermogen minder is dan 10% van het gestorte bedrag aan aandeelhoudersfinanciering in de vennootschap (de aandeelhouderslening en het gestorte bedrag aan gewoon en preferent aandelenkapitaal tezamen), dan zijn de gewone aandelen volgens art, 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 vergelijkbaar met lucratieve aandelen in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001.[312] Het waardeverloop van een 'art. 3.92b, lid 2, onderdeel a-aandeel' wordt dan gevolgd. De gewone aandelen zijn dan (toch) aan te merken als lucratieve aandelen (lucratieve rechten) op grond van artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 in combinatie met artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001.

In het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 is niet geregeld hoe groot de bedoelde hefboom moet zijn om als lucratief belang te worden aangemerkt. Omdat een vergelijk wordt gemaakt met de aandelen van artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001, ligt een hefboom van ten minste 1 op 10 voor de hand.[313] Anders zou artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 een dode letter vormen waar men alsnog onderuit zou kunnen komen door een beroep te doen op het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. De toets in het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 moet met inachtneming van alle feiten en omstandigheden van het specifieke geval worden beoordeeld.

9.4.7.1.1 Eén soort aandelen, hefboom door middel van vreemd vermogen

In artikel 3.92b, tweede lid, aanhef, van de Wet IB 2001 wordt gesproken over verschillende soorten aandelen. Economisch gezien kan ook een lucratief aandeel 'gecreëerd' worden door een vennootschap niet met preferente aandelen te financieren, maar met aandeelhoudersleningen. Ook dan is er sprake van een hefboomeffect omdat, net als bij preferente aandelen, de lening bij de verdeling van de opbrengsten van de vennootschap vóór gaat op gewone aandelen. De gewone aandelen zijn dus achtergesteld bij de leningen. Economisch gezien is dit te vergelijken met verschillende soorten aandelen in een vennootschap, waarbij de ene soort (de gewone aandelen) is achtergesteld bij de andere soort (bijvoorbeeld preferente aandelen).[314]

---

310 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. E, pag. 3, Verslag van een schriftelijk overleg, met een weergave van de vraag van de CDA-fractie inzake welke toets voor art. 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, Wet IB 2001 moet worden aangebracht en wat onder vermogen moet worden verstaan. Het CDA vraagt te bevestigen dat de conclusie juist is dat: *Dit betekent dat de toets moet worden aangelegd of sprake is van een aandelensoort waarvan het daarop ingelegde vermogen minder beloopt dan 10% van het totale door de eigen vermogensverschaffers ingelegde vermogen (...)* en *(...) Onder vermogen moet in dit verband mede worden verstaan agio, informeel kapitaal en het bedrag van de leningen verstrekt door aandeelhouders.(...).* Op pagina 7 en 8 van het Verslag van het schriftelijk overleg bevestigt het kabinet de zienswijze van het CDA.

311 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. E, pag. 3, 7 en 8, Verslag van een schriftelijk overleg.

312 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT.

313 J.C.M. van Sonderen, 2010, 'Aandelen als arbeidsbeloning', in: Wetgevingskunsten (Vriendenbundel voor Jan Kees Bartel), pag. 224-225.

314 De aandeelhouderslening kan ook zijn verstrekt aan een (klein)dochtervennootschap van de vennootschap waarin de gewone aandelen zijn verkregen. Ook dan kan er sprake zijn van een lucratief belang in de moeder- of grootmoedervennootschap waarin de gewone aandelen worden gehouden omdat economisch gezien de gewone aandelen in de moedervennootschap achtergesteld zijn ten opzichte van de aandeelhouderslening in de (klein)dochtervennootschap. Nadat de rente is betaald, delen de gewone aandelen in de moedervennootschap onevenredig mee in de overwinst van de (klein)dochtervennootschap via een dividenduitkering van de (klein)dochtervennootschap naar de moedervennootschap.

Onder meer voor deze in de praktijk vaak voorkomende situatie is artikel 3.92b, vierde lid, 1e volzin tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 bedoeld. In het verslag van een schriftelijk overleg Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen wordt over leningen het volgende opgemerkt: [315]

> Daarbij moet gedacht worden aan het aanvullend financieren met een achtergestelde lening die in materiële zin kwalificeert als eigen vermogen. Dat sluit aan bij de mogelijkheid om te heffen indien er sprake is van één soort aandelen.

Ook hier kan de opmerking geplaatst worden dat externe financiering in de vorm van een lening, bijvoorbeeld van een bank (die geen aandeelhouder van de betreffende vennootschap is), hierbij buiten beschouwing kan worden gelaten als deze is aangegaan door een zakelijk handelende derde partij. Deze externe financiering zal doorgaans zakelijk zijn, en de achterstelling van de 'gewone' aandelen en de daarop vallende (over)winst is dan waarschijnlijk niet bedoeld als een beloning voor werkzaamheden.[316] Dit moet echter van geval tot geval worden beoordeeld.

In de toelichting bij de nota van wijziging Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen wordt nog het volgende opgemerkt: [317]

> Daarnaast gaat het om situaties dat sprake is van één soort aandelen, die derhalve niet rechtstreeks onder de tekst van artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet inkomstenbelasting 2001 vallen, maar waarbij wel een, gelet op de feiten en omstandigheden, in economische opzicht vergelijkbaar effect wordt bereikt. Als sprake is van een vennootschap met een extreme financiering, dus nauwelijks aandelenkapitaal en een hele hoge – deels van concernmaatschappijen van het private equity-huis afkomstige achtergestelde – financiering, zodat een hefboomeffect wordt gecreëerd dat tot een excessief rendement kan leiden, dan is dat, gelet op de feiten en omstandigheden, in economisch opzicht gelijk te stellen aan een situatie van verschillende soorten aandelen, waarvan één een preferentie heeft van ten minste 15% dividend per jaar, wat overeenkomt met het voorgestelde artikel 3.92b, tweede lid, aanhef en onderdeel b, Wet IB 2001.[318]

Conclusie: ook als er sprake is van één soort aandelen kan er sprake zijn van een lucratief belang, als de hefboom zich voordoet door middel van aandeelhoudersleningen.

---

315 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. E, pag. 3, 7 en 8, Verslag van een schriftelijk overleg.

316 Dit blijkt ook uit het hiervoor aangehaalde Verslag van een schriftelijk overleg.

317 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 7, pag. 2, NvW.

318 De hierboven vermelde vergelijking met artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 is niet correct; dit moet artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 zijn. Dit blijkt uit een opmerking van de staatssecretaris tijdens de behandeling van het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in de Tweede Kamer.
Handelingen II 2007/08, 107-7871: Een ander voorbeeld is een situatie waarin sprake is van één soort aandelen in combinatie met een achtergestelde lening in de verhouding van ten minste 1:10 (...). Dat voorbeeld is ook bij de toelichting bij de nota van wijziging genoemd (...). De achtergestelde lening vervult hiermee dus dezelfde functie als in de situatie van de meerdere soorten aandelen, een soort aandelen die niet in de overwinst deelt. Dat betekent dus dat er sprake is van een economische vergelijkbaarheid met de aandelen met een hefboomwerking. Ter verduidelijking zeg ik erbij dat het dus niet, zoals wordt gesuggereerd in de toelichting bij de nota van wijziging, gaat om de vergelijking met de aandelen met een preferentie van ten minste 15%. Het gaat dus om de vergelijking met de hefboomwerking, het archetype waarbij er een aandelensoort is die minder dan 10% deelneemt van het totale aandelenkapitaal.
En Handelingen II 2007/08, 107-7871: Op het punt dat ik net heb aangegeven betreft het echt uitsluitend de verwijzing naar het type van twee verschillende aandelensoorten: achtergesteld, minder dan 10% van het totale belang, waardoor de hefboomwerking wordt gegeven. Dus in de toelichting bij de nota van wijziging is een bepaalde verwijzing opgenomen. Op dat punt moet dus worden verwezen naar de aandelen met twee verschillende soorten en dus niet met de cumprefs.

9.4.7.1.2 *Threshold- of hurdle-aandelen*

In de praktijk komt het steeds vaker voor dat er fiscaalrechtelijk (beoordeeld op grond van artikel 4.7 van de Wet IB 2001) sprake is van één soort aandelen (wat dan blijkt uit de statuten van de vennootschap), maar dat er in economische zin toch sprake is van verschillende soorten aandelen. Dit verschil volgt dan uit de tussen de aandeelhouders gesloten aandeelhoudersovereenkomst.

In een dergelijke aandeelhoudersovereenkomst is bijvoorbeeld geregeld dat de aandelen van de manager pas meedelen in de winst boven een bepaald bedrag. Voor het aanmerkelijk belang is dan sprake van één soort aandelen, omdat deze afspraak niet in de statuten van de vennootschap is vastgelegd. Deze afspraken binden civielrechtelijk gezien slechts de aandeelhouders, maar zien niet op de aandelen zelf, zodat er sprake blijft van één soort aandelen in de zin van artikel 4.7 van de Wet IB 2001. Economisch gezien is er echter wel sprake van verschillende soorten aandelen, omdat de aandelen van de manager pas meedelen in de winst boven een bepaald bedrag (de drempel, 'hurdle', of 'threshold').[319] De aandelen van de manager zijn economisch gezien ook achtergesteld bij de overige aandelen van het private-equityfonds, omdat bij de verdeling van de opbrengsten van de vennootschap deze opbrengsten eerst naar de door de investeerders gehouden aandelen gaan tot een bepaalde hoogte (de drempel) en daarna, als er nog een restant opbrengst (overwinst) is, deze restant opbrengst evenredig wordt verdeeld tussen de aandelen van de manager(s) en de aandelen van de investeerders.

De aandelen van de investeerders in het fonds zijn dus feitelijk preferent tot het drempelbedrag en de aandelen van de manager zijn dus feitelijk achtergesteld, want deze delen pas mee in de winst nadat het drempelbedrag is overschreden. De achterstelling is echter niet statutair bepaald, maar (slechts) contractueel. De winstverdeling van de overwinst geschiedt doorgaans op evenredige wijze: zowel de investeerders als de manager krijgen een evenredig deel van de overwinst. Bijzonder in dit geval is dus dat de verschaffers van het feitelijke preferente vermogen ook nog eens op evenredige wijze delen in de overwinst.

Door de manager gehouden aandelen die pas meedelen in de winst nadat de threshold is bereikt, hebben economisch gezien dus veel weg van 'art. 3.92b, lid 2, onderdeel a-aandelen'. Als het door de managers gestorte bedrag op de door hen gehouden aandelen minder is dan 10% van het totale op alle aandelen gestorte bedrag in de vennootschap, dan zijn dergelijke door de managers gehouden aandelen dus lucratieve rechten als bedoeld in artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001. Het waardeverloop van de door de managers gehouden aandelen volgt dan het waardeverloop van aandelen als bedoeld in artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001.

9.4.7.1.3 *Bijgeschreven dividend en rente*

Als de investering van het management in gewone aandelen van een overnamehoudster op het moment van overname van de targetvennootschap geen lucratief belang is omdat het gewone geplaatste aandelenkapitaal 10% of meer is ten opzichte van het totale geplaatste aandelenkapitaal (inclusief preferente aandelen) kan dit, indien een aantal managers later instapt, wel een lucratief belang gaan vormen.

Stel dat een overnamehoudster gefinancierd is met preferente en gewone aandelen en op het moment van verstrekking van de gewone aandelen aan het management geen sprake is van een lucratief belang (art. 3.92b, lid 2, onderdeel a, Wet IB 2001). Vaak wordt dan de preferente vergoeding bijgeschreven bij het gestorte preferente aandelenkapitaal en wordt hierover wederom een preferent dividend berekend en later wederom bij het preferente aandelenkapitaal bijgeschreven (samengestelde interest of dividend). Het bijgeschreven dividend is economisch gezien te vergelijken met geplaatst kapitaal.

319 Een dergelijke drempel wordt ook nog wel eens een 'hurdle' genoemd.

Het bijgeschreven dividend kan ervoor zorgen dat op een later moment alsnog een situatie ontstaat die te vergelijken is met lucratieve aandelen in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001. Om te beoordelen of de gewone aandelen dan voldoen volgens artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 en daarmee economisch gezien aan de financieringstoets van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001, moet het bijgeschreven dividend op de preferente aandelen bij het totale geplaatste aandelenkapitaal worden opgeteld. De gewone aandelen zouden dan op een later moment voor bestaande en nieuw participerende managers een lucratief belang kunnen vormen. Dit is het geval als het gewone geplaatste aandelenkapitaal minder is dan 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal (inclusief bijgeschreven dividend) en als is vastgesteld dat de aandelen op het moment van toekenning zijn verstrekt met mede een beloningsoogmerk voor werkzaamheden.

Bovenstaande werkt hetzelfde uit als in plaats van preferente aandelen in een overnamehoudster deze overnamehoudster onder meer gefinancierd is met aandeelhoudersleningen. Ook dan kan het op een later moment zo zijn dat door bijgeschreven rente op de aandeelhouderslening voor huidige en later toetredende managers in het gewone geplaatste aandelenkapitaal alsnog (dus op dat latere moment) een lucratief-belangpositie ontstaat.

Voor in de vennootschap aanwezige winstreserves van gewone aandelen is het ook de vraag of deze meetellen voor de (dynamische) financieringstoets. Verschil met cumulatief preferente aandelen is dat over het bijgeschreven dividend hetzelfde dividendpercentage wordt berekend. Bij een winstreserve voor gewone aandelen is het rendement variabel (afhankelijk van de behaalde winst).

Conclusie: Het is bij latere investeringen in gewone aandelen van belang te beoordelen hoe hoog het bijgeschreven dividend of de bijgeschreven rente is op de preferente aandelen of aandeelhoudersleningen. Er kan als gevolg van bijgeschreven dividend of rente op de preferente aandelen of aandeelhoudersleningen op een later moment alsnog een lucratief belang zijn ontstaan voor de huidige en latere investeringen van management in het gewone aandelenkapitaal. Met betrekking tot in de vennootschap aanwezige winstreserves op gewone aandelen bestaat ook de vraag of deze winstreserves meetellen voor de financieringstoets.

9.4.7.1.4 Agio

Een ander voorbeeld van een situatie waarbij een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 kan ontstaan, is door het storten van agio. Bij de toets van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001 gaat het om het geplaatste aandelenkapitaal. Dit is een civielrechtelijk begrip. Agio en informeel kapitaal vallen daar niet onder. Agio is het bedrag dat boven de nominale waarde op de aandelen is gestort. Zo zou op een eenvoudige wijze aan het lucratief belang kunnen worden ontkomen door een vennootschap te financieren met een laag geplaatst preferent aandelenkapitaal en een klein bedrag aan gewoon geplaatst aandelenkapitaal. Daardoor zal het gewoon geplaatste aandelenkapitaal snel meer zijn dan 10% van het totale geplaatste aandelenkapitaal. Men voldoet dan niet aan de financieringstoets; er is dus geen sprake van lucratief belang. Als op het preferente aandelenkapitaal ook een groot bedrag aan agio is gestort, voldoet men in economische zin wel aan de financieringstoets als het op de gewone aandelen gestorte vermogen minder is dan 10% van het totale gestorte vermogen door de eigen vermogenverschaffers (inclusief agio, informeel kapitaal en aandeelhoudersleningen).[320]

320 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. E, pag. 3, Verslag van een schriftelijk overleg, met een weergave van de CDA-fractie inzake welke toets voor art. 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, Wet IB 2001 moet worden aangebracht en wat onder vermogen moet worden verstaan: Dit betekent dat de toets moet worden aangelegd of sprake is van een aandelensoort waarvan het daarop ingelegde vermogen minder beloopt dan 10% van het totale door de eigen vermogensverschaffers ingelegde vermogen. Onder vermogen moet in dit verband mede worden verstaan agio, informeel kapitaal en het bedrag van de leningen verstrekt door aandeelhouders. Zie ook Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. E, pag. 7-8, Verslag van een schriftelijk overleg voor het bevestigende antwoord van de wetgever.

Ook dan zijn de gewone aandelen dus lucratieve aandelen ('lucratieve rechten'), maar dan op grond van artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001. Zie het voorbeeld uit de parlementaire geschiedenis:[321]

> **Voorbeeld lucratieve aandelen met agio die meer dan evenredig delen in de winst**
> Het aandelenkapitaal van een overnamevennootschap is verdeeld in twee soorten aandelen. De eerste soort aandelen heeft recht op 110% cumulatief preferent dividend per jaar en de tweede soort aandelen is daarop achtergesteld, maar deelt volledig in de overwinst van de vennootschap. In lijn met een zakelijk percentage cumulatief preferent dividend van 10% per jaar, is de eerste soort aandelen uitgegeven voor € 11 per stuk, zijnde aan nominaal kapitaal € 1 en € 10 aan agio. Deze eerste soort – € 9 000 000 nominaal kapitaal – is volledig bij het private equity-huis geplaatst. Van de tweede soort – € 1.000.000 nominaal kapitaal – is 20% geplaatst bij de managers die zijn betrokken bij het private equity-huis en het hogere management van de (overgenomen) vennootschap; de overige 80% heeft het private equity-huis. Aan de voorwaarde in het tweede lid, onderdeel a, van het voorgestelde artikel 3.92b Wet IB 2001 voldoet dit aandeel niet, omdat de verhouding tussen de eerste en de tweede soort uitkomt op precies 10% (€ 1 000 000 op een totaal geplaatst kapitaal van € 10 000 000). Op grond van het vierde lid van dat artikel is er gelet op de feiten en omstandigheden sprake van een vermogensrecht, dat economisch overeenkomt of vergelijkbaar is met een aandeel als bedoeld in het tweede lid, onder a. Bij deze economische beoordeling telt het uitzonderlijk hoge percentage cumulatief preferent dividend en de daarvoor gevormde agioreserve mee voor het ingebrachte kapitaal (€ 1.000.000 op een totaal ingebracht kapitaal van € 100.000.000). Bij een uitkering – zoals in het oorspronkelijke voorbeeld in de memorie van toelichting – van € 40.000.000 in twee jaar, zou ook hier het hefboomeffect op identieke wijze zichtbaar zijn: op een gezamenlijke investering van de managers van € 200.000 wordt na twee jaar een dividend ontvangen van € 4.040.000.
>
> Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, in verbinding met het tweede lid, onder a, en het vierde lid, 1e tot en met 4e volzin, Wet IB 2001 wordt dit dividend van € 4.040.000 als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

9.4.7.1.5 'Strips'

In de praktijk komt het ook voor dat de manager niet uitsluitend in de gewone aandelen van een vennootschap participeert maar daarnaast ook deelneemt in leningen op de vennootschap en/of (cumulatief) preferente aandelen in de vennootschap. Hij heeft dan een 'mandje' met verschillende vermogensbestanddelen (gewone aandelen, preferente aandelen en/of vorderingen). Een dergelijke participatie wordt ook wel een 'strip' of een 'stripinvestering' genoemd.

Doordat een manager ook in vorderingen en/of preferente aandelen gaat participeren en dus in meer dan uitsluitend gewone aandelen, kan het hefboomeffect in zoverre worden verminderd. Het kan zelfs zo zijn dat het hefboomeffect helemaal wordt geëlimineerd als de manager in exact dezelfde verhoudingen in de gewone aandelen, preferente aandelen en/of leningen deelneemt als de overige deelnemers in het private-equityfonds. Het totale rendement op de investering is in dat geval voor iedere participant hetzelfde. Er is dan geen sprake meer van een hefboom.

Er is evenmin sprake van een lucratief belang als de strip in de handen van de manager onder exact dezelfde voorwaarden en condities[322] verhandeld wordt op de voor derden toegankelijke markt (een co-investering).

---

321 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C. pag. 11-12, MvA.

322 Exact dezelfde voorwaarden en condities houdt dus ook in, dat over de co-investering door de managers eenzelfde management fee wordt betaald als door de overige investeerders.

Beredeneerd vanuit het aandeel is bij co-investeringen geen sprake van een relatie met de werkzaamheden van de manager. Wordt de desbetreffende strip niet verhandeld of is deze niet verhandelbaar op de markt, dan kan een lucratief belang wel aanwezig zijn. In de praktijk is het laatste doorgaans het geval, omdat bijvoorbeeld aan de aan managers verstrekte strips zogenaamde 'leavervoorwaarden' zijn gekoppeld, die niet voor zullen komen bij wel op de markt verhandelbare strips. In dat geval moet worden beoordeeld of de strips vallen onder artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001.

Het komt voor dat een co-investering bestaat uit een mandje van 'sweet' aandelen en gewone aandelen. Wederom onder dezelfde voorwaarden en condities, maar ook in dezelfde verhouding als voor derde investeerders. In de praktijk moet van geval tot geval worden beoordeeld in hoeverre het niet-lucratieve vermogensbestanddeel dan wordt meegetrokken in het lucratieve belang.

Pakketbenadering van art. 3.93, lid 2, Wet IB

Bij een investering in verschillende vermogenstitels op een vennootschap is het de vraag welke vermogensbestanddelen tot het lucratief belang gaan behoren. Moet de hele investering als een lucratief belang worden aangemerkt (de zogenoemde 'pakketbenadering')? Of behoort alleen een gedeelte van de totale investering tot het lucratief belang (box 1) en het resterende gedeelte in box 2 of box 3? Artikel 3.93 van de Wet IB 2001 speelt hier een rol. Op grond van artikel 3.93, tweede lid, van de Wet IB 2001 worden verschillende werkzaamheden van dezelfde aard aangemerkt als één werkzaamheid. Een klassiek voorbeeld is een auteur die voor verschillende opdrachtgevers werkt. Werkzaamheden voor verschillende opdrachtgevers als auteur worden volgens artikel 3.93, tweede lid, van de Wet IB 2001 dan aangemerkt als één werkzaamheid zodat de belastingplichtige slechts één balans hoeft op te stellen voor de totale werkzaamheden.

In dit kader merkt de wetgever bij de totstandkoming van de lucratiefbelangwetgeving op:[323]

> De toepassing van artikel 3.93, tweede lid, van de Wet inkomstenbelasting 2001 zorgt ervoor dat een veelal complex en ingewikkeld samenstel van afspraken als ware het één werkzaamheid in het resultaat wordt begrepen. Het moet daarbij gaan om afspraken die een sterke samenhang met elkaar hebben en waarbij de economische realiteit juist is gelegen in en wordt gecreëerd door de onderlinge samenhang. Als er sprake zou zijn van juridisch verschillende beloningsinstrumenten, die economisch gezien één beloningsinstrument vormen, dan zou het zonder nadere aanvulling van de wettekst van de feiten en omstandigheden afhangen of artikel 3.93, tweede lid, van toepassing is. Met de leden van de VVD-fractie is het kabinet van mening dat deze onduidelijkheid ongewenst is.

Als van de totale investering elk onderdeel op zichzelf een lucratief belang zou zijn, dan merkt artikel 3.93, tweede lid, van de Wet IB 2001 de gehele investering aan als één lucratief belang (één werkzaamheid). Volgens de wetgever moet daarbij sprake zijn van afspraken die een sterke samenhang met elkaar hebben en waarbij de economische realiteit juist wordt gecreëerd door de onderlinge samenhang. Is dat niet het geval, dan zou betoogd kunnen worden dat een gedeelte van de investering die op zichzelf niet als een lucratief belang is te kwalificeren, niet tot het lucratief belang behoort. Uit de hiervoor aangehaalde toelichting bij de nota naar aanleiding van het verslag, blijkt dat het lastig is om te duiden welke vermogensbestanddelen precies tot het lucratief belang behoren. Het is volgens deze toelichting nog maar de vraag of het onderdeel dat op zichzelf niet voldoet aan de voorwaarden van een lucratief belang, dan op grond van artikel 3.93, tweede lid, van de Wet IB 2001 als het ware zou worden meegetrokken in het lucratief belang.[324]

---

323 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 24, NV.

324 De MvT (Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 11) ging er nog wél vanuit dat de gehele investering dan een lucratief belang is: Ingevolge artikel 3.93, tweede lid, Wet IB 2001 wordt een samenstel van werkzaamheden aangemerkt als één werkzaamheid indien de werkzaamheden van dezelfde aard zijn. De overeenkomsten met belastingplichtigen kenmerken zich veelal als een complex en ingewikkeld samenstel van afspraken. Door de toepassing van artikel 3.93 Wet IB 2001 wordt een dergelijk samenstel van afspraken als ware het één werkzaamheid in het resultaat begrepen.

Bij een lucratief belang gaat het er volgens het kabinet om:

> of het in economisch opzicht om een lucratief belang gaat. Dat is ook de vraag die in het voorgestelde vierde lid van artikel 3.92b centraal staat. Om die hiervoor gesignaleerde onduidelijkheid weg te nemen, zal het kabinet op dit punt met een nota van wijziging komen.

Om aan de onduidelijkheid een einde te maken welke vermogensbestanddelen tot een lucratief belang behoren, is in de nota van wijziging van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen de zinsnede 'gelet op de feiten en omstandigheden' aan artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 toegevoegd. Deze zinsnede ziet op situaties waarin sprake is van sterk met elkaar samenhangende financiële beloningsinstrumenten, overeenkomsten en juridische bepalingen, die economisch gezien één beloningsinstrument vormen.[325] Hierbij kan volgens de toelichting bij deze nota bijvoorbeeld gedacht worden aan met elkaar samenhangende vermogenstitels die voor een hefboomeffect zorgen, vergelijkbaar met lucratieve aandelen als bedoeld in artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001, zoals bepaalde vormen van strips.[326]

Een vergelijkbare problematiek als bij strips (wat behoort tot het lucratief belang?) doet zich voor als het niet-lucratief belangbestanddeel van een belang op zichzelf een TBS-werkzaamheid (box 1-investering) zou zijn. De vraag is dan of de pakketbenadering met zich meebrengt dat beide vermogensbestanddelen tot de TBS gaan behoren, of dat er sprake is van twee losse werkzaamheden. Zie hiervoor onderdeel 9.5.1.

Cumulatief preferente aandelen met preferentie < 15%

Tijdens de Tweede Kamerbehandeling van het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen vraagt het CDA-kamerlid Omtzigt of cumulatief preferente aandelen niet onder de restcategorie[327] vallen. De staatssecretaris antwoordt als volgt: [328]

> Daarnaar is in de restcategorie inderdaad in algemene zin verwezen bij een bepaalde vorm. Als het heel erg lijkt op een preferentie van ten minste 15% van de aandelen wel.

Cumulatief preferente aandelen kunnen dus onder artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 vallen als het cumprefaandeel in economisch opzicht te vergelijken is met aandelen met een preferentie van ten minste 15% per jaar.

Overigens valt een investering in uitsluitend cumulatief preferente aandelen die minder dan 15% hebben niet onder artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001. Dat blijkt uit de reactie van de staatssecretaris tijdens de plenaire behandeling van het betreffende wetsvoorstel in de Tweede Kamer:[329]

> Cumprefs met minder dan 15% vallen sowieso niet onder dat artikel. Dat geldt dus ook voor soorten die daarop lijken.

De staatsecretaris reageerde hiermee op de conclusie van Kamerlid Omtzigt dat cumprefs die minder dan 15% hebben niet onder artikel 3,92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 vallen.

---

325 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 7, pag. 2, NvW.

326 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 7, pag. 2, NvW. In toelichting bij de NvW wordt als voorbeeld ook de situatie genoemd in het geval sprake is van een vennootschap met één soort aandelen en aandeelhoudersleningen. Deze situatie valt niet rechtstreeks onder art. 3.92b, tweede lid, onderdeel a, Wet IB 2001 omdat er sprake is van één soort aandelen. Aangezien door het financieren van de vennootschap met aandeelhoudersleningen wel een vergelijkbaar hefboomeffect wordt bereikt, valt dit onder art. 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, Wet IB 2001.

327 Met de restcategorie wordt bedoeld art. 3.92b, vierde lid, Wet IB 2001.

328 Handelingen II, 2007/08, 107-7871.

329 Handelingen II, 2007/08, 107-7871.

9.4.7.1.6 *Managementovereenkomst*

Ook een managementovereenkomst tussen een vennootschap en een directeur-grootaandeelhouder van deze vennootschap, kan een rol spelen bij de beoordeling van het lucratief belang.[330] Immers: hoe lager de managementfee voor de directeur-grootaandeelhouder van de vennootschap, hoe meer winst er over blijft voor de gewone aandelen in deze vennootschap. Onder omstandigheden kan een lage managementfee niet zakelijk zijn. Onderzocht moet worden in hoeverre beide (belonings)onderdelen onderling uitwisselbaar zijn. Als de manager gewone aandelen houdt in deze, uit uitsluitend gewone aandelen bestaande, vennootschap kan, door de lage managementfee, een zeer groot rendement ontstaan op deze aandelen. In deze gevallen moet de stelling onderzocht worden of de gewone aandelen van de manager van deze vennootschap vallen onder artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 (aandelen vergelijkbaar met lucratieve preferente aandelen).

9.4.7.1.7 *Winstbewijzen*

Ook onmiddellijk of middellijk gehouden winstbewijzen kunnen volgens de wetsgeschiedenis onder artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e volzin, van de Wet IB 2001 vallen. De Wet IB 2001 kent geen definitie van het begrip winstbewijs. Een winstbewijs geeft, net als een aandeel, recht op een bepaald aandeel in de winst. Dit is vaak een vooraf afgesproken percentage van de winst.

Civielrechtelijk bezien is een winstbewijs geen aandeel. Aan de hand van de feiten en omstandigheden moet beoordeeld worden of sprake is van een winstbewijs of van een aandeel. Of een aandeel in de winst als een winstbewijs is aan te merken is een lastige kwestie.[331] Volgens de wetsgeschiedenis ten aanzien van het aanmerken van bepaalde soorten winstbewijzen als een aanmerkelijk belang, komt in het algemeen betekenis toe aan de vraag of er sprake is van een lidmaatschapsverhouding. Bij winstbewijzen zal een dergelijke lidmaatschapsverhouding ontbreken.[332]

Als een winstbewijs te vergelijken is met een aandeel, in die zin dat het winstbewijs net als een gewoon aandeel op een evenredige wijze deelt in de (over)winst, dan zou het winstbewijs een lucratief winstbewijs kunnen zijn op grond van artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001.[333] Een winstbewijs is een lucratief winstbewijs als het in economische zin te vergelijken is met een aandeel als bedoeld in artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001, of met een aandeel als bedoeld in artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001. Is het lucratieve winstbewijs verstrekt mede met het oogmerk van beloning voor het verrichten van werkzaamheden (beloningsoogmerk), dan vormt het winstbewijs een lucratief belang.

9.4.7.1.8 *Economisch vergelijkbaar in verband met gehouden vordering*

Voor onmiddellijk of middellijk gehouden vorderingen in de zin van artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 is het criterium of het rendement op de vordering afhankelijk is van management- of aandeelhoudersdoeleinden. Dit betekent dat het rendement op een economisch vergelijkbare vordering, of het waardeverloop ervan, ook afhankelijk moet zijn van management- of aandeelhoudersdoeleinden.[334]

---

330 Wij gaan ervan uit dat in dit geval alleen sprake is van gewone aandelen in de desbetreffende vennootschap.

331 *Het terrein van de winstbewijzen is complex en ondoorzichtig, zowel op civielrechtelijk als fiscaal vlak. Afhankelijk van de concrete omstandigheden van het geval zal moeten worden beoordeeld of sprake is van een winstbewijs of een ander aandeel in de winst.* Wetsvoorstel Wijziging van de inkomstenbelasting (winstbewijzen), Kamerstukken II 1992/93, 23 083, nr. 3, pag. 2, MvT.

332 Nota naar aanleiding van het verslag bij het wetsvoorstel Wijziging van de inkomstenbelasting (winstbewijzen), Kamerstukken II 1992/93, 23 083, nr. 6, pag. 2.

333 In de andere gevallen zijn winstbewijzen lucratieve rechten op grond van lid 4, na de komma, zie onderdeel 9.4.7.2.7

334 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 12, NNV.

In de parlementaire geschiedenis is het volgende voorbeeld van een economisch vergelijkbare lucratieve vordering gegeven:[335]

> **Voorbeeld lucratieve vorderingen bij verkoop onderneming**
> Het topmanagement van een door een private equity-fonds overgenomen vennootschap heeft een vordering op deze vennootschap. De vordering heeft een zakelijke rente van 6% per jaar. Indien het private equity-fonds binnen vijf jaar de vennootschap verkoopt of naar de beurs brengt met een bepaald geëist rendement, dan wordt de vordering afgelost met een bonus van 100%.
>
> Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, Wet IB 2001 in verbinding met het derde en vierde lid, van dat artikel wordt de jaarlijkse rente van 6% alsmede de bonus als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

Een dergelijke vordering zou ook rechtstreeks onder artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 kunnen vallen.

9.4.7.2 Overige rechten en verplichtingen (art. 3.92b, lid 4, vanaf 4e volzin, Wet IB 2001)

9.4.7.2.1 Algemeen

Naast de economisch vergelijkbare rechten kent artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001, vanaf de vierde regel, nog de categorie 'overige rechten en verplichtingen'.

Art. 3.92b, lid 4, vanaf de vierde volzin, Wet IB 2001

De categorie 'overige rechten en verplichtingen' zoals genoemd in art. 3.92b, vierde lid, vanaf 4e regel, van de Wet IB 2001 is op haar beurt weer onderverdeeld in twee subcategorieën:

- overige rechten of verplichtingen waarvan het waardeverloop in enigszins belangrijke mate afhankelijk is van managementdoeleinden of aandeelhoudersdoeleinden zoals winst, omzet, kostenvermindering, aantrekken van financieringsbronnen, het gereed maken voor verkoop of overname van een onderneming of onderdelen daarvan, het aankopen of overnemen van ondernemingen of onderdelen daarvan, of
- overige rechten en verplichtingen die in enigszins belangrijke mate in waarde vermeerderen bij een verkoop of overname van een onderneming, dan wel bij een wijziging van een belang in een onderneming.

De tweede subcategorie overige rechten en verplichtingen ('die in enigszins belangrijke mate in waarde vermeerderen bij een verkoop of overname van een onderneming, dan wel bij een wijziging van een belang in een onderneming') gaan naar onze mening op in de eerste subcategorie overige rechten en verplichtingen. Het begrip 'aandeelhoudersdoeleinden' zoals genoemd in de eerste subcategorie is namelijk een zeer ruim begrip, en daar valt de tweede subcategorie al snel onder. Dit onderscheid van overige rechten en verplichtingen in twee subcategorieën heeft weinig tot geen praktische betekenis.

Uit de memorie van toelichting bij de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen valt te lezen dat het bij de eerste subcategorie overige rechten en verplichtingen in de eerste plaats om een zelfstandig vermogensrecht kan gaan, bijvoorbeeld een recht op extra aandelen, anders dan bedoeld in artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001, als de onderneming extra financiering van derden heeft aangetrokken.[336]

335 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 14, MvT.
336 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13-14, MvT.

In de tweede plaats kan het bij de eerste subcategorie gaan om een recht dat onderdeel is van een meeromvattende overeenkomst, bijvoorbeeld in een arbeidsovereenkomst als aanspraak op vergoeding bij het beëindigen van de arbeid of verandering van het bezit in de vennootschap waarvoor de arbeid wordt verricht.[337] Hiermee wordt gedoeld op de in de praktijk veelvuldig voorkomende regelingen bij vertrek (de leaverbepalingen). Deze zullen we in onderdeel 9.4.7.2.3 uitgebreid bespreken.

Het begrip 'overige rechten en verplichtingen' ziet volgens de memorie van toelichting bij de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen zowel op 'zelfstandige vermogensrechten', als op 'rechten' die onderdeel uitmaken van een meeromvattende overeenkomst.[338] Volgens het kabinet kan het bij een recht in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e regel, van de Wet IB 2001 gaan om: [339]

> een recht dat onderdeel is van een meer omvattende overeenkomst, bijvoorbeeld in een arbeidsovereenkomst als aanspraak op vergoeding bij het beëindigen van de arbeid of verandering van het bezit in de vennootschap ten behoeve waarvan de arbeid wordt verricht.

Dit past in de economische benadering van het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Overige rechten kunnen zowel onmiddellijk als middellijk (door middel van een entiteit waarin een aanmerkelijk belang wordt gehouden) worden gehouden.

De vraag of een recht een zelfstandig vermogensrecht is of een bij een vermogensbestanddeel afhankelijk recht dat deel uitmaakt van een meeromvattende overeenkomst, is van belang bij de loondiscussie, de waardering van het vermogensbestanddeel en bij de beoordeling van het lucratief belang.

Als sprake is van een zelfstandig vermogensrecht valt dit vermogensrecht doorgaans al onder artikel 3.92b, tweede (aandelen), derde lid (vorderingen), of vierde lid, 1e tot en met 4e regel, (economisch vergelijkbare rechten) van de Wet IB 2001. Dergelijke rechten zijn dus niet snel onder te brengen onder de 'overige rechten en verplichtingen'. Dan blijven voornamelijk de 'rechten die onderdeel uitmaken van een meeromvattende overeenkomst' (onzelfstandige rechten) over als een categorie die onder artikel 3.92b, vierde lid, vanaf vierde volzin, van de Wet IB 2001 kan vallen. Dit zullen we in het volgende onderdeel uitgebreid bespreken.

9.4.7.2.2 *Systematiek heffing overige rechten en verplichtingen*

Bij aandelen komt men niet toe aan de laatste volzin van lid 4
Men komt pas aan de categorie 'overige rechten en verplichtingen' toe, nadat men eerst heeft vastgesteld dat het (vermogens)recht dat de manager heeft niet een aandeel of vordering is of een daarmee economisch vergelijkbaar vermogensrecht.

Is sprake van aandelen, of is het vermogensrecht daarmee vergelijkbaar, dan komt men uitsluitend terecht in artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, of b, van de Wet IB 2001 of in artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 ('economisch vergelijkbaar lucratief belang'). Uitsluitend op grond van deze artikelen moet men beoordelen of het aandeel juridisch of economisch aan de financierings- of preferentietoets van artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 voldoet.

337 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT.
338 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT.
339 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT.

Met andere woorden: in het geval van aandelen, of vermogensrechten die daarmee vergelijkbaar zijn, komt men niet verder dan artikel 3.92b, tweede lid van de Wet IB 2001 dan wel artikel 3.92b, derde lid van de Wet IB 2001 of artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001. Het zou immers onlogisch zijn om het aandeel of een daarmee economisch vergelijkbaar vermogensbestanddeel als deze niet onder het tweede of derde lid of het eerste deel van het vierde lid valt, vervolgens toch nog onder het begrip 'overige rechten en verplichtingen' te scharen. Het tweede lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 zou dan feitelijk een dode letter zijn. Dit kan de wetgever niet bedoeld hebben, zoals ook (impliciet) blijkt uit de memorie van toelichting Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen, waar het kabinet hierover opmerkt:[340]

> (...) kan het bij de overige rechten en verplichtingen in de eerste plaats om een zelfstandig vermogensrecht gaan, bijvoorbeeld een recht op extra aandelen, anders dan bedoeld in het tweede lid.

Het blijkt ook impliciet uit de reactie van de staatssecretaris op vragen van het CDAKamerlid Omtzigt over cumulatief preferente aandelen, tijdens de behandeling van het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in de Tweede Kamer. De heer Omtzigt stelt dat:[341]

> de cumprefs die minder dan 15% hebben, niet kunnen vallen onder de restcategorie die onder lid 4 van dat artikel staan.

De staatssecretaris reageert hierop als volgt:[342]

> Cumprefs met minder dan 15% vallen sowieso niet onder dat artikel. Dat geldt dus ook voor soorten die daarop lijken.

Als de aandelen niet voldoen aan de eisen van artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 dan is geen sprake van lucratieve aandelen of daarmee vergelijkbare lucratieve rechten. Er wordt dus niet meer getoetst of de aandelen wellicht vallen onder het begrip 'overige rechten en verplichtingen'.[343] Hierna bespreken we hoe de verhouding is tussen 'vorderingen' als bedoeld in artikel 3.92b, derde lid van de Wet IB 2001 of vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 en de categorie 'overige rechten of verplichtingen' van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de vierde regel, van de Wet IB 2001.

Bij zelfstandige vorderingsrechten komt men (eveneens) niet toe aan de laatste volzin van art. 3.92b, lid 4, Wet IB 2001

Vermogensrechten in de vorm van zelfstandige vorderingsrechten, bijvoorbeeld een lucratieve winstdelende vordering, vallen naar onze mening niet onder de categorie overige rechten en verplichtingen. Deze vallen al onder artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 dan wel artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001.[344] Gelet op de zojuist besproken passages uit de Handelingen van de Tweede Kamer van het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen met betrekking tot aandelen, lijkt het erop dat een zelfstandig recht op extra aandelen, anders dan bedoeld in artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001, als de portfolio-onderneming extra financiering van derden heeft aangetrokken toch niet onder artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de vierde regel, van de Wet IB 2001 valt.

340 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT.
341 Handelingen II, 2007/08, 107-7871.
342 Handelingen II, 2007/08, 107-7871.
343 Uiteraard bestaat er wel de mogelijkheid dat de aandelen of aandelen die daarmee economisch vergelijkbaar zijn door een lucratief overig recht worden meegetrokken in het lucratief belang. Dit is afhankelijk van de feiten en omstandigheden.
344 Vergelijk de hiervoor besproken problematiek met betrekking tot aandelen.

Een dergelijk zelfstandig recht op extra aandelen – dat kennelijk niet vergelijkbaar is met aandelen als bedoeld in het tweede lid – valt gezien de hiervoor besproken wetssystematiek van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 niet onder de laatste volzin van het vierde lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 maar onder die van artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 ('vordering op aandelen').

Daar komt bij dat de wettelijke omschrijving van 'vorderingen' zoals genoemd in artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 nagenoeg hetzelfde is als die van overige rechten en verplichtingen. In artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 wordt over 'waardeverloop' gesproken en in artikel 3.92b, vierde lid, vanaf 4e regel, van de Wet IB 2001 spreekt de wettekst over 'rendement'. Voor het overige deel zijn de teksten van artikel 3.92b, derde lid van de Wet IB 2001 en artikel 3.92b, vierde lid, vanaf 4e tot en met 9e regel, van de Wet IB 2001 identiek. Waardeverloop is het verschil in waarde van de vordering en rendement is het waardeverschil uitgedrukt in een percentage. Beide begrippen komen op hetzelfde neer.

Het voorgaande betekent dat zowel in het geval van aandelen als in het geval van civielrechtelijk zelfstandige vorderingen, men niet meer toekomt aan de restcategorie overige rechten en verplichtingen. Niet-zelfstandige vorderingen die onderdeel uitmaken van een meeromvattende overeenkomst, kunnen daarentegen wel onder het begrip overige rechten en verplichtingen vallen. Dit betekent dat een dergelijke, niet-zelfstandige vordering door middel van een overeenkomst enigszins verband zou moeten houden met een (ander) verkregen zelfstandig (hoofd-) vermogensbestanddeel, bijvoorbeeld een aandeel of een winstdelende vordering, wil er sprake zijn van een 'overig recht'.[345]

In de volgende onderdelen 9.4.7.2.3 tot en met 9.4.7.2.10 bespreken wij diverse voorbeelden van 'overige rechten'. Gezien de hiervoor getrokken conclusie attenderen wij u erop dat deze voorbeelden van 'overige rechten' wellicht al als lucratieve vorderingen in de zin van artikel 3.92b, derde of vierde lid, 1e tot en met 4e. volzin, van de Wet IB 2001 zijn te beschouwen.

9.4.7.2.3 Leaverbepalingen

Leaverbepalingen
De algemene werking van een good-leaver- en een bad-leaverbepaling is uiteengezet in onderdeel 3.3.14 en verder. In dit onderdeel gaan wij dieper in op de vraag wat de invloed is van een leaverbepaling op het loonbegrip en op het lucratief belang.

De bedoeling van de private-equitymaatschappij is de manager te binden aan de onderneming van de targetvennootschap, zodat de belangen van de private-equity-maatschappij en die van de manager op één lijn staan. In die benadering past niet dat een manager na vertrek zijn aandelen mag behouden. Hij zal bij vertrek zijn vermogensbestanddelen aan de targetvennootschap, of aan de andere aandeelhouders, moeten aanbieden. Bij een goed vertrek zal hij meestal de waarde in het economische verkeer van de vermogensbestanddelen krijgen ('good leaver'). Bij een slecht vertrek verkrijgt hij doorgaans de verkrijgingsprijs, tenzij de waarde in het economische verkeer lager is, dan ontvangt hij die lagere waarde in het economisch verkeer ('bad leaver').

Is de waarde van zijn aandelen in het economische verkeer hoger dan de verkrijgingsprijs, dan krijgt de bad leaver de (lagere) verkrijgingsprijs voor zijn aandelen. Hij moet zijn koersstijging (winst) dus inleveren. Is de waarde in het economische verkeer lager dan de verkrijgingsprijs, dan krijgt de manager de waarde in het economische verkeer voor zijn aandelen.

345 Vergelijk de in onderdeel 9.4.7.2.3 behandelde '*leaverbepalingen*'. Deze houden verband met verkregen aandelen of (zelfstandige) vorderingen.

Gaat een werknemer uit dienst en mag hij zijn lucratieve vermogensbestanddelen behouden, dan blijft volgens de wetsgeschiedenis de lucratiefbelangregeling van toepassing, zodat er op het moment van uitdiensttreding niet hoeft te worden afgerekend.[346] Tegenover dat voordeel staat voor de manager (meestal) als nadeel dat het waardeverloop van het lucratief belang belast blijft in box 1. Ook eventuele latere waardestijgingen zijn dus belast in box 1.

Gelet op de rangorderegeling komt eerst de vraag aan de orde of de inwerkingtreding van een bad-leaver-bepaling tot negatief loon leidt. Deze vraag komt aan de orde in het geval de manager bij verkoop van zijn aandelen minder krijgt dan de waarde in het economische verkeer van deze aandelen.

Bad-leaverbepaling en negatief loon: overzicht van jurisprudentie
Hierna geven wij een overzicht van de jurisprudentie die is gewezen omtrent negatief loon. Aan het eind van het onderdeel geven we een samenvatting en conclusie van deze jurisprudentie in relatie tot bad-leaverbepalingen en de vraag of deze tot negatief loon kunnen leiden.

In r.o. 3.2 tot en met r.o. 3.4 van HR 10 augustus 1998, nr. 12/04723, ECLI:NL:HR:2014:3, BNB 1998/123 oordeelde de Hoge Raad over een participatie van een werknemer in zijn werkgever in de vorm van zowel een lening als certificaten, dat het op deze participatie geleden verlies geen aftrekbare kosten zijn, maar ook geen negatieve inkomsten. Het verlies is dus een privé-vermogensverlies. In r.o. 3.2 tot en met r.o. 3.4 oordeelt de Hoge Raad:

> In cassatie wordt niet bestreden 's Hofs oordeel dat een adviseur zoals belanghebbende zich redelijkerwijs niet kon onttrekken aan een 'participatie' van f. 5.000,- in de vorm van het nemen van certificaten van aandelen in C B.V. alsmede het verstrekken van een lening aan die vennootschap, indien hij zijn dienstbetrekking, en daarmee zijn inkomsten daaruit, wilde behouden. Op grond hiervan heeft het Hof geoordeeld dat belanghebbende het verlies op zijn 'participatie' – het Hof heeft kennelijk het oog op de vordering uit geldlening en de certificaten – in C B.V. tot een bedrag van f. 5.000,- – als op zijn inkomsten drukkende aftrekbare kosten in mindering kan brengen. 3.3. Tegen dit oordeel richt zich terecht het middel met het betoog dat een verlies op de tot het privé-vermogen van belanghebbende behorende vermogensbestanddelen niet op één lijn kan worden gesteld met de in artikel 35 van de Wet op de inkomstenbelasting 1964 (hierna: de Wet) bedoelde aftrekbare kosten ter zake van dienstbetrekking.
>
> 3.4. Tot de in artikel 35 van de Wet bedoelde aftrekbare kosten ter zake van dienstbetrekking kunnen uitgaven behoren, die, hoewel zij niet rechtstreeks met de opbrengst van de dienstbetrekking in enig kalenderjaar in verband staan, ertoe strekken om door het instandhouden van de dienstbetrekking de daaruit voortvloeiende inkomsten voor de werknemer in de toekomst te verzekeren. Zulks kan het geval zijn indien een werknemer zich enkel ter behoud van zijn dienstbetrekking borg heeft gesteld voor de schulden van zijn werkgever en vervolgens, zonder dat verhaal mogelijk is, uit hoofde van de borgtocht is aangesproken. Met een dergelijk geval is echter niet op één lijn te stellen een geval als het onderhavige waarin een werknemer tot behoud van zijn dienstbetrekking (indirect) heeft deelgenomen in de financiering van de werkgever en daarbij vermogensrechten heeft verkregen die nadien hun waarde hebben verloren. Evenmin als een waardestijging van die vermogensrechten in een later jaar in het inkomen wordt begrepen, kan een in een later jaar ingetreden waardevermindering als aftrekbare kosten of negatieve inkomsten op het inkomen in mindering worden gebracht.

346 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 19, NNV.

In het arrest HR 29 maart 2002, nr. 36715, ECLI:NL:HR:2002:AE0862, BNB 2003/60 gaat het over een in de statuten van de vennootschap opgenomen aanbiedingsplicht van aandelen bij defungeren van een directeur. In het geval van defungeren (bad leaver) krijgt de directeur bij vertrek een korting op de waarde van zijn aandelen. In r.o. 3.2 overweegt de Hoge Raad:

> Indien sprake is van een verplichting tot aanbieding van aandelen door een werknemer tegen een statutair bepaalde prijs in geval van arbeidsongeschiktheid, defungeren of beëindiging van de dienstbetrekking, alsmede van een beperking van de mogelijkheden tot vervreemding op andere wijze tegen de waarde in het economische verkeer, moet evenwel worden onderzocht of daarvan invloed uitgaat op de waarde in het economische verkeer van de aandelen, hetgeen niet het geval is indien verplichte aanbieding als hiervoor genoemd of vervreemding op andere wijze van de aandelen nimmer zal plaatsvinden (vergelijk bijvoorbeeld HR 9 november 1932, B. 5316).

Volgens de Hoge Raad moet dus onderzocht worden of van een dergelijke regeling een waardeverminderende invloed uitgaat.

In het arrest HR 3 november 2006, nr. 41 533, ECLI:NL:HR:2006:AU7378, BNB 2007/118 oordeelde de Hoge Raad dat personeelsopties die onvoorwaardelijk uitoefenbaar waren en waarin een vervalbeding bij ontslag was opgenomen, sprake was van negatief loon op het moment dat de (call)opties vervielen.[347] [348] Dat moment vormt volgens de Hoge Raad dus een (negatief) fiscaal genietingsmoment. Op het vervalmoment van de aandelenopties moest de waarde in het economische verkeer van de personeelsopties worden vastgesteld om de omvang van het negatieve loon te kunnen bepalen.[349] Dit arrest is gewezen onder het (oude) recht voor personeelsopties zoals dat gold tot en met 2004.[350] Onder het huidige recht voor aandelenopties zoals dat geldt sinds 1 januari 2005 zal er (in de praktijk) geen sprake meer zijn van negatief loon, omdat geheven wordt bij uitoefening of vervreemding van het aandelenoptierecht (art. 10a, lid 1, Wet LB 1964).[351]

A-G Van Ballegooijen is in zijn conclusie ECLI:NL:PHR:2006:AU7378 bij het hiervoor genoemde arrest BNB 2007/118 van mening dat uit de dienstbetrekking voortvloeiende verplichtingen die samenhangen met vermogensbestanddelen die in box 3 zitten, niet met zich meebrengen dat die buiten de loonsfeer (box 1) worden afgewikkeld. Ook is hij van mening dat factoren die het tijdstip van genieten bepalen, zoals opschortende en ontbindende voorwaarden, niet van invloed zijn op de waardering. In een voetnoot bij zijn conclusie bij BNB 2007/118 merkt de A-G nog op dat de Hoge Raad in HR 29 maart 2002, nr. 36 715, ECLI:NL:HR:2002:AE0862, BNB 2003/60 de defungeringsregeling kennelijk als een waardedrukkende factor ziet en niet als een ontbindende voorwaarde.

---

347 Een vergelijkbaar arrest over deze problematiek is Hoge Raad 3 november 2006, nr. 41 624, ECLI:NL:HR:2006:AU7382, BNB 2007/119. Hier ging het om het buiten toepassing laten van zowel een vervalbeding als een terugbetalingsverplichting van de te realiseren optiewinst bij ontslag.

348 Bijzonder is dat met het risico op inwerkingtreding van de aanbiedingsverplichting bij ontslag (of vervalbeding bij ontslag) geen rekening is gehouden in het destijds geldende waarderingsforfait van art. 20 Uitvoeringsregeling loonbelasting (oud).

349 Zie de uitspraak Hof 's-Hertogenbosch 3 oktober 2008, nr. 07/00493, ECLI:NL:GHSHE:2008:BH0224, VN 2009/33.12. Dit ging eveneens over de inwerkingtreding van een optievervalbeding en negatief loon. In dit geval werd de aftrek van negatief loon door het Hof geweigerd omdat het positieve loon niet in de belastingheffing was betrokken (vergelijk Hoge Raad 25 november 2005, nr. 40 213, ECLI:NL:HR:2005:AU6909, BNB 2006/94).

350 Onder het oude recht werden personeelsopties in de heffing betrokken op het moment dat de opties onvoorwaardelijk uitoefenbaar waren. Er werd toen een onderscheid gemaakt tussen opties waarvan de uitoefening afhankelijk was van een opschortende voorwaarde en opties die direct (onvoorwaardelijk) konden worden uitgeoefend. Opties waarvan de uitoefening afhankelijk was van een opschortende voorwaarde werden in de heffing betrokken op het moment dat deze opschortende voorwaarde was vervuld. Deze opties waren op dat, latere moment, dus onvoorwaardelijk uitoefenbaar. Opties die zonder voorwaarden uitoefenbaar waren, werden in de heffing betrokken op het moment dat de optieovereenkomst tot stand kwam. Deze zonder uitoefeningsvoorwaarden toegekende opties waren dus direct uitoefenbaar.

351 In theorie kan deze problematiek nu nog spelen als de optie niet voldoet aan de definitie van een optie van art. 10a, zesde lid, Wet LB 1964. Dit is slechts in uitzonderingssituaties het geval.

Het arrest BNB 2006/117 is niet vergelijkbaar met het arrest HR 14 oktober 1970, nr. 16 406, ECLI:NL:HR:1970:AX5267, BNB 1970/246. In dat arrest zijn obligaties, net als de hiervoor besproken personeelsopties, in de loonsfeer verkregen. Deze obligaties worden vervolgens zonder toedoen van de werknemer waardeloos. De beslissing van de Hoge Raad in die zaak dat geen sprake is van aftrekbare kosten of negatieve inkomsten, lijkt ons daarom ook juist.

In het hiervoor genoemde HR 10 januari 2014, nr. 12/04723, ECLI:NL:HR:2014:3, BNB 2014/123 wordt het arrest HR 10 augustus 1998, nr. 31 659, ECLI:NL:HR:1998: AA2296, BNB 1998/295 bevestigd. In het arrest BNB 2014/123 ging het om een werknemer die € 35.000 had geleend aan zijn werkgever. Zijn werkgever stond er financieel slecht voor en had dit geld nodig om een belastingschuld te kunnen betalen. Op een later moment gaat de werkgever failliet en als gevolg hiervan is de werknemer zijn resterende vordering ter grootte van € 32.200 kwijt. Volgens de Hoge Raad is dit verlies op de lening van de werknemer geen negatief loon en hij verwijst daarbij naar het arrest BNB 1998/295. Vermoedelijk is in dit geval de band met de dienstbetrekking niet sterk genoeg.

De uitspraak van Hof Amsterdam van 6 november 2014, nr. 13/00294, ECLI:NL:GHAMS:2014:4833, NTFR 2014/2986 gaat (ook) over een defungeringsregeling en ontslag. Een werknemer koopt tegen de waarde in het economische verkeer certificaten van aandelen van zijn werkgever (pakket certificaten kleiner dan 5% van het geplaatste aandelenkapitaal).[352] Na aanschaf van de certificaten vallen deze dus direct in box 3. Omdat de werknemer binnen drie jaar na het verwerven van de certificaten uit dienst gaat bij zijn werkgever, moet hij deze aanbieden tegen een lager bedrag dan de geldende marktwaarde, namelijk € 24 per certificaat. Omdat de waarde in het economische verkeer van de certificaten op dat moment hoger is dan € 24 lijdt de werknemer een verlies. De vraag is of dit verlies negatief loon is. Belanghebbende verwijst onder meer naar het arrest BNB 2007/118. De inspecteur stelt dat dit arrest niet van toepassing is omdat het ging om terugbetaling van loon waarbij het loon ter zake van verkregen opties was bepaald met inachtneming van het waarderingsvoorschrift.

Het Gerechtshof oordeelt in deze uitspraak dat er geen sprake is van negatief loon, met een verwijzing naar de hiervoor besproken arresten BNB 1998/295 en BNB 2014/123. Volgens het Gerechtshof is er in ieder geval geen sprake van een verlies dat geheel en rechtstreeks zijn oorzaak vond in de dienstbetrekking (HR 5 februari 2010, nr. 08/04988, ECLI:NL:HR:2010:BL1942, BNB 2010/165 inzake een te betalen boete op grond van een concurrentiebeding), zodat het om die reden niet als negatief loon kan worden aangemerkt. Deze uitspraak lijkt consistent met het arrest BNB 2003/60, in die zin dat men de inwerkingtreding van een bad-leaverbepaling alleen in aanmerking neemt bij de bepaling van de waarde in het economische verkeer van de certificaten. Deze bepaling van de waarde moet geschieden met inachtneming van het risico van inwerkingtreding van de bad-leaverclausule. De fiscale gevolgen van de daadwerkelijke inwerkingtreding van een bad-leaverbepaling zijn dan al meegenomen in de waardering. Zoals A-G Van Ballegooijen in zijn conclusie bij het arrest BNB 2007/118 opmerkt, is een dergelijke bepaling, gelet op het arrest BNB 2003/60, kennelijk geen ontbindende voorwaarde en dus geen negatief loon.

352 Zie in dit verband de hierna nog te bespreken uitspraak van de Rechtbank Noord Holland van 19 maart 2013, nr. AWB-12_2381, ECLI:NL:RBNHO:2013:1953.

Aan de uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam van 6 november 2014 ging de uitspraak van de rechtbank Noord-Holland vooraf.[353] Voor de rechtbank had belanghebbende ook nog gesteld dat bij de verkrijging van de certificaten geen rekening was gehouden met het waardedrukkende effect van de defungeringsregeling, maar hij gaf tegelijkertijd aan dat deze waardedruk gering was en bovendien dat een dergelijk subjectief element ook geen deel behoort uit te maken van de objectieve waarde waaraan een aankoopprijs moet worden getoetst. Gezien het voorgaande heeft belanghebbende voor het Gerechtshof kennelijk besloten de waardedruk van de defungeringsregeling niet meer aan te voeren. Dit is in overeenstemming met HR 29 maart 2002, nr. 36 715, ECLI:NL:HR:2002:AE0862, BNB 2003/60 als de defungeringsregeling in dit geval inderdaad een subjectief element is.[354]

De belanghebbende uit de casus van het Gerechtshof Amsterdam van 6 november 2014 stelde beroep in cassatie in bij de Hoge Raad. A-G Niessen gaf in zijn conclusie van 8 september 2015, nr. 14/06257, ECLI:NL:PHR:2015:1843, VN 2016/3.21 het advies aan de Hoge Raad het cassatieberoep van belanghebbende ongegrond te verklaren. Volgens de A-G kan, nu de verkrijging van de certificaten niet in de loonsfeer heeft plaatsgevonden, van negatief loon geen sprake zijn. Uit de hiervoor besproken arresten HR BNB 1970/246 en BNB 1998/295 en BNB 2014/123 volgt volgens de A-G dat waardeverminderingen van tot het privévermogen behorende vermogensbestanddelen geen negatief loon opleveren. De vergelijking van deze casus met BNB 2007/118 gaat volgens de A-G niet op, omdat in die procedure de opties (wel) eerst in de loonsfeer werden verkregen en er daarom volgens de A-G dus een sterke band was met de dienstbetrekking in de loonsfeer. De waarde van de optie bij toekenning werd volgens een bepaalde waarderingsformule bepaald, en het verlies als gevolg van het optievervalbeding kon als negatief loon worden aangemerkt omdat dit niet in de destijds geldende waarderingsformule was verwerkt.

De Hoge Raad heeft het advies van de A-G echter niet overgenomen. In het door de Hoge Raad gewezen arrest (HR 15 april 2016, nr. 14/06257, ECLI:HR:2016:635, NTFR 2016/1166) overweegt de Hoge Raad in r.o. 2.3 als volgt:

> Indien een werknemer op grond van een beding in een overeenkomst met (een concernmaatschappij van) zijn werkgever gehouden is om bij beëindiging van zijn dienstbetrekking een transactie te verrichten, en hij met die transactie een nadeel lijdt in de vermogenssfeer, moet dat nadeel aan de dienstbetrekking worden toegerekend en als gevolg daarvan als negatief loon in aanmerking worden genomen. Het Hof heeft dit miskend.

en in r.o. 2.4.2.:

> uit onderdeel 2.1 volgt dat in het onderhavige geval sprake is van een nadeel als bedoeld in onderdeel 2.3. De omvang van dit nadeel moet worden gesteld op het verschil tussen de beurswaarde van de aandelen [C] en de ingevolge de 'Lock-up Regeling'[355] voor de certificaten verkregen prijs. Tussen partijen staat vast dat dit nadeel een bedrag van € 289.611 beloopt.

353 Rechtbank Noord-Holland 19 maart 2013, nr. AWB-12_2381, ECLI:NL:RBNHO:2013:1953.

354 De waarde in het economische verkeer is namelijk een objectief waardebegrip.

355 Een lock-up is een beding in een overeenkomst dat de desbetreffende (certificaten van) aandelen gedurende een bepaalde periode niet mogen worden vervreemd. Dergelijke bepalingen worden in aandeelhoudersovereenkomsten afgesproken om de desbetreffende manager gedurende een bepaalde periode te binden aan de onderneming.

Naar onze mening volgt uit dit onlangs gewezen arrest van de Hoge Raad dat het verlies uit een in werking getreden bad-leaverbepaling uit een overeenkomst negatief loon vormt. Gezien r.o. 2.4.2 kan het als negatief loon aan te merken bedrag groter zijn dan het ooit voor de desbetreffende vermogensbestanddelen opgeofferde bedrag.[356] Uit dit arrest kan volgens ons ook voorzichtig worden afgeleid dat een statutaire bad-leaverbepaling, zoals het geval is in het arrest BNB 2003/60, geen negatief loon kan opleveren, maar dat met dit risico bij de waardering rekening moet worden gehouden op het moment dat de vermogensbestanddelen zijn verkregen. Als een bad-leaverbepaling in de statuten van de vennootschap is opgenomen, is dit risico onlosmakelijk verbonden met en vormt het onderdeel van het vermogensbestanddeel, en kan er met dit risico slechts rekening worden gehouden op het moment dat de vermogensbestanddelen zijn verkregen.

Samenvatting jurisprudentie

Samengevat is uit de hiervoor besproken jurisprudentie af te leiden dat met een in een overeenkomst opgenomen bad-leaverbepaling rekening moet worden gehouden op het moment dat deze (ontbindende voorwaarde) in werking treedt. Op dat moment is er sprake van negatief loon ter grootte van het per saldo gederfde vermogen (waarde in het economische verkeer op het moment van inwerkingtreding van de ontbindende voorwaarde -/- de ontvangen prijs). Is er onverhoopt toch rekening gehouden met de contractuele bad-leaverbepaling bij de waardering van de vermogensbestanddelen, dan kan de inwerkingtreding van de bad-leaverbepaling naar onze mening geen negatief loon (meer) vormen. Dan zou immers in feite twee keer een verlies kunnen worden genomen: één keer op het moment van verkrijging van de vermogensbestanddelen en één keer op het moment van inwerkingtreding van de bad-leaverbepaling.

Als een bad-leaverbepaling in de statuten van de vennootschap is opgenomen, vormt de inwerkingtreding van deze bepaling geen negatief loon, maar is deze een vermogensverlies (box 3). Met het risico van een statutaire bad-leaverbepaling kan conform het arrest BNB 2003/60 uitsluitend rekening worden gehouden bij de waardering van de vermogensbestanddelen op het moment dat zij door de manager zijn verkregen.

Bad-leaverbepaling en resultaat uit overige werkzaamheden

Als aandelen op zichzelf bezien een lucratief belang vormen, dan leidt de inwerkingtreding van een bad-leaverbepaling uiteraard ook tot de vraag of er voor het lucratief belang een verlies kan worden genomen. Voordat men aan deze vraag toekomt, moet eerst worden beoordeeld of er sprake is van negatief loon. Is dat niet het geval, dan komt men toe aan de vraag of sprake is van een negatief resultaat uit overige werkzaamheden (als een verlies uit een lucratief belang), of een verlies uit aanmerkelijk belang.

Omdat in de praktijk de lucratieve aandelen doorgaans via een persoonlijke houdster worden gehouden (middellijk gehouden lucratief belang) kan er – gelet op artikel 3.95b, vierde lid, van de Wet IB 2001 – geen negatief resultaat uit overige werkzaamheden in aanmerking worden genomen. Alleen indien de lucratieve aandelen onmiddellijk worden gehouden doet de vraag opgeld of het verlies op deze aandelen als gevolg van de inwerkingtreding van een bad-leaverbepaling als een negatief resultaat uit overige werkzaamheden kan worden gezien.

In de praktijk zullen de aandelen van de tussenhoudster via een STAK gecertificeerd zijn. Iedere certificaathouder zal een aanmerkelijk belang houden in de tussenhoudster via de STAK, gelet op het verderop te bespreken artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001. De bad-leaverbepaling is dan in ieder geval van toepassing op de certificaten van aandelen. Worden deze certificaten van aandelen verkocht met een 'bad-leaververlies' dan is de vraag of dit een verlies uit aanmerkelijk belang vormt. In ieder geval kan er geen negatief resultaat uit overige werkzaamheden ontstaan (art. 3.95b, lid 4, Wet IB 2001).

356 In casu is de waarde in het economische verkeer betaald voor de certificaten op het verkrijgingsmoment. Zouden de certificaten destijds gratis zijn verkregen, dan is alleen sprake van negatief loon als de certificaten op het verkrijgingsmoment in de heffing zijn betrokken (vergelijk het arrest HR 25 november 2005, nr. 40.213, ECLI:NL:HR:2005:AU6909, BNB 2006/94).

De vraag of de inwerkingtreding van een bad-leaverbepaling een negatief resultaat uit overige werkzaamheden oplevert, is dus alleen relevant voor onmiddellijk gehouden lucratiefbelangaandelen. Er kan in theorie wel een verlies uit aanmerkelijk belang ontstaan in het geval de lucratieve aandelen middellijk worden gehouden, maar gelet op het arrest HR 15 april 2016, nr. 14/06257, ECLI:HR:2016:635, FutD 2016-0960 zal er eerder sprake zijn van negatief loon. In de praktijk zal het verlies op grond van de rangorderegeling uitsluitend worden aangemerkt als negatief loon.

Leaverbepalingen met een hogere waarde dan het economische verkeer van de aandelen en lucratief belang

Leaverbepalingen in een contract (de aandeelhoudersovereenkomst) bevatten zowel verplichtingen als rechten voor de manager. De verplichting is dat in geval van vertrek aandelen moeten worden aangeboden aan de private-equityfirma met daarin een vooraf overeengekomen prijs (het recht). Als deze prijs marktconform is, dan is er niets aan de hand. In de praktijk komen soms aanbiedingsverplichtingen voor waarin de werknemer in het geval van een good leaver bij ontslag voor zijn aandelen de hoogste krijgt van de waarde in het economische verkeer en de verkrijgingsprijs. Als de verkrijgingsprijs van de aandelen bij ontslag hoger is dan de waarde in het economische verkeer, krijgt de manager méér uitgekeerd dan de waarde in het economische verkeer van de aandelen. Deze hogere prijs dan de waarde in het economische verkeer van de aandelen is vermoedelijk als een niet-zelfstandig recht voor de manager te beschouwen en daarom kan dit recht niet-zelfstandig in de loonheffing worden betrokken.[357] [358] Zie voor het belang van het onderscheid tussen zelfstandige en niet-zelfstandige vermogensrechten onderdeel 9.4.7.2.

Omdat de afgesproken mogelijk hogere prijs dan de waarde in het economische verkeer in een contract bij een leaverbepaling (wellicht) niet zelf als loon kan worden aangemerkt, moet de invloed van dit recht worden meegenomen bij de bepaling van de waarde van de aandelen op het moment van verkrijging, ervan uitgaande dat dit past bij een objectieve waardebepaling. Dat de waardeverhogende invloed van een dergelijke leaverbepaling op de waarde van de aandelen 'up front' moeilijk is vast te stellen, heeft het kabinet doen besluiten om sommige leaverbepalingen als een lucratief belang ('overige rechten en verplichtingen') aan te merken, zodat op het moment van uitdiensttreding over dit leaverrecht zelf inkomstenbelasting moet worden geheven. De waarde van dit leaverrecht bij uitdiensttreding bij goed vertrek is het bedrag dat wordt uitgekeerd boven de waarde in het economische verkeer van de aandelen.

Een hiervoor bedoelde good-leaverbepaling is in economische zin te beschouwen als een aandeel waaraan een (voorwaardelijke) putoptie is verbonden. Een putoptie is het recht om gedurende een bepaalde looptijd een aandeel te verkopen tegen een vooraf vastgestelde prijs (de uitoefenprijs). Een putoptie levert geld op als de waarde in het economische verkeer van het aandeel lager is dan de uitoefenprijs van de putoptie. Dan mag immers het aandeel worden verkocht tegen de hogere uitoefenprijs. Het verband tussen het aandeel en de putoptie is goed te zien als men de good-leaverbepaling ontleedt in twee stappen: op grond van de eerste stap moet de manager in geval van goed vertrek, waarbij de aandelen minder waard zijn dan de verkrijgingsprijs, zijn aandeel tegen de (lagere) waarde in het economische verkeer aanbieden aan de private-equitymaatschappij. Hij lijdt dus een verlies. Dit verlies (tweede stap) wordt echter weer volledig gecompenseerd door de dan in werking tredende putoptie: de manager mag de aandelen aan de private-equitymaatschappij verkopen tegen de uitoefenprijs (de oorspronkelijke verkrijgingsprijs).

357 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 13, MvT:
Het kan hierbij in de eerste plaats om een zelfstandig vermogensrecht gaan (...). In de tweede plaats kan het gaan om een recht dat onderdeel is van een meer omvattende overeenkomst, bijvoorbeeld in een arbeidsovereenkomst als aanspraak op vergoeding bij het beëindigen van de arbeid of verandering van het bezit in de vennootschap ten behoeve waarvan de arbeid wordt verricht. In het laatste geval wordt vooral gedoeld op de zogenoemde in de praktijk niet ongebruikelijke 'leaverbepalingen' bij carried interestbeloningen, dus regelingen bij het beëindigen van de arbeid.

358 Mogelijk kan dit recht dan worden gezien als een onzelfstandig deelrecht van het algemene recht op loon in geld, te belasten als loon op het moment waarop het in werking treedt.

Als de uitoefenprijs van de putoptie dus gelijk is aan de verkrijgingsprijs van het verkregen aandeel, is daarmee het economisch risico op een koersdaling van het aandeel bij vertrek uitgesloten. De manager heeft in economische zin uitsluitend kans op een koersstijging.

Als deze good-leaverregeling (de voorwaardelijke putoptie) slechts in uitzonderingsgevallen van toepassing is, bijvoorbeeld in het geval van overlijden of arbeidsongeschiktheid, dan is de kans op dit voordeel klein en is er geen sprake van een lucratief recht in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e volzin, van de Wet IB 2001. Wordt de kans op dit voordeel bij vertrek echter groter, dan is de voorwaardelijke putoptie te kwalificeren als een lucratief recht in de vorm van een 'overig recht' in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e volzin, van de Wet IB 2001.[359] Als dit lucratieve recht, in de vorm van een voorwaardelijke putoptie, is beoogd als beloning en mede is toegekend in verband met werkzaamheden, zal dit 'overige recht' een lucratief belang zijn. Is er in dit kader inderdaad sprake van een lucratief belang, dan is de vraag wat precies tot het lucratief belang moet worden gerekend: uitsluitend de putoptie of de aandelen en de putoptie samen? Het hangt ervan af of er voldoende samenhang is. Als er onvoldoende samenhang is tussen de putoptie en de aandelen zou uitsluitend de (voorwaardelijke) putoptie onder omstandigheden een lucratief belang kunnen zijn. Als uitgangspunt geldt dat in een dergelijk geval de (op zichzelf niet lucratieve) aandelen niet tot het lucratief belang worden gerekend.[360]

Als evenwel tot het oordeel wordt gekomen dat een dergelijke voorwaardelijke putoptie toch zelfstandig genoeg is, kan ook het standpunt worden ingenomen dat deze putoptie loon is op het moment dat ze onvoorwaardelijk uitoefenbaar is.[361] Op dat moment moet de waarde in het economische verkeer van de putoptie zelf in de heffing worden betrokken. In de praktijk zal de waarde van dit recht al snel gelijk zijn aan de intrinsieke waarde van de putoptie: de uitoefenprijs minus de waarde van de aandelen op dat moment. De verwachtingswaarde zal nagenoeg nihil zijn gezien de resterende korte looptijd van de putoptie.

In het kader van beursgenoteerde winstdelende vorderingen is in de wetsgeschiedenis opgemerkt dat er geen sprake is van een lucratief belang ingeval als enige aanvullende voorwaarde is gesteld dat bij een vertrek als 'good leaver' de waarde in het economische verkeer wordt uitgekeerd en bij een bad leaver een lagere waarde dan in het economische verkeer. Dit geldt eveneens voor beursgenoteerde aandelen met een good-leaver- en bad-leaverclausule.[362] De relatie met werkzaamheden zal dan volgens de wetgever ontbreken, omdat een werknemer een dergelijke vordering (of aandeel) niet zal willen kopen. Het aanschaffen van een vordering of aandeel via de beurs zonder de bad-leaverconditie zal hem immers meer opleveren. De vraag is of deze toelichting een reële situatie betreft. De naam 'private equity' zegt al dat dergelijke beursgenoteerde aandelen of vorderingen bij de targetinvesteringen van deze maatschappijen zich in de praktijk niet snel zullen voordoen. Een private-equity-maatschappij zal zijn investeringen juist doen in niet-beursgenoteerde ondernemingen of een onderneming (doorgaans geheel) van de beurs afhalen (van publiek naar privaat).

Ook in het (meer) theoretische geval van vermogensbestanddelen die in het kader van een overname door een private equity-maatschappij wel beursgenoteerd zullen blijven, zal een manager verplicht worden in vermogensbestanddelen te investeren en akkoord te gaan met good- en bad-leaverbepalingen. Deze verplichting zal er, het is al eerder gezegd, zijn in het kader van het op één lijn brengen van de belangen van de manager en de private-equitymaatschappij.

---

359 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9 pag. 7-8, NNV. Zie tevens de opmerking van de Staatssecretaris tijdens de behandeling in de Tweede Kamer, Handelingen II, 2007/08, 107-7874.

360 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C., pag. 15-16, MvA en onderdeel 9.4.7.1.5.

361 Vergelijk de arresten Hoge Raad 1 april 1992, nr. 27 532, ECLI:NL:HR:1992:ZC4952, BNB 1992/231 en Hoge Raad 8 april 1992/232, nr. 27 829, ECLI:NL:HR:1992:ZC4961, BNB 1992/232 inzake het genietingsmoment van callopties onder het aandelenoptieregime van vóór 2005.

362 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C., pag. 10-11, MvA.

Overigens is het ook zo dat de waarde van de beursgenoteerde vordering zonder leavervoorwaarden bekend is: dat is de beurskoers. Het lucratiefbelangregime is dan, ook op een beursgenoteerde vordering met leavervoorwaarden, niet echt noodzakelijk, omdat de waarde in het economische verkeer dan bekend is. Daarbij zal alleen een discount op de beurswaarde van de vordering moeten volgen, omdat mogelijk rekening moet worden gehouden met de kans op de (lagere) bad-leaverprijs.

9.4.7.2.4 *Ratchets, reversed ratchets en dilution shares*

Ratchets, reversed ratchets en dilution shares zijn in algemene zin omschreven in onderdeel 3.3.10 ((reversed) ratchets) en onderdeel 3.3.17 (dilution shares).

Ratchets en reversed ratchets

Een 'ratchet' is een (voorwaardelijk) recht op een grotere opbrengst bij een exit (bijvoorbeeld een beursgang) als de manager een aantal vooraf vastgestelde doelstellingen heeft behaald. Bij een 'reversed ratchet' is het omgekeerde het geval: als de manager bepaalde doelstellingen niet behaalt bij een exit, moet hij een gedeelte van zijn toegekende beloning weer inleveren. Ratchets en reversed ratchets komen in de praktijk in allerlei varianten voor. Sommige ratchets zijn zelfstandig genoeg om als 'gewoon' recht op loon in geld te kwalificeren, belast op het moment van uitkering (art. 13a Wet LB 1964), of wellicht als een zelfstandige vordering in de zin van artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001. Andere ratchets of reversed ratchets zijn uitsluitend als rechten uit een samenhangende overeenkomst te kwalificeren en zijn aan te merken als 'overige rechten' in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf 4e regel, van de Wet IB 2001.[363] Hieruit volgt dat de kwalificatie van een ratchet of reversed ratchet sterk afhangt van de feiten en omstandigheden van het geval.

Voor het loonbegrip is het de vraag of een ratchet- of een reversed-ratchetafspraak als een zelfstandig, los verhandelbaar vermogensrecht moet worden beschouwd, of dat sprake is van een recht dat onderdeel blijft van het hoofdvermogensrecht. Daarom is het niet duidelijk of dit recht fiscaal gezien al dan niet zelfstandig (dus 'los' van de verkregen aandelen) moet worden beoordeeld.

Hier komt dan de vraag op of de ratchet voor de heffing van loonbelasting 'up front' moet worden gewaardeerd of dat de uitkering van dit recht moet worden belast als onzelfstandig deelrecht van het recht op loon. Als het recht 'up front' moet worden gewaardeerd, ontstaat tevens een waarderingsvraagstuk. Het lijkt erop dat een losse behandeling van een ratchetafspraak met een uitkering in geld sneller aan de orde komt als de afspraak is overeengekomen in een (aandeelhouders-)overeenkomst, in plaats van in de statuten van de desbetreffende vennootschap. In dat geval lijkt het erop dat de uitkering belast is als loon; zeker als de uitkering in geld plaatsvindt. Eigenlijk is er dan sprake van een voorwaardelijke bonus in de vorm van loon in geld.

Het hiervoor genoemde waarderingsprobleem ten aanzien van een ratchet of reversed ratchet, heeft de wetgever opgelost door zowel een ratchet als een reversed ratchet in ieder geval aan te merken als 'overig recht' in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e regel, van de Wet IB 2001. Het recht sec wordt voor de lucratiefbelangwetgeving dus zelfstandig in de heffing betrokken. Als het voorwaardelijke 'ratchetrecht' zodanig met aandelen verbonden is, maken ook de daarmee verbonden aandelen onderdeel uit van het lucratieve belang. Als in de aandeelhoudersovereenkomst bijvoorbeeld geëist wordt dat de manager alleen een voorwaardelijk recht heeft op een uitkering als de manager aandeelhouder is, dan behoren zowel de aandelen als de ratchet tot het lucratieve belang.

363 De ratchet staat beschreven in de aandeelhoudersovereenkomst en hangt vaak samen met de verkrijging van de aandelen.

De realisatie van zowel de ratchet (vaak de uitkering in aandelen) als de reversed ratchet (het 'mindere voordeel') wordt in de lucratiefbelangheffing betrokken. Dit is het geval als de ratchet of reversed ratchet verstrekt is als beloning voor werkzaamheden. Een verband met werkzaamheden is aannemelijk te achten als de ratchet uitsluitend aan het management van de targetvennootschap is verstrekt, en niet aan de overige investeerders. Om de winst bij realisatie te kunnen bepalen, moet nog wel worden vastgesteld of de ratchet al dan niet is meegewaardeerd bij de verkrijging van de aandelen.

Daarnaast is, zoals hiervoor besproken, de ratchet zelf wellicht al aan te merken als loon uit dienstbetrekking als de ratchet als een zelfstandig recht zou kunnen worden gezien.[364] Gezien de rangorderegeling gaat deze 'bron' vóór op het regime van het lucratief belang.

In de memorie van toelichting Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen worden de volgende voorbeelden van een ratchet en een reversed ratchet gegeven:[365]

> **Voorbeelden lucratieve rechten met zogenaamde ratchet**
> Een topmanager van een overgenomen onderneming koopt 1.000 certificaten en krijgt bij verkoop of beursgang meer certificaten naarmate dichter tot de doelstellingen is gekomen. Daarbij kan gedacht worden aan:
> – Bij behalen van 50% van de doelstelling ontvangen de werknemers geen extra voordeel.
> – Bij behalen van 75% van de doelstelling ontvangen de werknemers om niet 50% van het eerder gekochte aantal certificaten extra.
> – Bij behalen van 100% van de doelstelling ontvangen de werknemers om niet 100% van het eerder gekochte aantal certificaten extra.
> Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, Wet IB 2001 in verbinding met het vierde lid, wordt dit als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.
>
> Reverse ratchet: een topmanager van een overgenomen onderneming krijgt om niet 2.000 certificaten en bij verkoop of beursgang mag de topmanager meer certificaten behouden naarmate dichter tot de doelstellingen is gekomen.
> – Bij behalen van 50% van de doelstelling dienen de werknemers 50% van hun certificaten om niet terug te leveren.
> – Bij behalen van 75% van de doelstelling dienen de werknemers 25% van hun certificaten om niet terug te leveren.
> – Bij behalen van 100% van de doelstelling dienen de werknemers 0% van hun certificaten om niet terug te leveren.
> Het voordeel van het om niet krijgen van de certificaten wordt als loon in aanmerking genomen. Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, Wet IB 2001 in verbinding met het vierde lid, wordt de gehele opbrengst – met inbegrip van het verlies uit de reverse ratchet en een eventuele koersstijging van de aandelen – als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

De Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (NOB) merkt nog op dat het moet gaan om voorwaarden die de rendementen op aandelen positief beïnvloeden. Volgens de NOB heeft een reverse ratchet geen positieve invloed op het rendement van aandelen en kan er dus geen sprake zijn van een lucratief belang.

364 Dit zou bijvoorbeeld kunnen als een ratchet in de vorm van een optie in de zin van art. 10a, zesde lid, Wet LB 1964 is aan te merken, of sprake is van een voorwaardelijke beloning in geld.
365 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 14-15, MvT.

De staatssecretaris is het hier niet mee eens. Volgens hem wordt:[366]

> (...) in het vierde lid van art. 3.92b Wet IB 2001 het waardeverloop niet uitsluitend beperkt tot positieve resultaten gerelateerd aan doeleinden van het management of de aandeelhouders, aangezien het maximaal toekennen van beloningsbestanddelen en het vervolgens beperken bij het niet bereiken van de doeleinden een vergelijkbare uitkomst dient te krijgen.

Dilution shares

Ook een recht op 'dilution shares' is aan te merken als een 'overig recht' in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e regel en verder, van de Wet IB 2001.[367] Een betere benaming voor een dergelijk recht zou 'anti dilution shares' zijn. Het management neemt deel in het gewone aandelenkapitaal van een vennootschap en de overige gewone aandelen zijn eigendom van het private-equityhuis. In het geval het management vooraf bepaalde doelstellingen bij een exit bereikt heeft, verkoopt het private-equityhuis een gedeelte van zijn gewone aandelen voor € nihil. Het aantal aandelen vermindert dus, waardoor de verwatering kleiner wordt ('anti dilution'). Dit heeft tot gevolg dat het in de vennootschap aanwezige vermogen (bezittingen) nu verdeeld wordt over minder aandelen, zodat de waarde van de overige gewone aandelen stijgt. Feitelijk krijgen de managers een voorwaardelijk recht op waardestijging van hun aandelen. Dit worden ook wel 'dilution shares' genoemd.

Omdat dit voorwaardelijke recht op een waardestijging van aandelen een onzelfstandig recht is, kan het voorwaardelijke onzelfstandige recht zelf niet in de loonheffing worden betrokken, maar moet dit voorwaardelijke recht in theorie worden meegenomen op het moment dat de managers hun aandelen verkrijgen.[368] Op dat moment moet de waarde van de aandelen worden vastgesteld, inclusief het daaraan gekoppelde voorwaardelijke recht op de waardestijging van hun aandelen. In de praktijk is een dergelijk voorwaardelijk recht op een waardestijging van een aandelenpakket vooraf niet te waarderen. Door dilution shares als een 'overig recht' aan te merken is het waarderingsprobleem opgelost, omdat dit recht nu uiterlijk belast wordt op het moment dat het management de doelstellingen bereikt heeft (dus achteraf heffen over het werkelijk behaalde voordeel, in plaats van vooraf over een geschatte waarde).

9.4.7.2.5 Recht op een verdubbelde uitkering

Een ander voorbeeld van een overig recht is volgens de wetsgeschiedenis een verdubbelde uitkering (som van de aflossing en rente) als bepaalde doelstellingen zijn behaald, een opdracht is uitgevoerd of de manager een bepaalde diensttijd volmaakt. Het lijkt er echter op dat dit voorbeeld thuis hoort bij een lucratieve vordering in de zin van artikel 3.92b, derde lid, van de Wet IB 2001 dan wel artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e volzin, van de Wet IB 2001.

9.4.7.2.6 Overeenkomst van opdracht

Als een vennootschap, waarvan de aandelen door één natuurlijk persoon worden gehouden, een overeenkomst van opdracht aangaat met een private-equityfonds en de vergoeding voor de vennootschap gedeeltelijk afhangt van de winst van dit fonds, kan de winstafhankelijke vergoeding volgens de wetsgeschiedenis een economisch vergelijkbare lucratieve vordering of een overig recht zijn (art. 3.92b, lid 4, van de Wet IB 2001). Dat de winstafhankelijke vergoeding juridisch toekomt aan de vennootschap maakt dit niet anders, omdat een lucratief belang ook middellijk (bijvoorbeeld via een vennootschap) kan worden gehouden. Hier wordt gedoeld op de situatie van een management-bv.

366 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C., pag. 26, MvA.

367 Het recht is geregeld in de aandeelhoudersovereenkomst en hangt samen met de verkrijging van de aandelen.

368 Het moment dat het onvoorwaardelijk recht op levering van de aandelen is ontstaan, HR 30 juni 1999, nr. 34 325, ECLI:NL:HR:1999:AA2812, BNB 1999/334.

Als de manager niet in loondienst is bij de targetvennootschap, maar werkt op basis van een overeenkomst van opdracht via zijn (management-)bv, dan kan dus evenzeer de lucratiefbelangwetgeving van toepassing zijn. In dergelijke gevallen speelt ook nog de gebruikelijkloon-problematiek van artikel 12a van de Wet LB 1964 (zie onderdeel 8.4.4).

9.4.7.2.7 *Winstbewijzen als overig recht ex art. 3.92b, lid 4, laatste volzin, Wet IB 2001*

In de parlementaire geschiedenis is aangegeven dat winstbewijzen een 'overig recht' kunnen zijn in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e volzin, van de Wet IB 2001. Zoals eerder besproken moet bij winstbewijzen eerst worden beoordeeld of deze te vergelijken zijn met aandelen. Als een winstbewijs zozeer te vergelijken is met een aandeel komt men niet verder dan artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, of b, van de Wet IB 2001 en artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e regel, van de Wet IB 2001 ('economisch vergelijkbaar recht'). Is op grond van deze bepalingen dan geen sprake van een lucratief winstbewijs (bijvoorbeeld omdat niet aan de vereiste hefboom is voldaan), dan kan het winstbewijs vervolgens niet alsnog als een 'overig recht' worden aangemerkt. Is het winstbewijs niet vergelijkbaar met een aandeel, dan kan het winstbewijs zoals gezegd op zichzelf beschouwd wel een 'overig recht' zijn. Winstbewijzen kunnen onder de tweede subcategorie overige rechten en verplichtingen vallen.[369]

9.4.7.2.8 *Callopties, SAR's en putopties*

Callopties

Een calloptie is het recht om gedurende een bepaalde tijd tegen een vooraf vastgestelde prijs (de uitoefenprijs) een vermogensrecht (bijvoorbeeld een aandeel) te mogen kopen. Stijgt de waarde van het aandeel boven de uitoefenprijs dan kan de optiehouder een positief resultaat behalen.[370] De optiehouder kan zijn optie vervolgens uitoefenen of vervreemden. Als de optiehouder de optie uitoefent, kan hij de koerswinst realiseren door de met de uitoefening verkregen aandelen (aanstonds) te verkopen. Werknemersopties kunnen in de praktijk uitsluitend uitgeoefend worden door werknemers, omdat de werkgever niet zal toestaan dat het recht aan een derde zal worden vervreemd.

Volgens de wetsgeschiedenis is een dergelijke calloptie geen lucratief belang omdat artikel 10a van de Wet LB 1964 van toepassing is.[371] Artikel 10a, eerste lid, van de Wet LB 1964 bepaalt dat een calloptie in de zin van artikel 10a, zesde lid, van de Wet LB 1964 belast is als loon op het moment van uitoefening van het optierecht. Op grond van de rangorderegeling komt men dan niet meer aan een lucratief belang toe.[372] Dit laat onverlet dat de met de uitoefening van de calloptie verkregen aandelen wel een lucratief belang kúnnen vormen.[373] Dat blijkt ook uit uitlatingen van de staatssecretaris tijdens de behandeling van het wetsvoorstel Belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen in de Tweede Kamer inzake aandelenopties.

---

369 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 14, MvT.

370 Strikt genomen zijn dit '*warrants*'. De uitgifte en verhandeling van een optie vindt plaats op de beurs, terwijl de uitgifte en verhandeling van een warrant via een (financiële) instelling verloopt. Economisch gezien is er geen verschil tussen een call optie en een warrant.

371 Dit leidt tot de theoretische vraag of een call optie die geen optie is in de zin van art. 10a Wet LB 1964 wel een lucratief belang kan zijn. Naar de mening van de projectgroep kan dat het geval zijn: volgens vaste jurisprudentie wordt een niet onder art. 10a Wet LB 1964 vallende call optie als loon genoten op het moment dat het optierecht onvoorwaardelijk uitoefenbaar is. De waarde in het economische verkeer van het optierecht is op dat moment dan belast als loon in natura. Vervolgens zou dit recht naar de resultaatsfeer kunnen verschuiven als lucratief belang (als een *overig recht*, ex art. 3.92b, vierde lid, vanaf de 4e volzin, Wet IB 2001). Op grond van art. 3.95b, eerste lid, Wet IB 2001 lijkt het redelijk om voor de startwaarde van het lucratieve belang een step-up toe te staan met het bedrag dat als loon in aanmerking is genomen. Immers de optie is 'opgeofferd' om het lucratieve recht te krijgen.

372 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 10, MvT, Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 15, MvA en Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 20, NNV.

373 Hetzij op grond van art. 3.92b, tweede lid, onderdeel a, Wet IB 2001, hetzij op grond van art. 3.92b, vierde lid, 1e toten met 4e regel, Wet IB 2001.

Hij zegt over de via callopties verkregen aandelen:[374]

> Die worden belast in de loonsfeer bij uitoefening. Die vallen echter ook niet onder de werkingssfeer van dit wetsvoorstel.

In reactie op de opmerking van het PVV-kamerlid Van Dijck inzake de na uitoefening verkregen aandelen dat:

> zodra daaraan de afspraak is gekoppeld dat men minimaal 10% rendement krijgt op dat aandeel...,

antwoordt de staatssecretaris:[375]

> Ook dan niet. Dan moet het minimaal 15% zijn. Als bij uitgifte van die aandelen een preferentie is toegekend van minimaal 15%, valt het onder de werking van dit wetsvoorstel. Als het een constructie is met een achtergestelde aandelensoort die minder is dan 10% waardoor een hefboomeffect ontstaat op het aandelenkapitaal van meer dan 1 op 10 of een vergelijkbaar effect, valt het eveneens onder de werkingssfeer van dit wetsvoorstel.

Worden callopties door de manager middellijk gehouden, dus door middel van een persoonlijke houdstermaatschappij, dan kunnen deze callopties wel een middellijk lucratief belang vormen, omdat ze geen werknemersopties zijn voor de loonbelasting. De voordelen die worden behaald met middellijk gehouden callopties kunnen mede beoogd te zijn toegekend als een beloning voor werkzaamheden van de manager.

SAR's

Het voorgaande geldt eveneens voor zogenoemde Stock Appreciation Rights (SAR's). Een SAR is een recht op een koersstijging van het onderliggende aandeel tegen betaling van een vooraf bepaalde uitoefenprijs en looptijd. Materieel gezien lijkt een SAR dus erg op een optie. Cruciaal verschil met een optie is echter dat bij de uitoefening van een SAR de manager het aandeel niet in handen krijgt, maar een bedrag in geld ter grootte van het verschil tussen de waarde in het economische verkeer van het aandeel en de uitoefenprijs.

Doorgaans zal een SAR als een onzelfstandig deelrecht van het algemene recht op loon worden beschouwd. Een dergelijk recht op loon wordt genoten als het bedrag in geld aan de manager betaald is (art. 13a Wet LB 1964) en komt dus niet los van de dienstbetrekking.[376] De gehele waarde zal op het moment van genieten van het loonbestanddeel in de box 1-heffing worden betrokken. Dat is ook het moment dat de betreffende werknemer daadwerkelijk de beschikking krijgt over het geldbedrag, dus in zoverre ontstaat er ook geen cashflowprobleem. Omdat de SAR als loon belast wordt op het moment dat het bedrag in geld wordt betaald, ontstaat geen lucratiefbelangproblematiek, tenzij de SAR door middel van een vennootschap wordt gehouden (vergelijk door een vennootschap gehouden callopties).

Putopties

In het kader van leaverbepalingen is al opgemerkt dat (onmiddellijk of middellijk) gehouden putopties een lucratief belang kunnen vormen. Zie 9.4.7.2.3.

374 Handelingen II, 2007/08, 107-7872.

375 Handelingen II, 2007/08, 107-7872.

376 In het zeldzame geval dat een SAR wel als een zelfstandig vermogensrecht is te beschouwen, wordt dit recht als loon genoten als het recht onvoorwaardelijk uitoefenbaar is (zie de uitspraak van Hof Den Bosch 10 juni 2003, nr. 01/00952, ECLI:NL:GHSHE:2003:AH9718, VN 2003/34.1.11). Nadat is uitgeoefend kan dit vorderingsrecht verschuiven naar de resultaatsfeer als op het uitoefeningsmoment van de SAR het vorderingsrecht een lucratief *overig recht* is (art. 3.92b, vierde lid, vanaf 4e volzin, Wet IB 2001) of wellicht een lucratieve vordering in de zin van art. 3.92b, derde lid, Wet IB 2001. Op grond van art. 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001 lijkt het redelijk om voor de startwaarde van het lucratieve belang een step-up te nemen met het bedrag dat als loon in aanmerking is genomen. Dit is het bedrag dat is opgeofferd om het lucratieve vorderingsrecht te krijgen.

9.4.7.2.9 *Earn-outrecht*

In het geval de verkoper en koper het niet eens worden over de waarde van een onderneming, kunnen zij afspreken dat de koopprijs geheel of gedeeltelijk zal bestaan in de vorm van een zogenoemd earn-outrecht. Koper en verkoper kunnen dan afspreken dat de koopprijs van de aandelen bestaat uit een vast bedrag en een variabel bedrag (de 'earn-out'). Dit variabele bedrag is bijvoorbeeld afhankelijk van de winstontwikkeling van de overgenomen vennootschap gedurende een aantal jaren. De verkoper loopt dan nog een aantal jaren risico dat verband houdt met zijn verkochte aandeel in de onderneming.

Uit de wetsgeschiedenis volgt dat als men direct over de contante waarde van het earn-outrecht afrekent, het werkelijke waardeverloop op zichzelf een overig recht in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf 4e volzin, van de Wet IB 2001 *kan* zijn. In het onderdeel 'goed koopmansgebruik' gaan wij dieper in op earn-outrechten. Zie onderdeel 9.5.1.

9.4.7.2.10 *Deelname in fondsen*

Cv's en FGR's

Managers van fondsen participeren zelf ook in de fondsen zij managen. Dit kan als commanditair vennoot in cv's of in fondsen voor gemene rekening (FGR). Doorgaans zijn dergelijke cv's of FGR's besloten.[377] Een participatie in een besloten cv, of in een besloten FGR, is voor fiscale doeleinden transparant. De resultaten van het fonds zijn daarom fiscaal direct toerekenbaar aan de participanten in het fonds. Doorgaans wordt gekozen voor besloten fondsen in verband met vennootschapsbelastingdoeleinden.

Een dergelijk besloten fonds is civielrechtelijk aan te merken als een overeenkomst over de te verdelen rendementen van het fonds tussen de diverse participanten en hetgeen door deze participanten als vermogen moet worden ingelegd. Dit (vorderings)recht in een fonds kan een overig recht zijn als sprake is van een lucratief recht (beloning voor werkzaamheden).[378] Om dit te kunnen beoordelen, moet met een 'waterfall'-berekening beoordeeld worden of andere partijen ook in deze rechten participeren en, als dat het geval is, welke uitkering deze andere partijen op hun rechten kunnen behalen. Als blijkt dat de managers méér op hun rechten krijgen uitgekeerd dan de overige investeerders, dan is aannemelijk te achten dat het excedent (het bedrag dat wordt ontvangen boven het rendement van de investeerders) geen vergoeding is voor het ter beschikking gestelde kapitaal, en ligt het zeer voor de hand dat er sprake is van een beloning voor door de fondsmanager verrichte of te verrichten werkzaamheden. Met andere woorden: de managers leggen minder in voor hun participatie dan de overige participanten, maar ontvangen een groter gedeelte van de (over)winst. Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat het gehele recht tot het lucratief belang behoort (dus ook het gedeelte van de opbrengst dat verband houdt met het ter beschikking stellen van kapitaal; er wordt geen splitsing gemaakt).

In een dergelijk geval kan overigens onder omstandigheden ook nog sprake zijn van 'gewoon' ROW in de zin van artikel 3.90 van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.91, eerste lid, letter c, van de Wet IB 2001. Op de inspecteur rust de bewijslast omtrent de redelijke voordeelsverwachting van de fondsmanager op het moment van het aangaan van de participatie.

---

377 Vergelijk art. 2, derde lid, onderdeel c van de AWR. Voor de beoordeling van een open/besloten cv of FGR zie de besluiten van de staatssecretaris van Financiën van 15 december 2015, BLKB2015/1209M, Stcrt. 2015, 46508, (CV) en BLKB2015/1511M, Stcrt. 2015, 46505. (FGR).

378 Overigens zou ook nog gesteld kunnen worden dat een dergelijke participatie in een besloten fonds is aan te merken als een lucratieve vordering in de zin van art. 3.92b, derde en vierde lid (1 tot en met 4e volzin), Wet IB 2001, indien de vordering zelfstandig genoeg is. Zie hierover paragraaf 9.4.7.2.2.

Als sprake is van een participatie in een open cv dan wordt zo'n participatie door artikel 2, derde lid, onderdeel f, van de AWR als een aandeel aangemerkt. Omdat sprake is van een aandeel komt men bij de beoordeling of dit een lucratief aandeel is uitsluitend toe aan artikel 3.92b, tweede lid van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e volzin, van de Wet IB 2001. Er kan dan geen sprake (meer) zijn van een overig recht. Een open FGR is zelfstandig belastingplichtig voor de heffing van vennootschapsbelasting (art. 2, lid 1, onderdeel f, en lid 2, Wet Vpb 1969). Een bewijs van deelgerechtigdheid in een dergelijk fonds wordt voor de heffing van inkomstenbelasting gelijkgesteld met een aandeel (art. 4.5 Wet IB 2001). Voor de beoordeling of de participatie in een open FGR in de zin van artikel 4.5 van de Wet IB 2001 een lucratief aandeel vormt komt men, net als bij een open cv, uitsluitend terecht in artikel 3.92b, tweede lid, van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.92b, vierde lid, 1e tot en met 4e volzin, van de Wet IB 2001. Net als bij een open cv kan bij een open FGR geen sprake (meer) zijn van een overig recht.

FCPE's

Een bijzondere vorm van een aandelenspaarplan is een Fonds de Commune de Placement d'Entreprise (FCPE). Deze plannen komen in Frankrijk veel voor. FCPE's bestaan in de vorm van de zogenoemde 'classic' en 'leveraged' varianten. De leveraged variant van een FCPE kan een lucratief belang vormen.

In de leveraged variant worden de aandelen gehouden door een fonds. De werknemers zijn niet direct gerechtigd tot de aandelen, maar delen in het fondsvermogen. In de praktijk is de inleg van de werknemers in dit fondsvermogen veelal beperkt tot 10%. Het restant (90%) van het fondsvermogen wordt door een bank gefinancierd.

Een dergelijk recht kan kwalificeren als een onzelfstandig deelrecht van het recht op loon. Dit houdt in dat het recht belast is op het moment van uitbetaling van het geld (art. 13a Wet LB 1964). Sinds de invoering van het lucratiefbelangregime kan daarnaast het standpunt worden ingenomen dat een leveraged variant van een FCPE is aan te merken als een lucratief belang op grond van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf 4e volzin, van de Wet IB 2001 ('overig recht'). Bijzonderheid is dat bij een overig recht de hefboomgrens van 10% niet geldt.

Voorbeeld

Werknemers krijgen de gelegenheid om participaties te kopen in een fonds. Dit fonds beheert aandelen die het koopt van de werkgever. De bijdrage van de werknemers aan het fondsvermogen is beperkt tot 10% van de kostprijs van de aandelen. De overige 90% wordt geleend van een bank. De bank garandeert ook de ingelegde bijdragen van de werknemers. Als tegenprestatie hiervoor ontvangt zij 50% van de door het fonds gerealiseerde koerswinsten en alle dividenden. Na 5 jaar komen de aandelen (in de vorm van contanten) ter vrije beschikking van de werknemers. Tussentijds kunnen zij hun participaties niet verkopen, tenzij er een deblokkeringsgrond van toepassing is. De in totaal 9 gronden voorzien in deblokkering in geval van onder andere aankoop eigen woning, huwelijk en ontslag. De vraag is wanneer het genietingsmoment is. Primair zullen de werknemers een belastbaar voordeel genieten als loon op het moment van uitkering na 5 jaar of eerdere deblokkering (art. 13a Wet LB 1964). Subsidiair kan gesteld worden dat de werknemers een lucratief belang hebben verkregen ('overig recht' in de zin van artikel 3.92b, vierde lid, vanaf 4e regel, van de Wet IB 2001). Op grond van artikel 3.95 van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.95b, tweede lid, van de Wet IB 2001 wordt inkomstenbelasting geheven op het realisatiemoment (uiterlijk op het moment dat de vordering op de uitkering ontstaat).

9.4.8 Schulden met lucratieve kwijtscheldingsfaciliteit (art. 3.92b, lid 1, onderdeel b, Wet IB 2001)

Schulden met een lucratieve kwijtscheldingsfaciliteit vormen een afzonderlijke categorie binnen het lucratief belang. Een lucratief belang is volgens artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 ook:

> Het onmiddellijk of middellijk hebben van schulden die rechtens dan wel in feite tegemoetkomingen kennen van geheel of gedeeltelijke kwijtschelding waarbij die tegemoetkomingen:
> gelet op de feiten en omstandigheden waaronder deze schulden zijn aangegaan, naar moet worden aangenomen mede een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden van de belastingplichtige of een met hem verbonden persoon.

Het gaat om schulden van een werknemer waarbij wordt afgesproken dat deze schuld geheel of gedeeltelijk wordt kwijtgescholden, als met het vermogensbestanddeel niet een bepaald rendement wordt behaald. In een dergelijke situatie loopt de werknemer feitelijk slechts een beperkt of zelfs in het geheel geen risico.

De memorie van toelichting geeft het volgende voorbeeld van een werkzaamheid bij een schuld met een tegemoetkoming van kwijtschelding:[379]

> Een belastingplichtige neemt deel in een aandelenemissie van zijn werkgever voor een bedrag van € 10 000. Deze aandelen zijn ook voor dezelfde prijs aan de beurs te koop. Het geld voor de aandelen leent hij van een bank, waarbij een private equity-maatschappij jegens de bank garant staat voor rente en aflossing. Bij de aankoop komt de belastingplichtige met de private equity-maatschappij overeen dat deze de schuld overneemt en aflost als de werknemer na drie jaar nog in dienst is, de werknemer de aandelen gedurende die drie jaren in bezit heeft gehouden en de waarde van deze aandelen op de beurs minder dan € 10 000 is.
>
> Onder het voorgestelde artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel b, Wet IB 2001 wordt dit als het te belasten resultaat van een werkzaamheid aangemerkt.

Er hoeft niet zelfstandig aan de hefboom- of financieringsvereisten te worden getoetst. De enkele omstandigheid dat sprake is van een lucratieve kwijtschelding maakt dat de schuld onder het lucratief belang komt te vallen. Wel moet uiteraard zijn voldaan aan de oogmerktoets van het eerste lid van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Dit houdt in dat de kwijtscheldingsfaciliteit mede een beloning is voor werkzaamheden van de belastingplichtige.

In de memorie van toelichting is verder nog opgemerkt dat de kwijtschelding zowel op de oorspronkelijke hoofdsom als op de restantschuld kan zien. Ook de situatie dat een private-equityhuis garant staat voor een bankfinanciering aan een werknemer en de bank de garantstelling vervolgens inroept, is in feite een tegemoetkoming van kwijtschelding en valt dus onder artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001.

379 Kamerstukken II, 2007-2008, 31 459, nr. 3, pag. 15, MvT.

Lucratieve schulden kunnen ook loon vormen

In aandelenregelingen wordt soms afgesproken dat de manager de financiering (lening) van zijn deelname in de overnamehoudster van de targetvennootschap niet hoeft terug te betalen als een vooraf afgesproken rendement niet wordt behaald. De vraag is of een dergelijke kwijtschelding van de schuld loon is en zo ja, op welk moment. Moet de kans op deze kwijtschelding bij de waardering van de aandelen in aanmerking worden genomen, gelet op het eerder aangehaalde arrest HR 29 maart 2002, nr. 36 715, ECLI:NL:HR:2002:AE0862, BNB 2003/60 (aanbiedingsplicht aandelen tegen lagere prijs in geval van defungeren)? In dit arrest oordeelde de Hoge Raad immers dat:

> Indien sprake is van een verplichting tot aanbieding van aandelen door een werknemer tegen een statutair bepaalde prijs in geval van arbeidsongeschiktheid, defungeren of beëindiging van de dienstbetrekking, alsmede van een beperking van de mogelijkheden tot vervreemding op andere wijze tegen de waarde in het economische verkeer, moet evenwel worden onderzocht of daarvan invloed uitgaat op de waarde in het economische verkeer van de aandelen, hetgeen niet het geval is indien verplichte aanbieding als hiervoor genoemd of vervreemding op andere wijze van de aandelen nimmer zal plaatsvinden (vergelijk bijvoorbeeld HR 9 november 1932, B. 5316).

Daarentegen oordeelde de Hoge Raad in het arrest HR 29 november 2000, nr. 35 132, ECLI:NL:HR:2000:AA8596, BNB 2001/83 nog in verband met de voorwaardelijke kwijtschelding van een geldlening in verband met toekenning van een aandelenoptie dat deze voorwaardelijke kwijtschelding belast was als loon in het jaar van kwijtschelding. Dus niet in het jaar waarin deze afspraak over kwijtschelding werd gemaakt (vergelijk het hiervoor genoemde BNB 2003/60). In een soortgelijke zaak kwam het Gerechtshof Amsterdam in de uitspraak van 19 mei 2005, nr. 03/01353, ECLI:NL:GHAMS:2005:AT8379, V-N 2005/46.16 tot hetzelfde oordeel.

Het verschil tussen beide zaken met de casus uit BNB 2003/60 is dat de defungeringsregeling in dit laatstgenoemde arrest geregeld is in een aandeelhoudersovereenkomst die (kennelijk) onlosmakelijk verbonden is met de verkregen aandelen. Blijkbaar is er tussen de aandelen en de afspraak over de defungeringsregeling een dermate grote samenhang dat dit als één geheel is te beschouwen. Daarom moest op het moment van verstrekking van de aandelen onderzocht worden of deze afspraak een waardeverminderende invloed had. In het arrest BNB 2001/83 en de uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam van 19 mei 2005 is vermoedelijk het argument van samenhang tussen het recht op voorwaardelijke kwijtschelding en de aandelen niet in stelling gebracht.[380]

Aangezien het, gelet op de in onderdeel 9.4.7.2.3 genoemde jurisprudentie, niet geheel duidelijk is wanneer een voorwaardelijk recht op kwijtschelding als loon moet worden belast, heeft de wetgever besloten dit wettelijk te regelen. Een dergelijke lucratieve kwijtschelding is in ieder geval een lucratief belang krachtens artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel b, van de Wet IB 2001 als de verstrekker van de voorwaardelijke kwijtschelding beoogd heeft de manager te belonen voor werkzaamheden. De uiteindelijke kwijtschelding wordt belast als lucratief belang en valt dus onder het resultaat uit overige werkzaamheden.[381]

Als het recht op de kwijtschelding eerst als loon in aanmerking is genomen en daarna een lucratief belang vormt, wordt het bedrag waarover loonbelasting is geheven bij het opgeofferd bedrag van het lucratief belang opgeteld (zie art. 3.95b, lid 1, Wet IB 2001).

---

380 In de zaken die speelden voor de Hoge Raad op 29 november 2000 en het Gerechtshof Amsterdam op 19 mei 2005 ging het om de kwijtschelding van een lening in verband met een verstrekte aandelenoptie. Onder het oude loonbelastingregime was het optierecht zelf belast. De waarde van het optierecht werd via een formule vastgesteld op een percentage van de waarde van de onderliggende aandelen.

381 Mocht de daadwerkelijke kwijtschelding toch tevens als loon zijn aan te merken, dan wordt het voordeel gezien de rangorderegeling slechts als loon belast. Het gevolg van de kwalificatie lucratief belang is wel dat de daadwerkelijke kwijtschelding altijd belastbaar box 1 inkomen vormt; hetzij als loon, hetzij als lucratief belang.

9.4.9 Verbonden personen (art. 3.92b, lid 5, Wet IB 2001)

Artikel 3.92b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 die de verbonden personen in de lucratiefbelangwetgeving regelt, is een anti-ontgaansbepaling. Zonder deze bepaling zou de manager de lucratieve vermogensbestanddelen, bijvoorbeeld via een familielid, kunnen houden, zodat artikel 3.92b van de Wet IB 2001 in beginsel niet van toepassing is. De inspecteur zou in dat geval aannemelijk moeten maken dat de lucratieve vermogensbestanddelen dan in feite door een stroman worden gehouden. Artikel 3.92b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 voorkómt dit door de partner van de manager of een bloed- of aanverwant in de rechte lijn van de belastingplichtige als een verbonden persoon van de manager aan te merken. Als het lucratieve vermogensbestanddeel bijvoorbeeld is verstrekt aan de partner van de manager met het oog op het belonen voor werkzaamheden van de manager, zijn de resultaten die met de lucratieve vermogensbestanddelen worden behaald, belast bij de partner van de belastingplichtige. Het voordeel wordt dus in aanmerking genomen bij de persoon die het lucratief belang houdt.[382]

De kring van verbonden personen van artikel 3.92b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 is dezelfde als de kring van verbonden personen in artikel 3.91, derde lid, van de Wet IB 2001 (ongebruikelijke terbeschikkingstelling): de partner en bloed- en aanverwanten in rechte lijn van de belastingplichtige. Het begrip partner is geregeld in artikel 1.2 van de Wet IB 2001, dat een uitbreiding en beperking behelst van het algemene partnerbegrip van artikel 5a van de AWR. Voor het civielrechtelijke begrip aanverwantschap is in fiscale zin nog een bepaling opgenomen in artikel 3.93, eerste lid, letter a, van de Wet IB 2001. Een persoon geldt niet langer als aanverwant als het huwelijk waardoor de verwantschap is ontstaan, door echtscheiding is ontbonden.

9.5 Bepaling van het voordeel

9.5.1 Winstregime van overeenkomstige toepassing

Een door een belastingplichtige middellijk of onmiddellijk gehouden lucratief belang valt onder het regime van het resultaat uit overige werkzaamheden (art. 3.90 Wet IB 2001). Dit betekent dat het winstregime op gehouden lucratieve belangen (grotendeels) van overeenkomstige toepassing is op grond van artikel 3.94 van de Wet IB 2001 en artikel 3.95 van de Wet IB 2001. Daarnaast is voor de bepaling van het resultaat uit lucratief belang artikel 3.95b van de Wet IB 2001 van toepassing. Dit artikel geeft enkele aanvullende bepalingen voor de bepaling van het resultaat uit lucratief belang, zie onderdeel 9.5.2. Daarnaast is de lucratiefbelanghouder administratieplichtig op grond van artikel 52, tweede lid, onderdeel d, van de AWR.

Totaalresultaat

Artikel 3.94 van de Wet IB 2001 bepaalt het totaalresultaat. Deze bepaling is vergelijkbaar met de bepaling over de totaalwinst van artikel 3.8 van de Wet IB 2001. Dit betekent dat de totale winst behaald met het lucratief belang in de heffing moet worden betrokken. Bij aanvang van het lucratief belang moeten de vermogensbestanddelen worden teboekgesteld tegen het voor het lucratieve belang opgeofferde bedrag, artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001. Bij staking van het lucratief belang moet er worden afgerekend over vermogenswinsten. Eventuele verliezen zijn aftrekbaar (zie echter art. 3.95b, lid 4, Wet IB 2001). Ook kosten die verband houden met lucratiefbelangopbrengsten zijn aftrekbaar. Onzakelijke prijsstellingen moeten worden gecorrigeerd naar vergoedingen die tussen derden in het economische verkeer zouden voorkomen. Het kasstelsel is in een dergelijk geval niet van toepassing.

382 Kamerstukken II, 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 16, MvT.

Met betrekking tot de aftrekbare kosten moet met name worden gedacht aan de financieringskosten van het lucratief belang. Dit blijkt uit artikel 3.92b, eerste lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001:

> ... alsmede het hebben van schulden die rechtsreeks samenhangen met deze aandelen, vorderingen of rechten.

Gelet op de economische benadering van artikel 3.92b, vierde lid, van de Wet IB 2001 zullen deze schulden overigens al snel onderdeel van het lucratief belang vormen, zeker als geleend wordt van de eigen werkgever.[383] De hiervoor genoemde zinsnede heeft dus alleen nut als geleend wordt van een derde, zoals een bank. Volgens het kabinet zijn de overige kosten die nog in aftrek kunnen worden gebracht, beperkt. Als voorbeeld wordt genoemd de kosten van bewaarloon. Bewaarloon zijn de kosten voor het beheren van een effectenportefeuille door een broker (bijvoorbeeld een bank).

Op deze hoofdregels voor de resultaatsbepaling wordt in artikel 3.95b van de Wet IB 2001 een aantal uitzonderingen en bijzonderheden gegeven. Zie hierna onder 9.5.2.

Jaarresultaat en goed koopmansgebruik

Artikel 3.95 van de Wet IB 2001 bepaalt dat bij de bepaling van het resultaat een aantal artikelen uit de winstbepaling van overeenkomstige toepassing is. Dit geldt onder andere voor artikel 3.25 van de Wet IB 2001. Dit betekent dat voor de bepaling van het jaarresultaat het stelsel van goed koopmansgebruik gevolgd moet worden.

Het volgen van het stelsel van goed koopmansgebruik bij het lucratief belang houdt onder meer in dat de volgende beginselen bij de bepaling van het jaarresultaat van het lucratief belang van toepassing zijn:
- het voorzichtigheidsbeginsel
- het matchingbeginsel
- het realisatiebeginsel
- het realiteitsbeginsel

In de praktijk zullen bij het bepalen van de jaarwinst volgens goed koopmansgebruik bij lucratieve belangen vooral het voorzichtigheids- en realisatiebeginsel een rol spelen. Dat betekent dat nog niet gerealiseerde verliezen op lucratieve vermogensrechten (aandelen of vorderingen) op grond van het voorzichtigheidsbeginsel al mogen worden genomen in het jaar waarin ze zijn ontstaan.[384] Winsten op lucratieve aandelen of vorderingen moeten worden genomen op het moment dat deze zijn gerealiseerd.

Realisatie is het omzetten van de (lucratieve) aandelen of (lucratieve) vorderingen in een ander vermogensbestanddeel. In de praktijk is dit geld, of een vordering op de koper van de lucratieve vermogensbestanddelen. Een waarderingsstelsel van bezittingen, zoals (lucratieve) aandelen of vorderingen, op kostprijs of op lagere bedrijfswaarde is volgens jurisprudentie in overeenstemming met goed koopmansgebruik.[385]

383 Zie 9.4.7.1.5 inzake de strippproblematiek.

384 Dit wordt nog eens bevestigd in casus 5 van de MvA, Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 20-21. In het jaar waarin het verlies van een onmiddellijk gehouden lucratief belang is ontstaan, mag een afwaarderingsverlies worden genomen. Wordt op het realisatiemoment een nog groter verlies gerealiseerd dan het al genomen afwaarderingsverlies, dan kan het restantverlies op dat moment als negatief resultaat uit overige werkzaamheden in aanmerking worden genomen.

385 Zie bijvoorbeeld HR 21 maart 2014, nr. 12/02793, ECLI:NL:HR:2014:635, BNB 2014/116. Op deze plaats merken we alvast op dat er volgens het hierna te bespreken art. 3.95b, vierde lid, Wet IB 2001 geen rekening mag worden gehouden met een negatief bedrag indien sprake is van een middellijk gehouden lucratief belang.

Tijdstip winstneming
Ten aanzien van het tijdstip van realisatie van winst is de jurisprudentie rekkelijk. Uit deze jurisprudentie volgt dat men al winst mag nemen op het moment van het sluiten van de obligatoire overeenkomst. In de praktijk is dit de verkoopovereenkomst die de private-equitymaatschappij sluit, waarna als gevolg van de drag-alongbepaling de manager de aandelen ook moet verkopen. Vaak ontstaat er op dat moment een vordering van de verkoper van de lucratieve vermogensbestanddelen op de koper van de aandelen. Het verschil (waarde vordering – boekwaarde lucratieve vermogensbestanddelen) vormt op het moment van het sluiten van de obligatoire overeenkomst de lucratiefbelangwinst. De winst kan evenwel worden uitgesteld naar uiterlijk het moment van onvoorwaardelijke levering. Op het tijdstip van onvoorwaardelijke levering van de lucratieve aandelen of vorderingen moet de lucratiefbelangwinst worden genomen. Het verschil (waarde vordering – boekwaarde lucratieve vermogensbestanddelen) vormt op dat moment winst.

Overige rechten en goed koopmansgebruik

Ratchets
De inkomsten uit ratchets worden volgens goed koopmansgebruik gerealiseerd op het moment dat het onvoorwaardelijk recht op de inkomsten bestaat.[386]

Dilution shares
De inkomsten uit dilution shares worden volgens goed koopmansgebruik gerealiseerd op het moment dat dit (met aandelen verbonden) recht onvoorwaardelijk wordt.

Earn-outrecht
In onderdeel 9.4.7.2.9 'overige rechten' is het begrip 'earn-out' al ter sprake gekomen. Hier is uiteengezet dat een earn-outrecht het variabele bedrag is (de earn-out) naast het vaste bedrag van de koopsom van een pakket aandelen voor de verkoper van de aandelen.

Volgens goed koopmansgebruik is het bij een earn-outrecht de verkoper toegestaan om de overdrachtswinst pas te nemen op het moment dat de winstuitkeringen de boekwaarde van het vermogensbestanddeel overtreffen (HR 10 april 1957, nr. 13 104, ECLI:NL:HR:1957:AY1651, BNB 1957/266). Het is ook fiscaal acceptabel om bij verkoop direct af te rekenen. De contante waarde van het earn-outrecht zal dan moeten worden bepaald.

Ook lucratieve aandelen kunnen met inbegrip van een earn-outrecht worden verkocht. In dat geval loopt de verkoper dus nog gedurende een bepaalde periode een (afgeleid) ondernemingsrisico. De lucratiefbelangwinst mag conform het hiervoor genoemde BNB 1957/266 worden genomen op het moment dat de winstuitkeringen de boekwaarde van het lucratief belang overtreffen, of men rekent direct af over de contante waarde van het winstrecht (de earn-out). In dat laatste geval zou het winstrecht zelf ook weer kunnen kwalificeren als een overig recht.

9.5.2 Art. 3.95b Wet IB 2001

Artikel 3.95b van de Wet IB 2001 geeft, in aanvulling op de algemene winstbepalingsregels van artikel 3.94 van de Wet IB 2001 en artikel 3.95 van de Wet IB 2001 enkele aanvullende regels voor de bepaling van het resultaat van een lucratief belang. In de praktijk betreft dit meestal situaties van een indirect gehouden lucratief belang. Artikel 3.95b van de Wet IB 2001 is echter van toepassing op alle vormen van lucratief belang, dus zowel op direct als op indirect gehouden posities.

386 Er van uitgaande dat de ratchet niet als loon uit dienstbetrekking is aan te merken.

9.5.2.1 Teboekstelling bij aanvang (art. 3.95b, lid 1, Wet IB 2001)

Aanvang lucratief belang: teboekstelling op opgeofferd bedrag
Artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001 bepaalt dat als een vermogensbestanddeel op enig moment tot een lucratief belang gaat behoren, de boekwaarde van dit lucratief belang voor het resultaatregime wordt vastgesteld op het opgeofferde bedrag van dit (lucratieve) vermogensbestanddeel, vermeerderd met het eventuele bedrag waarover inkomstenbelasting is geheven. Dit geldt zowel voor onmiddellijk als middellijk gehouden lucratieve belangen.

Geheven belasting mag worden opgeteld bij opgeofferd bedrag
In artikel 3.95b, eerste lid, eerste volzin, van de Wet IB 2001 wordt ten aanzien van het opgeofferd bedrag van het lucratief belang bepaald dat als ter zake van de verkrijging van het lucratief belang geheel of gedeeltelijk inkomstenbelasting is geheven, dit bedrag aan het opgeofferd bedrag van het lucratief belang mag worden toegevoegd. Zo wordt dubbele heffing voorkomen en wordt de facto toch (met terugwerkende kracht) de hiervoor genoemde inbreuk op de rangorderegeling ongedaan gemaakt. Door het opgeofferd bedrag te verhogen, is de uitwerking van de lucratiefbelangregeling in overeenstemming met het arrest van de Hoge Raad van 21 december 1977, nr. 18 338, ECLI:NL:HR:1977:AX3041, BNB 1978/94. Het als loon belaste bedrag wordt door de step-up namelijk niet nogmaals belast als resultaat uit overige werkzaamheden. BNB 1978/94 ging over inkoop van aandelen met een verlies, onder het regime van de Wet IB 1964. Onder dit regime kan het positieve resultaat met betrekking tot een inkoop van aandelen zowel inkomsten uit vermogen als winst uit aanmerkelijk belang vormen. In dit geval werden de aandelen echter met een verlies ingekocht. De vraag was of het inkoopverlies van de aandeelhouder op grond van de rangorderegeling onder het regime van inkomsten uit vermogen viel (en dus niet aftrekbaar) of onder het regime van winst uit aanmerkelijk belang (verlies wel aftrekbaar). De Hoge Raad overwoog:

> dat immers bedoelde rangorderegeling bij de bepaling van het onzuivere inkomen slechts toepassing kan vinden indien en voor zover eenzelfde gedeelte van de bij de inkoop betaalde prijs krachtens de voor inkomsten uit vermogen geldende bepalingen als inkomsten uit vermogen en krachtens de op winst uit aanmerkelijk belang betrekking hebbende bepalingen als winst uit aanmerkelijk belang zou moeten worden aangemerkt; dat daarvan echter geen sprake is indien, zoals in het onderhavige geval, bij de inkoop van niet tot een ondernemingsvermogen behorende eigen aandelen de bepalingen omtrent het aanmerkelijk belang niet leiden tot winst maar tot verlies uit aanmerkelijk belang; dat het middel derhalve niet tot cassatie kan leiden;

Over het loonbestanddeel moet volgens de wettekst van artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001 dus inkomstenbelasting zijn *geheven*. Dit betekent dat het loonbestanddeel in een aanslag inkomstenbelasting moet zijn betrokken, dan wel via de loonbelasting moet zijn aangegeven. De wetgever heeft bewust de formulering 'geheven' gebruikt, om te voorkomen dat de belastingplichtige het standpunt in zou kunnen nemen dat de inspecteur het lucratiefbelangresultaat niet meer in de heffing kan betrekken, omdat hij het voordeel eerst in de loonsfeer had moeten belasten en de termijn voor het opleggen van een naheffings- of navorderingsaanslag inmiddels is verlopen.[387] Het bestanddeel moet dus daadwerkelijk in de belastingheffing zijn betrokken.

Het moet gaan om belasting die is geheven over de verkrijging van het vermogensbestanddeel. Dit zal de situatie zijn waarbij een vermogensbestanddeel voor een te lage prijs is gekocht en het verschil tussen deze lage prijs en de waarde in het economische verkeer als loon in de heffing is betrokken. Het ziet naar de letterlijke tekst van artikel 3.95b, eerste lid, van de Wet IB 2001 dus niet op geheven box 3-belasting over het bezit van de vermogensbestanddelen, ook al zouden deze vermogensbestanddelen later alsnog een lucratief belang gaan vormen.

387 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 17, MvT.

9.5.2.2 *Genietingsmoment middellijk lucratief belang (art. 3.95b, lid 2, Wet IB 2001)*

Artikel 3.95b, tweede lid, van de Wet IB 2001 maakt nog eens duidelijk dat ook op middellijk gehouden lucratieve belangen het resultaatregime van toepassing is. Voor de lucratiefbelangwetgeving wordt dus als het ware door de houdstervennootschap van het lucratieve vermogensbestanddeel heen gekeken. In de literatuur wordt gesproken van een 'onvervalste look-throughbepaling'.[388]

Dat het resultaatregime ook op middellijk gehouden lucratieve belangen van toepassing is, volgt naar onze mening al uit artikel 3.92b, eerste lid, aanhef en onderdeel a, van de Wet IB 2001. Hier wordt immers al gesproken over:

> Voorts wordt onder werkzaamheid mede verstaan: het onmiddellijk of middellijk houden van (...)

Artikel 3.95 van de Wet IB 2001 bepaalt vervolgens dat op hoofdlijnen het winstregime van toepassing is. Dit regime geldt gezien de tekst van artikel 3.92b, eerste lid, aanhef en onderdeel a, van de Wet IB 2001 dus ook voor middellijk gehouden lucratieve belangen. Volgens de memorie van toelichting zou zonder een nadere voorziening op de genoemde vermogensbestanddelen het resultaat kunnen worden uitgesteld door het middellijk houden van lucratieve vermogensbestanddelen.[389] Wij zien niet in dat artikel 3.95b, tweede lid, van de Wet IB 2001 daarvoor nodig is. Dit volgt naar onze mening al uit artikel 3.92b, eerste lid, aanhef en onderdeel a, van de Wet IB 2001 in verbinding met artikel 3.95 van de Wet IB 2001. Om elke twijfel weg te nemen over de vraag hoe het ROW-resultaatregime en het aanmerkelijkbelangregime zich in een dergelijke situatie tot elkaar verhouden, is in het tweede lid van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 bepaald dat ook de via het aanmerkelijkbelanglichaam genoten voordelen niet later worden genoten dan dat zij zouden worden genoten indien zij direct zouden worden gehouden.

9.5.2.3 *Overgang van middellijk naar onmiddellijk en vice versa (art. 3.95b, lid 3, Wet IB 2001)*

Het derde lid van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 geeft regelingen voor de overgang van middellijk naar onmiddellijk gehouden lucratiefbelangposities en andersom.

Uit de eerste volzin van het derde lid, van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 volgt dat een overgang van een onmiddellijk gehouden lucratief belang naar een middellijk gehouden lucratief belang een afrekeningsmoment behelst. Hetzelfde geldt voor de omgekeerde situatie: van een middellijk gehouden lucratief belang naar een onmiddellijk gehouden lucratief belang. De onderdelen 9.5.2.3.1 en 9.5.2.3.2 gaan in op de situatie van lucratieve aandelen.

9.5.2.3.1 *Overgang van onmiddellijk naar middellijk gehouden lucratief belang*

Bij de overgang van onmiddellijk naar middellijk gehouden lucratief belang kan in de praktijk met name gedacht worden aan het inbrengen van onmiddellijk gehouden lucratieve aandelen in een persoonlijke houdstervennootschap van de manager.[390] Op het moment dat de lucratieve vermogensbestanddelen in de persoonlijke houdstervennootschap van de manager worden ingebracht, wordt het lucratieve onmiddellijk gehouden vermogensbestanddeel (lucratieve aandelen) op het onmiddellijk daaraan voorafgaande moment te boek gesteld op de waarde in het economische verkeer (art. 3.95b, lid 3, 1e volzin, Wet IB 2001).

---

388 G.T.K. Meussen, de rangorderegeling en de waarde in het economische verkeer als pijlers van een op beginselen gebaseerde belastingwetgeving, WFR 2009/865, onderdeel 2. Vergelijk art. 2.14a Wet IB 2001 (toerekening afgezonderd particulier vermogen) en bepaalde aansprakelijkheidsvormen in de Invorderingswet (bijvoorbeeld bestuurdersaansprakelijkheid) en het BW.

389 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 17, MvT en Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 9, NNV.

390 De aandelenfusiefaciliteit van art. 3.55 Wet IB 2001 is niet van toepassing omdat de persoonlijke houdster van de manager niet meer dan de helft van de stemrechten op de aandelen in de lucratieve vennootschap zal verkrijgen. In de praktijk worden overigens soms ook onmiddellijk gehouden lucratieve vorderingen ingebracht in een persoonlijke houdstervennootschap. Voor de inbreng van onmiddellijk gehouden vorderingen in een vennootschap bestaat geen fiscale faciliteit; in zo'n geval zal over het waardeverschil van de vorderingen moeten worden afgerekend.

De manager zal dan resultaat uit overige werkzaamheden realiseren over het verschil tussen de waarde in het economische verkeer en de verkrijgingsprijs van de aandelen. Er moet dan worden afgerekend, terwijl er geen contanten zijn verkregen, zodat een liquiditeitsprobleem kan ontstaan. Voor het aanmerkelijk belang in de persoonlijke houdstervennootschap wordt bij de bepaling van de verkrijgingsprijs rekening gehouden met de waarde van de ingebrachte lucratieve aandelen.

Zonder de wettelijke bepaling van artikel 3.95b, derde lid, 1e volzin, van de Wet IB 2001 zou een overgang van een onmiddellijk gehouden lucratief belang naar een middellijk gehouden lucratief belang volgens de memorie van toelichting Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen kunnen leiden tot het in aanmerking nemen van zowel dubbele winsten als dubbele verliezen: zowel in de resultaatsfeer als in de aanmerkelijkbelangsfeer.[391] Ten eerste zou bij een aandelenruil zonder nadere regelgeving geen belastbaar feit worden geconstateerd, omdat sprake blijft van een lucratief belang.[392] Een eventuele stille reserve in de lucratieve aandelen zou dus als het ware kunnen worden doorgeschoven. Voor het aanmerkelijk belang zou een dergelijke aandelenruil tot gevolg hebben dat men voor de verkrijgingsprijs van het aanmerkelijk belang in de persoonlijke houdster van de manager uit zou moeten gaan van de werkelijke waarde van de lucratieve aandelen. Dit betekent dat als de middellijk gehouden lucratieve aandelen worden verkocht, er in beginsel een grote lucratiefbelangwinst kan worden gerealiseerd. Als niet ten minste 95% van dit bedrag in hetzelfde kalenderjaar wordt dooruitgedeeld naar privé dan is de gehele lucratiefbelangopbrengst belast als resultaat uit overige werkzaamheden. Als de opbrengst in een later kalenderjaar wordt uitgekeerd zou deze opbrengst wederom belast zijn als winst uit aanmerkelijk belang. Feitelijk is er dan sprake van dubbele heffing. Als de holding op een later moment wordt geliquideerd zou er echter weer een aanmerkelijk-belangverlies kunnen ontstaan. Artikel 3.95b, derde lid, Wet IB 2001 voorkomt dit.

Ten tweede geldt dat als een aandelenruil zou voldoen aan de voorwaarden die de Hoge Raad stelt in de zogenoemde ruilarresten[393] de boekwinst op de onmiddellijk gehouden lucratieve aandelen kunnen worden uitgesteld, omdat na de aandelenruil deze aandelen als een middellijk gehouden lucratief belang zouden kwalificeren.[394] Voor het aanmerkelijk belang houdt een dergelijke aandelenruil in dat men voor de verkrijgingsprijs van het aanmerkelijk belang in de persoonlijke houdster van de manager uit zou moeten gaan van de werkelijke waarde van de lucratieve aandelen in de dochtervennootschap. Ook dan kan er feitelijk dubbele heffing optreden. Maar als de holding op een later moment wordt geliquideerd, zou er eveneens weer een aanmerkelijkbelangverlies kunnen ontstaan. Artikel 3.95b, derde lid, Wet IB 2001 gaat dit tegen.

9.5.2.3.2 Overgang van middellijk gehouden naar onmiddellijk gehouden lucratief belang

Ook bij een overgang van een middellijk lucratief belang naar een onmiddellijk gehouden lucratief belang moet er volgens artikel 3.95b, derde lid, 2e volzin, van de Wet IB 2001 worden afgerekend. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als lucratieve aandelen door de manager worden gehouden via een persoonlijke houdstervennootschap en hij deze lucratieve aandelen op een later moment direct, dus in privé, wenst te houden. De manager zal dan de persoonlijke houdster liquideren, waarna het vermogen van deze houdster moet worden verdeeld en de manager de lucratieve aandelen als een liquidatiedividend ontvangt.

---

391 Kamerstukken II, 31 459, nr. 3, pag. 18, MvT, pagina 18.

392 De aandelenfusiefaciliteit van art. 3.55 Wet IB 2001 zal in de praktijk niet van toepassing zijn omdat een persoonlijke houdster van de manager niet de meerderheid van de lucratieve aandelen (of stemrechten) in de over te nemen vennootschap zal verwerven. In de praktijk is namelijk maar een beperkt percentage van de aandelen in de lucratieve vennootschap gereserveerd voor managers. Dit is slechts anders als het private-equityfonds hieraan meewerkt en zelf ook deelneemt aan de aandelenruil. Denk hierbij aan het uit organisatorische overwegingen 'tussenschuiven' van een extra (tussen)houdster, met instemming van zowel de managers als het private-equityfonds. In zo'n geval kan de aandelenfusiefaciliteit wel van toepassing zijn (uiteraard dient ook aan de overige voorwaarden voor toepassing van de gefacilieerde aandelenfusie zijn voldaan).

393 O.a. HR 21 juni 1932, B 5237 en HR 28 december 1951, B 9129.

394 Zie bijvoorbeeld HR 22 oktober 2010, nr. 09/04077, ECLI:NL:HR:2010:BO1393, BNB 2010/336.

In dat geval zal de manager over de waarde van de middellijk gehouden lucratieve aandelen moeten afrekenen en resultaat uit overige werkzaamheden realiseren over het verschil tussen de waarde in het economische verkeer van de lucratieve aandelen en de verkrijgingsprijs van deze aandelen. Het genietingsmoment voor het aanmerkelijk belang zal worden bepaald aan de hand van de regels van Hoofdstuk 4 van de Wet IB 2001, waaronder artikel 4.34 van de Wet IB 2001.

In de praktijk zal vaker de situatie voorkomen dat de persoonlijke houdster van de manager de door deze houdster gehouden aandelen verkoopt (en de opbrengst gelijk naar de aanmerkelijkbelanghouder doorstoot).[395] Na verkoop van de lucratieve aandelen is er geen (onmiddellijk of middellijk) lucratief belang meer aanwezig.

Volgens de memorie van toelichting Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen is het derde lid, tweede volzin, van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 nodig om te voorkomen dat bij een overgang van een middellijk lucratief belang naar een onmiddellijk lucratief belang niet wordt afgerekend en de boekwaarde voor het resultaatregime dus op hetzelfde bedrag blijft staan. Dit zou volgens de memorie van toelichting kunnen leiden tot het in aanmerking nemen van zowel dubbele winsten als dubbele verliezen: zowel in de resultaatsfeer als in de aanmerkelijkbelangsfeer.[396]

9.5.2.4 *Geen negatief resultaat box 1 bij een middellijk lucratief belang (art. 3.95b, lid 4, Wet IB 2001)*

Artikel 3.95b, vierde lid, van de Wet IB 2001 regelt dat er bij een middellijk gehouden lucratief belang geen negatief box 1-resultaat kan worden geclaimd. Artikel 3.95b, vierde lid, van de Wet IB 2001 is nodig omdat anders een gerealiseerd verlies bij een middellijk gehouden lucratief belang drie keer zou kunnen worden genomen.

Dit verlies zou zich in eerste instantie, in een theoretisch geval, in de sfeer van de vennootschapsbelasting bij de persoonlijke houdster van de manager kunnen voordoen, als de middellijk gehouden lucratiefbelang-aandelen geen deelneming zouden vormen. In de praktijk zal op de middellijk gehouden lucratieve aandelen de deelnemingsvrijstelling van toepassing zijn, omdat men uitgaat van een positief scenario. De opbrengsten die verband houden met de lucratieve aandelen zijn voor de persoonlijke houdster dan vrijgesteld van vennootschapsbelasting. Negatieve voordelen die verband houden met de lucratieve aandelen zijn voor de persoonlijke houdster in beginsel niet aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting (deelnemingsvrijstelling).

In tweede instantie werkt een verlies op de middellijk gehouden lucratieve aandelen door naar de waarde van de aandelen in de persoonlijke houdster van de manager. De waarde van de aandelen in de persoonlijke houdster zal dalen met het waardeverlies van de middellijk gehouden lucratiefbelangaandelen, zodat in de sfeer van de inkomstenbelasting in de toekomst minder winst uit aanmerkelijk belang wordt genoten.

In derde instantie zou, zonder nadere regelgeving, het middellijk gehouden verlies op lucratieve aandelen tot een negatief resultaat uit overige werkzaamheden (lucratief belang) leiden.

Door de werking van artikel 3.95b, vierde lid, van de Wet IB 2001 leidt een verlies op lucratieve aandelen in de praktijk alleen (uiteindelijk) tot een verlies uit aanmerkelijk belang. De 'dubbele werking' van het lucratiefbelangregime, waarbij box 1-heffing en box 2-heffing in beginsel naast elkaar blijven bestaan, wordt in zoverre dan ook teruggenomen. Kort gezegd komt het erop neer dat in een dergelijk geval het verlies slechts in de aanmerkelijkbelangsfeer kan worden vergolden. Op welk moment in een dergelijk geval het verlies kan worden genomen, wordt bepaald aan de hand van de regels van Hoofdstuk 4 van de Wet IB 2001. In de praktijk zal een verlies daardoor pas kunnen worden genomen op het moment van vervreemding van het aanmerkelijk belang.

395 Kamerstukken II, 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 28, NV en Kamerstukken I, 2008/09, 31 459, pag. 19-20, MvA.
396 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 18, MvT.

Indien er tussentijds geen dividend op de middellijk gehouden aandelen wordt uitgekeerd, kunnen kosten van een middellijk gehouden lucratief belang, waaronder financieringskosten, tussentijds (voor een exit) in feite niet worden afgetrokken, conform artikel 3.95b, vierde lid, Wet IB 2001. Alleen in het geval uitgaven krachtens goed koopmansgebruik moeten worden geactiveerd (en daarna als kosten kunnen worden afgeschreven) kan het nog niet afgeschreven potentieel feitelijk wel worden afgetrokken en wel op het moment van een exit. Het niet afgeschreven deel van de geactiveerde uitgaven behoort dan tot de verkrijgingsprijs van het middellijk gehouden lucratief belang.[397]

9.5.2.5 *De dooruitdelingsverplichting (art. 3.95b, lid 5, Wet IB 2001)*

Het vijfde lid van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 is een belangrijke bepaling binnen het lucratief belang: het regelt de zogenoemde 'dooruitdelingsverplichting', ook wel 'doorstootverplichting' of 'doorstootregeling'.

Doorgaans zal een sprake zijn van een middellijk lucratief aandelenbelang. Dit in verband met de hierna te bepreken dooruitdelingsverplichting.

Wil men gebruik kunnen maken van de dooruitdelingsverplichting dan moet er sprake zijn van een middellijk lucratief belang. Zie onderdeel 9.4.3.1 en de daar genoemde varianten van een middellijk gehouden lucratief belang. Kort gezegd zullen de lucratieve aandelen in zo'n geval door een persoonlijke houdstervennootschap van de manager worden gehouden. Ook kan sprake zijn van een houdstervennootschap die de lucratieve aandelen houdt, waarna de aandelen van deze houdstervennootschap worden gecertificeerd via een STAK. De werknemers verkrijgen vervolgens certificaten van aandelen in de STAK. De aandelen van de persoonlijke houdstervennootschap, of de certificaten van de STAK, zullen een aanmerkelijk belang moeten vormen. Daarnaast zal de (persoonlijke) houdstervennootschap aan de vereisten van artikel 13 van de Wet Vpb 1969 willen voldoen om de deelnemingsvrijstelling van toepassing te laten zijn. Dit betekent dat de houdstervennootschap voor minimaal 5% in het nominale gestorte aandelenkapitaal van de lucratieve vennootschap moet deelnemen. Dit geldt ook voor een lucratieve vordering (afgezien van de deelnemingsvrijstelling). Ook deze vordering zal middellijk (dus via een houdstervennootschap) worden gehouden.

Dit alles heeft te maken met artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001, waarin is bepaald dat:

> Ingeval de belastingplichtige daarvoor kiest, worden de in een kalenderjaar genoten voordelen met betrekking tot middellijk gehouden vermogensbestanddelen die tot een werkzaamheid als bedoeld in artikel 3.92b behoren, niet tot het resultaat van een werkzaamheid gerekend, mits in dat kalenderjaar tot een bedrag van ten minste 95% van die voordelen inkomen uit aanmerkelijk belang wordt genoten dat een weerspiegeling is van die voordelen.

Uit artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 volgt dat ten minste 95% van de genoten voordelen van de middellijk gehouden lucratieve aandelen in een kalenderjaar in datzelfde kalenderjaar naar de aanmerkelijkbelanghouder moet worden doorgestoten. Als aan deze voorwaarde wordt voldaan, worden diezelfde voordelen niet langer tot het resultaat van een werkzaamheid gerekend. Het resultaatsregime treedt in dat geval terug. Slechts de aanmerkelijkbelangheffing resteert. Cornelisse noemt dit de 'vluchtstrook' van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001: als aan de doorstootverplichting wordt voldaan, treedt het box 1-regime terug en resteert slechts het box 2-regime.[398]

397 Vergelijk onderdeel 9.5.1 over de bepaling van het voordeel.

398 R.P.C. Cornelisse, De moeizame symbiose tussen lucratief belang en aanmerkelijk belang bij emigratie en overlijden, WFR 2016/86.

Merk op dat het voldoen aan de doorstootverplichting naar keuze is van de belastingplichtige. Hij hoeft er dus niet voor te kiezen. Maakt hij deze keuze echter niet en stoot hij niet (of niet genoeg) door, dan wordt het lucratiefbelangvoordeel zowel in het box 1-resultaat betrokken als in de heffing van het aanmerkelijk belang (box 2). Er vindt dan feitelijk dubbele heffing plaats.

Het doorstoten van 95% van de voordelen naar privé beoogt het oppotten van de voordelen in de houdstervennootschap tegen te gaan. Uitstel van het dooruitdelen van de voordelen naar een later jaar is niet toegestaan.

Zoals hiervoor is besproken, zorgt het tweede lid van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 er voor dat het resultaat met betrekking tot een middellijk gehouden lucratief belang niet later wordt genoten dan wanneer het lucratief belang onmiddellijk zou worden gehouden. Op deze wijze wordt naar de mening van de wetgever uitstel van belastingheffing voorkomen. Deze bepaling kan volgens de wetgever achterwege blijven als de nettovoordelen van een middellijk gehouden lucratief belang aanstonds worden doorgestoten naar de aanmerkelijkbelanghouder in privé. In dat geval is er geen sprake van oppotten.

Voordelen

Het begrip voordelen moet algebraïsch worden opgevat, zodat rekening mag worden gehouden met verliezen die in eerdere jaren zijn geleden.[399] Dit betekent dat verliezen die op grond van artikel 3.95b, vierde lid, van de Wet IB 2001 niet in box 1 mochten worden genomen, wel meetellen voor het bedrag dat moet worden dooruitgedeeld. Volgens de wetsgeschiedenis is er tot het bedrag van de verliezen namelijk geen sprake van oppotten. Deze verliezen moeten dus extracomptabel worden bijgehouden. Zijn er naast de lucratieve voordelen nog overige voordelen, dan moeten eventuele kosten worden toegerekend aan de lucratieve voordelen en de overige bezittingen. De vraag is of deze evenredig moeten worden toegerekend of dat moet worden gekeken naar een causaal verband met de voordelen (matching). De kosten, waaronder eventueel verschuldigde vennootschapsbelasting, die kunnen worden toegerekend aan de lucratieve voordelen, kunnen van deze voordelen worden afgehaald. Het aldus ontstane nettovoordeel moet voor ten minste 95% worden dooruitgedeeld. Uit de wetsgeschiedenis volgt dat uitsluitend daadwerkelijk gerealiseerde rendementen bepaald volgens de regels van goed koopmansgebruik moeten worden dooruitgedeeld, wil men voor de faciliteit van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 in aanmerking komen.

We benadrukken nogmaals dat het realiseren van de voordelen wordt opgevat volgens het beginsel van goed koopmansgebruik (art. 3.25 Wet IB 2001) en niet volgens het kasstelsel (art. 3.146 Wet IB 2001). Dit betekent onder meer dat een waardestijging van de lucratieve aandelen niet tot het in aanmerking nemen van winst leidt. Pas als de waardestijging van de lucratieve aandelen is gerealiseerd, bijvoorbeeld door een verkoop van de (overnamehoudster van de) portfolio-onderneming door het private-equityfonds aan een derde partij, treedt de drag-alongbepaling in werking. Op dat moment ontstaat voor de manager de verplichting zijn aandelen, onder dezelfde condities als van het private-equityfonds, te verkopen aan deze derde (al dan niet via het private-equityfonds). De manager kan zijn winst behaald met de verkoop van de aandelen echter uitstellen naar het moment van levering van deze aandelen. In het kalenderjaar dat volgens goed koopmansgebruik uiterlijk winst moet worden genomen, moeten deze voordelen naar de aanmerkelijkbelanghouder worden doorgestoten (althans, ten minste 95% van deze voordelen). Enkel daadwerkelijk gerealiseerde rendementen vallen onder de dooruitdelingsverplichting.[400]

399 Art. 3.95b, vierde lid, Wet IB 2001 verhindert dat negatief resultaat uit overige werkzaamheden kan ontstaan in het geval het lucratieve belang middellijk wordt gehouden.

400 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 29, NV.

Niet voor uitdeling beschikbare voordelen

Op grond van civielrechtelijke regels kan er sprake zijn van een zogenoemde 'kapitaalklem'. Een bepaald gedeelte van het vermogen (bijvoorbeeld een herwaarderingsreserve) moet volgens het civiele recht in principe in de vennootschap achterblijven. Nu geldt per 1 januari 2012 in plaats van de minimumkapitaalregel door de Wet flexibilisering bv-recht[401] een uitkeringstest met aansprakelijkheidssanctie voor alle vormen van uitkering van vermogen aan aandeelhouders in het geval van onverantwoorde dividenduitkeringen.[402] Van een civielrechtelijke kapitaalklem zal daardoor niet vaak sprake meer zijn.

Daarnaast zijn in de praktijk bepaalde behaalde gedeelten van het verkoopresultaat van lucratieve belangen aan 'escrow'-bepalingen onderhevig. Een kapitaalklem en een escrow account zouden kunnen verhinderen dat aan de voorwaarden van de dooruitdelingsverplichting kan worden voldaan. Hetzelfde kan zich voordoen als er geen lucratief belang meer is doordat niet langer aan de voorwaarden van een lucratief belang wordt voldaan, maar er nog geen daadwerkelijke voordelen zijn gerealiseerd ('phantom income', zie onderdeel 9.4.3.5). De wetgever is van mening dat in degelijke gevallen een bedrag dooruitgedeeld moet worden dat wel vrij uitkeerbaar is. Het niet vrij uitkeerbare gedeelte moet dan in het jaar erop worden uitgekeerd. In de wetsgeschiedenis is vermeld dat, mocht deze problematiek in de praktijk vaker voorkomen, over de wijze waarop deze inhaal moet plaatsvinden een beleidsbesluit zal worden uitgebracht.[403]

Verondersteld mag worden dat de dooruitdelingsverplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 zijn begrenzing vindt in de onverantwoorde dividenduitkering in de zin van artikel 2:216, derde lid van het BW. De fiscale doorstootverplichting moet een belastingplichtige niet dwingen tot een civielrechtelijke onverantwoorde dividenduitkering.

Als pas achteraf wordt geconstateerd dat er sprake is geweest van een onverantwoorde dividenduitkering, dan heeft men in het jaar van dooruitdeling in beginsel voldaan aan de dooruitdelingsplicht van artikel 3.95b, vijfde lid van de Wet IB 2001. Ontstaat er op een later moment een civielrechtelijke terugbetalingsverplichting, dan kan dat leiden tot een negatief regulier aanmerkelijkbelangvoordeel in een later jaar.[404] Achteraf moet dan worden geconstateerd dat niet voldaan is aan de doorstootverplichting. Aangenomen mag worden dat in dat geval de toezegging in de wetsgeschiedenis omtrent de kapitaalklem zo veel mogelijk van overeenkomstige toepassing zal zijn.[405]

Indien niet wordt voldaan aan dooruitdelingsplicht: economisch dubbele heffing

De wetgever gaat ervan uit dat in de praktijk daadwerkelijk van deze 'vluchtstrook' van de doorstootverplichting gebruik zal worden gemaakt; er zal dus sprake moeten zijn van een middellijk lucratief belang. Dit is uit de wetsgeschiedenis op te maken uit antwoorden van het kabinet op vragen van de NOB:[406]

> In de praktijk betekent dit dan dat in een dergelijke situatie niet de belastingplichtige zélf het lucratieve belang houdt, maar dat dit belang wordt gehouden door een lichaam waarin de belastingplichtige een aanmerkelijk belang bezit in de zin van hoofdstuk 4 van de Wet inkomstenbelasting 2001.

401 Wet van 18 juni 2012 tot wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de aanpassing van de regeling voor besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid (Wet vereenvoudiging en flexibilisering BV-recht) Stb. 2012, 299.

402 Art. 2:216, derde lid BW.

403 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, MvA.

404 HR 20 januari 1988, nr. 24 304, ECLI:NL:HR:1988:BH7123, BNB 1988/122.

405 Tenzij sprake is van een bewust opgezochte positie.

406 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 6, pag. 27-28, NV.

En:

> Deze conclusie van de Orde deelt het kabinet niet. In het voorbeeld is immers sprake van belastingheffing op het niveau van het vennootschapsbelastingplichtige lichaam (indien de deelnemingsvrijstelling niet van toepassing is) en vervolgens – over de winsten na vennootschapsbelasting– op het niveau van de aandeelhouder/natuurlijke persoon. Indien aan de voorwaarden van het voorgestelde artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet inkomstenbelasting 2001 wordt voldaan – bijvoorbeeld doordat de houdstervennootschap wordt geliquideerd – vindt de heffing bij de aandeelhouder/natuurlijke persoon plaats tegen 25%. Een dergelijk verloop van de belastingheffing is vergelijkbaar met de wijze waarop in Nederland de aanmerkelijk belanghouder en het onderliggende lichaam worden belast: eerst op het niveau van het lichaam heffing van vennootschapsbelasting over de aldaar gerealiseerde winst en vervolgens, indien de winst na vennootschapsbelasting wordt uitgedeeld aan de aanmerkelijk belanghouder, heffing van inkomstenbelasting ingevolge het aanmerkelijk belangregime bij de aandeelhouder/natuurlijke persoon. Een dergelijke gecombineerde heffing van vennootschapsbelasting en inkomstenbelasting tegen een tarief 25%, leidt tot een belastingdruk die nog steeds niet hoger is dan ingeval de voordelen als loon zouden zijn belast.

Maakt men bij een middellijk lucratief belang geen gebruik van de doorstootregeling van artikel 3.95, vijfde lid, van de Wet IB 2001, dan zijn de voordelen van het middellijke lucratief belang volgens goed koopmansgebruik op het realisatiemoment belast in box 1. Op het (netto)voordeel rust ook een aanmerkelijkbelangclaim. Een economisch dubbele heffing dus, en zelfs een drievoudige als ook de eventueel verschuldigde vennootschapsbelasting wordt meegenomen. De verschuldigde inkomstenbelasting (resultaat uit overige werkzaamheden en winst uit aanmerkelijk belang) is niet verrekenbaar met eventueel verschuldigde vennootschapsbelasting. De verschuldigde vennootschapsbelasting is wel aftrekbaar als kosten op het lucratiefbelangresultaat.

De wetgever heeft uitdrukkelijk gekozen voor deze dubbele heffing. Voor verliessituaties is in het vierde lid van artikel 3.95b van de Wet IB 2001 een regeling opgenomen om dubbele verliezen tegen te gaan. Voor de gevolgen van een economisch dubbele heffing in het geval niet aan de doorstootverplichting wordt voldaan, is geen regeling opgenomen.

Liquidatie persoonlijke houdster na dooruitdeling van de lucratiefbelangwinst

In de praktijk zal een manager bij de realisatie van middellijk gehouden lucratieve aandelen de winst doorstoten naar privé als winst uit aanmerkelijk belang. De persoonlijke houdster van de manager verkoopt de lucratieve aandelen in de targetvennootschap. De houdstervennootschap zal de behaalde verkoopwinst als winst uit aanmerkelijk belang doorstoten naar de manager in privé. Hierna zal de manager zijn houdster liquideren. Op die manier zal een verlies uit aanmerkelijk belang resteren ter grootte van de verkrijgingsprijs minus de waarde in het economische verkeer van de aandelen. Omdat de aandelen in de houdster na het uitdelen van de lucratiefbelangopbrengst doorgaans nauwelijks iets waard zijn, ontstaat een verlies uit aanmerkelijk belang ter grootte van de verkrijgingsprijs van dit aanmerkelijk belang. Dit verlies uit aanmerkelijk belang kan weer verrekend worden met de al aangegeven winst uit aanmerkelijk belang. Dit heeft geen gevolgen voor het vereiste in de doorstootregeling dat in het kalenderjaar ten minste 95% van de voordelen als winst uit aanmerkelijk belang moet zijn aangegeven. Aanmerkelijkbelangvoordelen worden namelijk door het jaar heen 'genoten' in de zin van het aanmerkelijk belang. Als de doorgestoten lucratiefbelangvoordelen zijn 'genoten' in de zin van het aanmerkelijk belang, en daarmee wordt later in het jaar een negatief bedrag uit aanmerkelijk belang gesaldeerd, dan blijven de eerdere voordelen 'genoten' in de zin van artikel 4.36 van de Wet IB 2001.[407]

407 Zie het voorbeeld beschreven in onderdeel 9.8.2.

Als de opbrengst van de lucratiefbelangwinst als een liquidatie-uitkering in de zin van artikel 4.16, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 is te beschouwen, is de regeling van artikel 4.34 van de Wet IB 2001 van toepassing. Dit houdt in dat liquidatie-uitkeringen tot aan de hoogte van de verkrijgingsprijs van de aanmerkelijkbelangaandelen niet als vervreemdingsvoordeel in aanmerking worden genomen en de verkrijgingsprijs dienovereenkomstig wordt verminderd. Komt de liquidatie-uitkering vervolgens boven de aldus verminderde verkrijgingsprijs uit, dan is het meerdere belast als een vervreemdingsvoordeel. Zie het volgende voorbeeld ontleend aan de memorie van toelichting Wet herziening regime ter zake van winst uit aanmerkelijk belang, consumptieve rente en vermogensbelasting:[408]

Voorbeeld

Een belastingplichtige koopt in het jaar 1998 alle aandelen in een vennootschap, met een nominaal gestort kapitaal van ƒ 40.000, voor ƒ 100.000. In het jaar 2001 wordt de vennootschap ontbonden. De belastingplichtige ontvangt een eerste liquidatie-uitkering van ƒ 60.000. In het jaar 2002 ontvangt hij een tweede liquidatie-uitkering van ƒ 60.000. In het jaar 2004 vindt de vereffening plaatst en ontvangt hij een slotuitkering van ƒ 30.000. De heffing vindt als volgt plaats. In het jaar 2001 wordt nog niets belast. De verkrijgingsprijs van ƒ 100.000 wordt door de eerste liquidatie-uitkering van ƒ 60.000 verminderd tot ƒ 40.000. In het jaar 2002 verminderd de tweede liquidatie-uitkering van ƒ 60.000 de resterende verkrijgingsprijs van ƒ 40.000 tot nihil. Vervolgens is ƒ 20.000 belast. De slotuitkering in 2004 van ƒ 30.000 is volledig belast. Met een door de belastingplichtige geleden verlies wordt rekening gehouden. Voor zover er na de liquidatie-uitkeringen nog een bedrag aan verkrijgingsprijs resteert, is er sprake van een negatief vervreemdingsvoordeel, hetgeen in aanmerking wordt genomen op het tijdstip dat de vereffening van de vennootschap is voltooid.

Aangezien voor een lucratief belang de gehele liquidatie-uitkering in hetzelfde jaar plaatsvindt, betekent dit effectief dat de in het voorbeeld genoemde liquidatie-uitkering van ƒ 150.000 in één keer zal worden uitgekeerd. De verkrijgingsprijs voor het aanmerkelijk belang zou dan ƒ nihil zijn en de vervreemdingswinst ƒ 50.000.

9.6 Doorschuifregelingen in het lucratief belang

Artikel 3.94 van de Wet IB 2001 bepaalt dat resultaat uit een werkzaamheid het bedrag is van de gezamenlijke voordelen die, onder welke naam en in welke vorm ook, worden behaald met een werkzaamheid. Artikel 3.95, eerste lid, van de Wet IB 2001 regelt dat bepaalde artikelen bij de bepaling van het resultaat van overeenkomstige toepassing zijn alsof de werkzaamheid een onderneming vormt. Voor het lucratief belang zijn dat:

- art. 3.10 Wet IB 2001 (aanloopverliezen),
- art. 3.13 t/m 3.21 Wet IB 2001 (vrijstellingen, kostenaftrekbeperkingen, bonusaandelen),
- art. 3.25 t/m 3.30a Wet IB 2001 (jaarwinst, loon- en prijswijzingen, waarderingsregels, afschrijving),
- art. 3.55 t/m 3.58 Wet IB 2001 (aandelenfusie, juridische splitsing, juridische fusie, staking door overlijden),
- art. 3.59, lid 1 en 2, Wet IB 2001 (doorschuif of staking bij ontbinding huwelijksgemeenschap),
- art. 3.60 t/m 3.62 Wet IB 2001 (overbrenging vermogen buitenland, eindafrekening, doorschuif bij staking door overlijden).

Onder andere de doorschuifregelingen van artikel 3.59, eerste en tweede lid, van de Wet IB 2001 (doorschuif bij ontbinding huwelijksgemeenschap) en artikel 3.62 van de Wet IB 2001 (doorschuif bij staking door overlijden) zijn dus van overeenkomstige toepassing bij de bepaling van het resultaat uit lucratief belang.

408 Wet herziening winst uit aanmerkelijk belang, consumptieve rente en vermogensbelasting, Kamerstukken II 1995/96, 24 761, nr. 3, pag. 17-18, MvT.

Daarnaast zijn de doorschuifregelingen bij aandelenfusie, juridische splitsing en juridische fusie van toepassing. Artikel 3.63 van de Wet IB 2001 (doorschuif op verzoek naar mede-ondernemer of familielid) is niet in deze schakelbepaling opgenomen. Het ROW bevat zelf ook nog twee doorschuifregelingen: die van artikel 3.98 van de Wet IB 2001 (faciliteit bij geruisloze terugkeer uit de bv) en die van artikel 3.99 van de Wet IB 2001 (indien de werkzaamheid uitgroeit tot een onderneming wordt de werkzaamheid geacht niet te zijn gestaakt).

De vraag is hoe de doorschuifregelingen uitwerken voor het lucratief belang. In de literatuur hebben Idsinga en Wieringa aandacht besteed aan deze vraag in het kader van huwelijk, echtscheiding en overlijden.[409] Hierna gaan we op deze situaties van huwen, echtscheiding en overlijden in, omdat zij in de praktijk het meeste voorkomen.

Eerst wordt de vraag behandeld wie het lucratief belang geniet. Dit is namelijk relevant voor de vraag of er een vervreemding is en daarmee de vraag of een doorschuifregeling nodig is. Er wordt ook een onderscheid gemaakt tussen (a) direct gehouden en (b) indirect gehouden lucratiefbelangposities. Bij direct gehouden posities speelt het gehele lucratief belang zich af in het ROW-regime. Bij indirect gehouden posities is daarnaast ook sprake van een aanmerkelijkbelangpositie, zodat een eventuele doorschuifregeling ook op aanmerkelijkbelangniveau moet worden beoordeeld.

9.6.1 Wie geniet het lucratief belang?

a Direct gehouden lucratief belang tijdens huwelijk

Een lucratiefbelangvoordeel is belastbaar bij de houder van het lucratieve vermogensbestanddeel, zo is opgemerkt in de totstandkomingsgeschiedenis van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen.[410] Deze opmerking hield verband met de vraag naar verbonden personen. In het geval dat de manager mede in verband met door hem verrichte arbeid een lucratief vermogensbestanddeel kan verwerven en dit vervolgens plaatst bij zijn partner, zijn de lucratiefbelangvoordelen belastbaar bij degene die het vermogensbestanddeel houdt, in dit geval dus bij de partner van de manager.

Waarschijnlijk wordt in bovenvermeld voorbeeld gedoeld op een direct gehouden lucratief belang. Een direct lucratief belang valt onder het resultaat uit overige werkzaamheden en is daarmee geen gemeenschappelijk inkomensbestanddeel in de zin van artikel 2.17, vijfde lid, van de Wet IB 2001. Het lucratiefbelangvoordeel wordt in aanmerking genomen bij degene die de inkomensbestanddelen heeft genoten. Voor de vraag wie inkomen geniet wordt door de Hoge Raad[411] voor de TBS en winst uit onderneming aansluiting gezocht bij de bestuursbevoegdheid van artikel 1:97 van het BW.

In artikel 1:97, eerste lid van het BW is bepaald dat degene op wiens naam goederen staan, bestuursbevoegd is. Aandelen en andere lucratiefbelang-vermogensbestanddelen zullen veelal op naam staan. Dat betekent dat degene op wiens naam de vermogensbestanddelen staan (met uitsluiting van de echtgenoot) bestuursbevoegd is. Voor vermogensbestanddelen die niet op naam staan, is mogelijk het tweede lid van artikel 1:97 van het BW nog relevant. Voor goederen die met toestemming van de echtgenoot zijn verkregen en die dienstbaar zijn aan het beroep of bedrijf van de andere echtgenoot, geldt dat de bestuursbevoegdheid voor de ondernemingshandelingen bij uitsluiting berust bij die andere echtgenoot. Zie artikel 1:97, tweede lid van het BW. Waarschijnlijk moet voor lucratiefbelang-vermogensbestanddelen die niet op naam staan, (en gezien kunnen worden als semi-ondernemingsvermogensbestanddelen) aansluiting gezocht worden bij artikel 1:97, tweede lid van het BW. Dit houdt in dat in de regel de lucratiefbelangvoordelen worden genoten door degene op wiens naam het vermogensbestanddeel staat, danwel bij de manager als semi-ondernemingsbestanddeel.

409 N. Idsinga en M. Wieringa, Huwelijk, echtscheiding en overlijden en lucratief belang, WFR 2012/1530.
410 Kamerstukken II, 2007/08, 31 459, nr. 3, pag. 16, MvT.
411 HR 15 januari 2010, nr. 08/03923, ECLI:NL:HR:2010:BH9198, BNB 2010/100.

b Indirect gehouden lucratief belang tijdens huwelijk

Bij een indirect gehouden lucratief belang is naast het ROW-regime ook het aanmerkelijkbelangregime van toepassing. Het ROW-regime treedt terug in geval gebruikgemaakt wordt van de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid van de Wet IB 2001 en feitelijk slechts het aanmerkelijkbelangregime van toepassing is (zie onderdeel 9.5.2.5). Aangenomen wordt dat uit het arrest HR 10 maart 2006, BNB 2007/15 volgt dat de bestuursbevoegde echtgenoot reguliere voordelen geniet (art. 1:97 BW). Voor vervreemdingsvoordelen geldt dat deze geacht worden bij ieder van de echtgenoten voor de helft op te komen voor zover zij daarvoor geen onderlinge verhouding hebben gekozen.

9.6.2 Huwen en lucratief belang

a Direct gehouden lucratief belang

Heeft een manager een direct gehouden lucratief belang en huwt hij daarna in gemeenschap van goederen, dan valt het lucratieve vermogensbestanddeel in de huwelijksgemeenschap. De vraag is of het ontstaan van een huwelijksgemeenschap een vervreemding is. Idsinga en Wieringa menen dat dit niet het geval is. Zij trekken een parallel met de TBS-regeling. In het hiervoor aangehaalde arrest BNB 2010/100 is voor de TBS-regeling uitgemaakt dat de bestuursbevoegdheid doorslaggevend is voor de vraag wie de genieter is van het TBS-vermogensbestanddeel. De Hoge Raad verwijst naar rechtspraak over het ondernemerschap.[412] De schrijvers menen dat dit ook geldt voor het lucratief belang en stellen dat de beschikkingsbevoegde echtgenoot de genieter is. Dit geldt ook als er een beperkte huwelijksgemeenschap wordt aangegaan en het lucratieve vermogensbestanddeel in deze beperkte huwelijksgemeenschap valt. Volgens ons kan deze visie, die aanknoopt bij de bestuursbevoegdheid van artikel 1:97 van het BW, worden gevolgd. Het aangaan van een algehele of beperkte huwelijksgemeenschap brengt dus in beginsel geen vervreemding met zich mee.[413]

In deze visie is artikel 3.98c van de Wet IB 2001 niet nodig. Deze bepaling is per 1 januari 2011 in de Wet IB 2001 opgenomen naar aanleiding van reparatiewetgeving in de TBS-regeling (art. 3.92, lid 4, Wet IB 2001) vanwege bovenvermeld arrest. Op grond van artikel 3.92, vierde lid, van de Wet IB 2001 worden TBS-vermogensbestanddelen voor de helft toegerekend aan beide echtgenoten. Het aangaan van een huwelijk in gemeenschap van goederen houdt dan in dat er sprake is van een vervreemding voor de helft van het TBS-vermogensbestanddeel. Artikel 3.98c van de Wet IB 2001 bepaalt dan dat de

> overgang krachtens huwelijksvermogensrecht van een evenredig deel van een vermogensbestanddeel van de belastingplichtige op zijn echtgenoot (...) ten aanzien van hem niet als een staking van een werkzaamheid [wordt] aangemerkt.

De wet stelt wel de eis dat 'het evenredig deel bij de echtgenoot tot een werkzaamheid' gaat behoren. Op grond van het tweede lid van artikel 3.98c van de Wet IB 2001 kunnen echtgenoten ervoor kiezen om af te rekenen. Voor lucratiefbelangposities is artikel 3.98c van de Wet IB 2001 niet nodig. Voor het lucratief belang is er geen bijzondere bepaling opgenomen over het genieten en/of toerekenen van lucratiefbelang vermogensbestanddelen. Voor het lucratief belang wordt de 'leer van de beschikkingsbevoegdheid' aangehangen. Er kan in lucratiefbelangposities dan ook geen beroep worden gedaan op (het tweede lid van) artikel 3.98c van de Wet IB 2001.

412 HR 9 december 1953, nr. 11 536, ECLI:NL:HR:1953:AY2738, BNB 1954/9.

413 In beginsel geldt dit ook voor de schenkbelasting. Zie verder hoofdstuk 10.

b Indirect gehouden lucratief belang

Heeft een manager een indirect gehouden lucratief belang en huwt hij daarna in gemeenschap van goederen, dan valt het aanmerkelijkbelangpakket in de huwelijksgemeenschap. Dit heeft gevolgen voor het aanmerkelijk belang en voor het lucratief belang. Voor het aanmerkelijk belang geldt als hoofdregel artikel 4.16, eerste lid, onderdeel e, van de Wet IB 2001 waarin is bepaald dat de overgang onder algemene titel als fictieve vervreemding wordt aangemerkt. Artikel 4.17 van de Wet IB 2001 maakt hierop een uitzondering voor de overgang krachtens huwelijksvermogensrecht mits sprake is van binnenlandse belastingplicht en de verkregen aandelen geen onderdeel uitmaken van het ondernemings- of resultaatsvermogen. In dat geval hoeft niet te worden afgerekend. Dat zal in het merendeel van de gevallen aan de orde zijn.

Voor het lucratief belang komt de vraag op of de echtgenoot door het aangaan van het huwelijk lucratiefbelanghouder wordt. Dit punt is nog niet uitgekristalliseerd. Als aansluiting wordt gezocht bij de bestuursbevoegdheid van artikel 1:97 van het BW is verdedigbaar dat de manager (die bestuursbevoegd is) lucratiefbelanghouder blijft voor het geheel. Een andere visie is dat door artikel 3.92b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 de echtgenoot zelf lucratiefbelanghouder wordt: deze wordt dan namelijk aangemerkt als verbonden persoon en valt daarmee onder artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001.

9.6.3 Echtscheiding en lucratief belang

a Direct gehouden lucratief belang

Op grond van artikel 3.59, eerste lid, van de Wet IB 2001 wordt bij ontbinding van de huwelijksgemeenschap het aandeel in het vermogen dat toekomt aan de echtgenoot geacht te zijn overgedragen tegen de waarde in het economische verkeer. Er is sprake van een fictieve overdracht. Bij ontbinding van de huwelijksgemeenschap zal dit deel op grond van het erfrecht of huwelijksvermogensrecht overgaan. Met het oog op deze overgang krachtens erfrecht of huwelijksvermogensrecht heeft de wetgever in artikel 3.59, eerste lid, van de Wet IB 2001 een fictieve overdracht opgenomen. Dit ter voorkoming van mogelijk claimverlies.

Sommige schrijvers[414] menen dat de fictie van artikel 3.59 van de Wet IB 2001 niet nodig is. Het ondernemingsvermogen behoort immers fiscaal voor 100% tot het vermogen van de belastingplichtige (zie de hiervoor aangehaalde jurisprudentie over de bestuursbevoegdheid in de zin van artikel 1:97 van het BW). In situaties waarin een deel van het ondernemingsvermogen wordt toegescheiden aan anderen dan de belastingplichtige, wordt dit aan het ondernemingsvermogen onttrokken. Op grond van goed koopmansgebruik leidt dit tot afrekening. Hoe dan ook, in artikel 3.59, eerste lid, van de Wet IB 2001 is een fictieve overdracht geregeld; in het geval van echtscheiding wordt dus het aandeel in het vermogen dat toekomt aan de echtgenoot geacht te zijn overgedragen.

In artikel 3.59, tweede lid, van de Wet IB 2001 is een verplichte doorschuifregeling opgenomen voor degene die de onderneming (mede) voortzet met de vermogensbestanddelen die hem krachtens huwelijksvermogensrecht toekomen. In dat geval gaat de verkrijger verder met de fiscale boekwaarden en het fiscale winststelsel van degene van wie de onderneming rechtstreeks wordt voortgezet. De vraag is of bij een echtgenoot die bij echtscheiding op grond van huwelijksvermogensrecht een lucratiefbelangaandeel krijgt toegescheiden, wordt voldaan aan de vereisten van de verplichte doorschuifregeling van artikel 3.59, tweede lid, van de Wet IB 2001. Idsinga en Wieringa menen van wel. De vraag is of voldaan wordt aan het voortzettingsvereiste. Zij menen dat, omdat het beloningsoogmerk eenmalig wordt getoetst op het moment van het verkrijgen van het vermogensbestanddeel, de aandelen daarna lucratiefbelangaandelen blijven.

414 A.C. Rijkers, 1988, De artikelen 12, 13, 14 en 15 van de Wet IB '64 kunnen vervallen, Van Dijck-bundel, pag. 339-340, en L.W. Sillevis en F.H. Lugt, Cursus Belastingrecht (Inkomstenbelasting), Gouda Quint, Deventer, onderdeel 3.2.31.C.a, p. 1747-1750.

Deze visie heeft tot gevolg dat niet kan worden afgerekend op het moment van echtscheiding (er is immers geen keuzemogelijkheid). De voortzettende echtgenoot blijft lucratiefbelanghouder en de aandelen blijven belastbaar op grond van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.95b van de Wet IB 2001. Verdedigbaar is dat in dit geval aan het voortzettingsvereiste wordt voldaan, omdat in het geval van huwen het verband tussen de aandelen en de door de manager verrichte arbeid blijft bestaan. Dit punt is echter nog niet uitgekristalliseerd; het is in de jurisprudentie nog niet aan de orde geweest.

b Indirect gehouden lucratief belang

Voor het aanmerkelijk belang geldt dat de verdeling van de huwelijksgemeenschap anders dan een 50/50-verdeling, wordt gezien als een vervreemding in de zin van artikel 4.12, letter b, van de Wet IB 2001. Als bij de verdeling alle aanmerkelijkbelangaandelen naar de lucratiefbelanghouder gaan, betekent dit dat over 50% van de aandelen moet worden afgerekend. Artikel 4.17 van de Wet IB 2001 maakt hierop een uitzondering voor de overgang krachtens huwelijksvermogensrecht mits sprake is van binnenlandse belastingplicht en de verkregen aandelen geen onderdeel uitmaken van het ondernemings- of resultaatsvermogen. In dat geval hoeft niet te worden afgerekend.

Uitgaande van de visie dat er bij een ontbinding van de huwelijksgemeenschap bij een direct gehouden lucratief belang geen gevolgen zijn (zie hierboven, art. 3.59 Wet IB 2001), geldt voor het lucratieve vermogensbestanddeel dat indirect wordt gehouden hetzelfde, zie artikel 3.95b, tweede lid, van de Wet IB 2001. Dit geldt zowel bij toescheiding aan de manager als bij toescheiding aan de ex-echtgenoot.

9.6.4 Overlijden en lucratief belang

Voorwaarden zijn van belang bij beoordeling

In overlijdenssituaties waarbij een lucratief belang aan de orde is, moeten de voorwaarden worden beoordeeld. Zo moet onder andere worden beoordeeld of de aandelen of andere vermogenstitels zijn toegekend aan de betreffende manager. Deze voorwaarden zijn te vinden in de voorwaarden van de STAK, de certificeringsvoorwaarden, de voorwaarden van de aandeelhoudersovereenkomst en/of de statuten van de (flex-)bv. De voorwaarden voorzien vrijwel altijd in een regeling in het geval dat de lucratiefbelanghouder overlijdt. In de praktijk zijn drie hoofdvarianten te onderscheiden:

- Er is niets geregeld in geval van overlijden. In dat geval gaan de lucratief vermogensbestanddelen krachtens erfrecht over op de erfgenamen.
- Geregeld is dat de vermogensbestanddelen overgaan op de erfgenamen, waarbij de overgebleven managers of de werkgever het recht krijgen het lucratieve vermogensbestanddeel van de erfgenamen over te nemen. Het vermogensbestanddeel gaat dan over krachtens erfrecht waarbij de overgebleven managers, of de (STAK van de) werkgever een kooprecht krijgen tegen bijvoorbeeld de waarde economisch verkeer of de boekwaarde. Deze afspraken hebben veel weg van een zogenoemd overnemingsbeding in een vof-akte.
- Geregeld is dat de vermogensbestanddelen bij overlijden toekomen aan de werkgever of overgebleven managers. De erfgenamen moeten hier hun medewerking aan verlenen. De erfgenamen hebben recht op een vergoeding van de overgebleven managers of van de (STAK van de) werkgever. Dit kan de waarde economisch verkeer zijn maar ook de boekwaarde. Deze afspraken zijn te vergelijken met een verblijvingsbeding in een vof-akte.

Afhankelijk van de gemaakte afspraken en de overige omstandigheden van het geval moet worden beoordeeld of er sprake is van een staking van het lucratief belang. Als sprake is van een beschikkingsmoment kan worden betoogd dat sprake is van een afrekenmoment voor het lucratief belang. Dit hangt ook af van het oogmerk van de partijen. Het moet daarom van geval tot geval worden beoordeeld.

Het onderstaande gaat uit van de situatie dat de vermogensbestanddelen krachtens erfrecht zijn overgegaan op de erfgenamen. In dat geval komen de vragen aan de orde of er sprake is van een staking en of er met succes een beroep kan worden gedaan op een doorschuifregeling.

a ***Overlijden lucratiefbelanghouder direct gehouden lucratief belang***

Op grond van artikel 3.58, eerste lid, van de Wet IB 2001 wordt het vermogen van een onderneming geacht onmiddellijk voorafgaand aan het overlijden van de belastingplichtige te zijn overgedragen aan degene die het krachtens erfrecht toekomt tegen de waarde in het economische verkeer.

Deze (fictieve) staking vindt geen toepassing als voldaan wordt aan artikel 3.62 van de Wet IB 2001. Er moet sprake zijn van het rechtstreeks voortzetten van de onderneming. Idsinga en Wieringa menen dat er voldaan is aan het voortzettingsvereiste. Hun argument is dat het beloningsoogmerk getoetst moet worden op het moment van toekennen van de lucratiefbelangaandelen, de statische toets. Daarna blijven de aandelen lucratiefbelangaandelen. Het beloningsoogmerk moet na erfrechtelijke overgang worden toegerekend aan de erfgenamen. De aandelen blijven lucratiefbelangaandelen.

Ingeval de aandelen krachtens erfrecht overgaan, kan verdedigd worden dat het verband met de arbeid kan worden toegerekend aan de erfgenamen. De aandelen kunnen in dat geval geruisloos overgaan op de erfgenaam. De aandelen blijven lucratiefbelangaandelen. Dat betekent dat de eventuele waardeaangroei na overlijden bij de erfgenamen/verbonden personen beclaimd is in box 1.

Een argument dat hiertegenover gesteld kan worden is dat het lucratiefbelangaandeel een sterk persoonsgebonden vermogensbestanddeel is. Bij de totstandkoming van de Wet IB 2001 heeft de wetgever ten aanzien van artikel 3.90 van de Wet IB 2001 juncto artikel 3.91, eerste lid, letter c, van de Wet IB 2001 opgemerkt dat een situatie waarbij een beroep gedaan kan worden op het voortzettingsvereiste zich nauwelijks laat indenken. De werkzaamheden zijn sterk persoonsgebonden. Een dergelijke redenering kan men ook hanteren voor lucratiefbelangaandelen: men kan dan stellen dat er sprake is van 'verknochtheid' met de persoon. Wordt het verband tussen de persoon en het vermogensbestanddeel verbroken, dan pleit dat voor de conclusie dat moet worden afgerekend op het moment van overlijden.

Deze discussie is in de praktijk nog niet uitgekristalliseerd. In de praktijk zal een belastingplichtige het meeste baat hebben bij de stelling dat de lucratiefbelang-vermogensbestanddelen geruisloos kunnen overgaan op de erfgenamen. Er hoeft op dat moment immers nog niet te worden afgerekend. De vermogensbestanddelen blijven dan wel beclaimd in box 1.

b ***Overlijden lucratiefbelanghouder indirect gehouden lucratief belang***

Als sprake is van een indirect gehouden lucratief belang vererven naast de lucratiefbelangvermogensbestanddelen ook de aanmerkelijkbelangaandelen. De aanmerkelijkbelangaandelen vallen onder artikel 4.16, eerste lid, letter e, van de Wet IB 2001 (fictieve vervreemding van het aanmerkelijk belang) en doorschuif is slechts onder voorwaarden van artikel 4.17a van de Wet IB 2001 mogelijk. De belangrijkste eis in dit geval is dat getoetst moet worden of er sprake is van een materiële onderneming. Meestal is daar geen sprake van. Dat betekent dat bij overlijden bij middellijk gehouden lucratiefbelangposities afrekening moeten plaatsvinden in het aanmerkelijk belang. Op dat moment zal er echter nog geen liquiditeit aanwezig zijn bij de erfgenaam.

Dit betekent dat er qua timing een mismatch optreedt tussen het box 1-voordeel dat (onder de hiervoor gestelde feiten en omstandigheden) mag worden doorgeschoven en aanmerkelijk belang, waarover bij overlijden moet worden afgerekend.

9.7 Overgangsrecht

Artikel VI van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen bevat overgangsrecht met betrekking tot vermogensbestanddelen die als gevolg van de invoering van deze wet met ingang van 1 januari 2009 een lucratief belang vormen. Het genoemde artikel VI bepaalt dat dergelijke vermogensbestanddelen met ingang van 1 januari 2009 te boek worden gesteld op de oorspronkelijke verkrijgingsprijs. Het artikel VI strekt ertoe een box 1-claim veilig te stellen met betrekking tot vermogensbestanddelen die door de invoering van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen tot een lucratief belang zijn gaan behoren. Door geen step-up te verlenen voor posities die voor 1 januari 2009 geen lucratief belang waren, is sprake van materieel terugwerkende kracht. Deze materieel terugwerkende kracht lijkt gezien het arrest HR 20 juni 2014, nr. 13/01431, ECLI:NL:HR:2014:1463, BNB 2014/229 geen strijd met EU-recht op te leveren.[415]

Artikel VI van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen voorkomt ook dat posities die voor 1 januari 2009 een aanmerkelijk belang zijn en als gevolg van de inwerkingtreding van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 met ingang van 1 januari 2009 een lucratief belang vormen, in de aanmerkelijkbelangsfeer moeten worden afgerekend als gevolg van de sfeerovergang (art. 4.16, lid 1, onderdeel g, Wet IB 2001).

9.7.1 Tegemoetkoming voor aandelen die per 1 januari 2009 een lucratief belang vormen

Sommige onmiddellijk gehouden lucratiefbelangposities (lucratieve aandelen) kwalificeerden vóór de invoering van het lucratiefbelangregime als een aanmerkelijk belang. Om met ingang van 1 januari 2009 gebruik te kunnen maken van de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 moest er een middellijk lucratief belang worden geconstrueerd. Als de managers dit zouden willen bewerkstelligen door een aandelenruil met een persoonlijke houdster, zou er in de sfeer van het aanmerkelijk belang moeten worden afgerekend.[416] De wetgever vond dit ongewenst. Daarom is de staatssecretaris in de beleidsmatige sfeer met een tegemoetkoming gekomen. In het besluit van 9 december 2008, nr. CPP2008/2412M, Stcrt. nr. 249, is een doorschuifregeling voor het aanmerkelijk belang opgenomen indien de aandelenruil plaatsvindt vóór 1 januari 2009. De verkrijgingsprijs van het aanmerkelijk belang in de persoonlijke houdster is dan gelijk aan de verkrijgingsprijs van de lucratieve aandelen. Voor het lucratief belang met ingang van 1 januari 2009 is de verkrijgingsprijs van de middellijk gehouden aandelen het oorspronkelijk opgeofferd bedrag volgens artikel 3.95b, eerste lid, eerste volzin, van de Wet IB 2001.

9.7.2 Tegemoetkoming inbreng aandelen in persoonlijke houdster na 1 januari 2009 voor 1 april 2009

Omdat het bewerkstellingen van een middellijk lucratief belang voor 1 januari 2009 aan de krappe kant bleek, heeft de staatssecretaris ook een tegemoetkoming geregeld voor met ingang van 1 januari 2009 bestaande onmiddellijk gehouden lucratieve belangen (lucratieve aandelen). Deze aandelen moesten vóór 1 april 2009 worden ingebracht in een persoonlijke houdstervennootschap van de manager.

De overgang van een onmiddellijk naar een middellijk gehouden lucratief belang betekent dat er in box 1 moet worden afgerekend (art. 3.95b, lid 3, Wet IB 2001). Als aan de voorwaarden van het beleidsbesluit wordt voldaan, kan toch de verkrijgingsprijs van het onmiddellijk gehouden lucratief belang worden doorgeschoven naar het middellijk gehouden lucratief belang. De verkrijgingsprijs van de aandelen in de persoonlijke houdster moet voor het aanmerkelijk belang gelijk zijn aan die van de ingeruilde lucratiefbelangaandelen. Vervolgens kan gebruik worden gemaakt van de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001.

---

415 Vergelijk het antwoord van het kabinet op vragen van de SP en D'66 in Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 26, NNV.

416 De aandelenfusiefaciliteit van art. 4.41 Wet IB 2001 juncto art. 3.55 Wet IB 2001 is niet van toepassing omdat de persoonlijke houdster van de manager niet meer dan de helft van de stemrechten op de aandelen in de lucratieve vennootschap zal verkrijgen. Omdat de aandelenfusiefaciliteit niet van toepassing is kan de verkrijgingsprijs van de (latente) lucratieve aanmerkelijk belangaandelen niet worden doorgeschoven naar de verkrijgingsprijs van de aanmerkelijk belangaandelen in de houdster.

9.8 Internationale aspecten lucratief belang

9.8.1 Inleiding

Private-equitycasus hebben vaak een internationale component. Private equity is wereldwijd georiënteerd en is veelal over de landsgrenzen heen gestructureerd.

Voor wat betreft natuurlijke personen kan de internationale component te vinden zijn in:
- de woonplaats van de belanghebbende,
- de plaats waar hij de werkzaamheden uitoefent, en
- de internationale structurering van zijn beloningsbestanddelen.

In dit onderdeel gaan we in op de internationale problematiek van het lucratief belang. Daarbij is een veelvoud van situaties te onderkennen. In de eerste plaats kan het gaan om (fonds)managers die in of buiten Nederland wonen, of situaties van emigratie of immigratie. Deze managers kunnen een participatie hebben in een binnenlandse of buitenlandse targetvennootschap of in een binnenlands of buitenlands fonds. Daarnaast wordt veelal gebruikgemaakt van een binnenlandse of buitenlandse houdster om de lucratiefbelangvermogensbestanddelen te houden. Bovendien kan bij de beoordeling de vraag waar de werkzaamheden feitelijk zijn of worden verricht nog van belang zijn. Ten slotte is het de vraag of een verdrag, en zo ja welk verdrag, ter voorkoming van dubbele belasting van toepassing is.

In de volgende onderdelen gaan we eerst in op de relevante bepalingen in de nationale wet, de Wet IB 2001. In onderdeel 9.8.2 bespreken we in dit kader de buitenlandse belastingplicht. Daarbij komen ook emigratie en immigratie aan bod. Vervolgens bespreken we in onderdeel 9.8.3 de verdragstoepassing volgens de parlementaire geschiedenis bij (inkomsten uit) lucratief belang. In onderdeel 9.8.4 kijken we nader naar de verdragsartikelen die van toepassing zijn in het geval van inkomsten uit lucratief belang. In onderdeel 9.8.5 worden enkele internationale casusposities uitgewerkt. In onderdeel 9.8.6 ten slotte gaan we in op de bijzondere situatie van de toepassing van de 30%-regeling bij (inkomsten uit) lucratief belang.

Het is belangrijk zich te realiseren dat in veel gevallen naast het lucratief belang ook sprake is van een aanmerkelijk belang. Lucratiefbelangposities worden immers in de meeste gevallen middellijk gehouden via een aanmerkelijkbelangvennootschap. Vanuit nationaal perspectief komt dat tot uitdrukking in de zogenoemde 'aanmerkelijkbelangvariant'. In dergelijke gevallen is, als voldaan is aan de doorstoot-verplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001, in feite de aanmerkelijkbelangheffing leidend. Dit betekent dat in internationaal verband behalve de lucratiefbelangregeling ook de regels voor het aanmerkelijk belang moeten worden toegepast. Voorgaand samenstel resulteert voor het nationaal, laat staan voor het internationaal belastingrecht in een buitengewoon gecompliceerde regeling waarbij zowel de regels voor zelfstandige als voor niet-zelfstandige arbeid een rol kunnen spelen. Bovendien zijn daarnaast ook nog eens de regels over de fiscale behandeling van dividend en vervreemdingswinsten van het aanmerkelijk belang aan de orde. Ook bij emigratie en immigratie levert de combinatie van lucratief belang en aanmerkelijk belang een complexe situatie op.

9.8.2 Wet IB 2001, internationale aspecten in de nationale wet

Buitenlandse belastingplicht

In hoofdstuk 7 van de Wet IB 2001 is de belastingheffing van buitenlands belastingplichtigen geregeld. In artikel 7.2, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 juncto artikel 7.2, derde lid, van de Wet IB 2001 is de buitenlandse belastingplicht met betrekking tot lucratieve belangen omschreven. Het gaat hierbij om het houden van aandelen, vorderingen, of rechten of schulden in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001:

> als deze vermogensrechten, rechten of schulden verstrekt zijn met het oogmerk een beloning te zijn voor werkzaamheden verricht in Nederland.

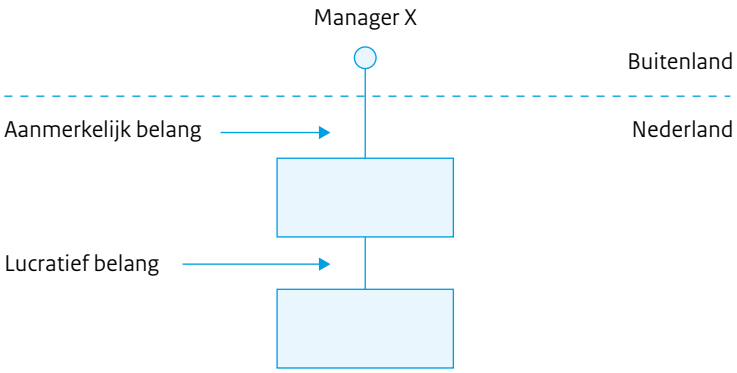
Het maakt in dit geval niet uit waar de vennootschap is gevestigd. Het gaat erom dat de vermogensbestanddelen verstrekt zijn met de bedoeling managers te belonen voor werkzaamheden verricht in Nederland.[417] Dit betekent dat een niet in Nederland woonachtige belanghebbende belastingplichtig is ten aanzien van een lucratief belang als de vermogensbestanddelen verstrekt zijn met het oogmerk een beloning te zijn voor werkzaamheden verricht in Nederland.[418] Er wordt geen onderscheid gemaakt tussen middellijk en onmiddellijk gehouden lucratieve belangen. De buitenlandse belastingplicht van artikel 7.2, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 juncto artikel 7.2, derde lid, van de Wet IB 2001 geldt, naar mag worden aangenomen, ook voor indirect gehouden posities.[419] Deze bepaling verwijst immers naar artikel 3.92b van de Wet IB 2001, waar ook de indirecte posities genoemd zijn en verder zijn de bepalingen die gaan over de omvang van het resultaat (waaronder bijvoorbeeld art. 3.95b Wet IB 2001) ook van toepassing op de buitenlands belastingplichtige lucratiefbelanghouder.

Voor indirect gehouden lucratieve belangen gelden daarnaast ook de artikelen 7.5 en 7.6 van de Wet IB 2001. Indirecte posities worden immers (mede) via het aanmerkelijk belang afgewikkeld. Artikel 7.5, eerste lid, van de Wet IB 2001 bepaalt dat een buitenlands belastingplichtige in Nederland belastbaar inkomen uit aanmerkelijk belang geniet van een in Nederland gevestigde vennootschap. Dat betekent dat een buitenlands belastingplichtige met een in Nederland gevestigde vennootschap die een binnenlands lucratief belang houdt, ook buitenlands belastingplichtig is voor inkomen uit aanmerkelijk belang.

Voorbeeld

Manager x is woonachtig in het buitenland. Hij verricht werkzaamheden voor een in Nederland gevestigd PE-fonds of een in Nederland gevestigde portfolio-onderneming en is lucratiefbelanghouder. Het lucratief belang wordt gehouden via een persoonlijkehoudster-bv die ook gevestigd is in Nederland.

Figuur 74: Buitenlandse belastingplicht voor het aanmerkelijk belang en het lucratief belang



417 Hierna wordt een dergelijk lucratief belang aangeduid als (indirect) binnenlands lucratief belang. De formulering van een lucratief belang ex art. 7.2, derde lid, Wet IB 2001 (mede beogen een beloning te zijn voor werkzaamheden verricht in Nederland) wijkt net iets af van de formulering van art. 3.92b, eerste lid (mede beogen een beloning te zijn voor werkzaamheden): in art. 3.92b Wet IB 2001 ontbreekt het woord 'verricht'. Wij menen op basis van een wetssystematische interpretatie dat aan de toevoeging van het woord 'verricht' in art. 7.2, derde lid, Wet IB 2001 geen speciale betekenis toekomt. Het maakt voor een binnenlands gehouden lucratief belang dan ook niet uit op welk moment de werkzaamheden werden of worden verricht.

418 Deze definitie brengt met zich dat een eenmaal binnenlands lucratief belang in principe niet kan omslaan in een buitenlands lucratief belang.

419 Zie ook R.P.C. Cornelisse, De moeizame symbiose tussen lucratief belang en aanmerkelijk belang bij emigratie en overlijden, WFR 2016/86. Cornelisse leidt hieruit af dat niet hoeft te worden afgerekend bij emigratie, omdat belastingplicht voor het lucratief belang blijft bestaan.

In het voorbeeld (figuur 74) is manager X buitenlands belastingplichtig als aanmerkelijkbelanghouder vanwege het enkele feit dat de vennootschap in Nederland gevestigd is. Hij is daarnaast ook buitenlands belastingplichtige als lucratiefbelanghouder voor zijn binnenlands lucratief belang.

Step-up bij immigratie

Artikel 3.95b, eerste lid, eerste volzin, van de Wet IB 2001 bepaalt als hoofdregel dat een lucratief belang te boek wordt gesteld op het bedrag dat is opgeofferd, vermeerderd met het bedrag waarover voor de verkrijging van het lucratief belang inkomstenbelasting is geheven. Het begrip 'inkomstenbelasting' ziet zowel op Nederlandse geheven inkomstenbelasting als op buitenlandse heffingen naar het inkomen die naar aard en strekking overeenkomen met Nederlandse inkomstenbelasting. Voor managers die op enig moment buitenlands belastingplichtig worden op grond van artikel 7.2, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 geldt eveneens als verkrijgingsprijs het opgeofferd bedrag. Hierdoor wordt voor zowel binnenlands als buitenlands belastingplichtigen voor de bepaling van de omvang van de voordelen uit een lucratief belang uitgegaan van het feitelijk opgeofferde bedrag, vermeerderd met een eventuele heffing over de verkrijging. De heffing strekt zich dus uit over de voordelen die opkomen gedurende de periode dat er sprake is van een lucratief belang. Daarbij wordt dus een eventueel voordeel dat ontstaat doordat de verkrijgingsprijs lager is dan de waarde in het economische verkeer wel meegenomen, tenzij daarover inkomstenbelasting is geheven.

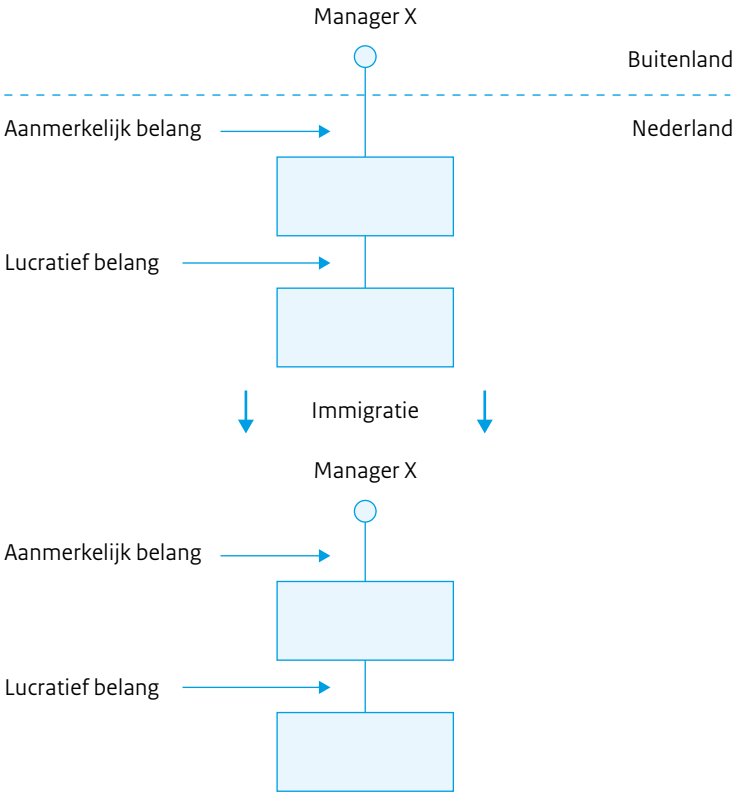
Op grond van artikel 3.95b, eerste lid, tweede volzin, van de Wet IB 2001 wordt in geval van immigratie een step-up verleend naar de waarde in het economische verkeer, maar alleen als deze samenvalt met het ontstaan van een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. In dat geval heft Nederland uitsluitend over de waardeaangroei gedurende de Nederlandse periode. Dit geldt dus niet voor een immigrant die op het moment van de immigratie al buitenlands belastingplichtige was vanwege een binnenlands lucratief belang. Bij de toepassing van deze step-up moet gedacht worden aan een situatie waarbij een buiten Nederland woonachtige manager vermogensbestanddelen houdt, waarbij de voordelen die hij daarmee behaalt naar moet worden aangenomen niet mede een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden die hij heeft verricht in Nederland. Bijvoorbeeld: een buitenlandse manager houdt carriedaandelen in een buitenlands PE-fonds en de voordelen die hij daarmee behaalt zijn niet mede een beloning voor werkzaamheden die hij in Nederland heeft verricht. Als deze manager in Nederland gaat wonen en daarmee dus binnenlands belastingplichtig wordt, gaan de carriedaandelen een lucratief belang vormen op grond van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 (verondersteld dat ook aan de overige eisen van het lucratief belang wordt voldaan). In een dergelijk geval geldt dan een step-up en wordt de waarde van dit lucratief belang vastgesteld naar de waarde in het economische verkeer op het moment van immigratie.

Het verlenen van een step-up in een dergelijke situatie laat zien dat de wetgever hierbij het oog heeft gehad op de band tussen de arbeid die wordt verricht en de vermogensbestanddelen. In het voorbeeld van de buitenlandse manager met een buitenlands lucratief belang is er niet ook een verband tussen de werkzaamheden van de manager en de voordelen uit de carriedrechten in Nederland. Het is in zo'n geval kennelijk de bedoeling van de wetgever om slechts te (kunnen) heffen over de periode waarin er sprake is van binnenlandse belastingplicht. Overigens hoeft bij een binnenlands belastingplichtige geen sprake te zijn van in Nederland verrichte arbeid (dan wordt namelijk aangeknoopt bij de woonplaats van de belastingplichtige en wordt het wereldinkomen in de heffing betrokken). Ook als de voordien in het buitenland wonende manager voor zijn carriedrechten geen arbeid zou verrichten in Nederland, heeft hij op grond van artikel 3.92b, eerste lid, van de Wet IB 2001 in combinatie met het tweede, derde of vierde lid van dat artikel een lucratief belang.

Voor indirect gehouden posities geldt dat we daarnaast nog te maken hebben met de aanmerkelijk-belangregeling. Voor deze regeling geldt dat Nederland een min of meer territoriaal systeem hanteert met betrekking tot aanmerkelijkbelanginkomsten. Het gaat dus in feite om de aangroei van de aanmerkelijk-belangclaim die in Nederland is opgetreden. Daarbij past een step-up bij immigratie (art. 4.25, lid 1, Wet IB 2001) voor het aanmerkelijk belang indien de manager eerder geen aanmerkelijk belang had in een in Nederland gevestigde vennootschap. Voor indirect gehouden posities geldt dus dat voor het aanmerkelijk belang bij immigratie een step-up wordt verleend naar de waarde in het economische verkeer, maar dat bij immigranten die voordien al buitenlands belastingplichtige waren op grond van het buitenlandse aanmerkelijk belang de historische verkrijgingsprijs wordt gehanteerd (art. 4.25, lid 1 Wet IB 2001).

Voorbeeld
Manager X uit het vorige voorbeeld immigreert naar Nederland. Daarvoor was hij al buitenlands belasting-plichtig, namelijk op grond van zijn binnenlands aanmerkelijk belang en zijn binnenlands lucratief belang.

Figuur 75: Immigratie door manager X



Voor zowel het aanmerkelijk belang als voor het lucratief belang van X geldt wat betreft de immigratie geen step-up, maar de historische verkrijgingsprijs. De voordelen die gedurende de buitenlandse belastingplicht zijn opgekomen, blijven beclaimd. Zou X voor immigratie nog geen buitenlands belastingplichtige zijn geweest, dan geldt wel een step-up, zowel voor het aanmerkelijk belang als voor het lucratief belang op grond van artikel 4.25, eerste lid, van de Wet IB 2001 en artikel 3.95b, eerste lid, tweede volzin, van de Wet IB 2001.

Ook kan zich in dit verband de situatie voordoen waarbij de manager in het buitenland woont en ook de aanmerkelijkbelangvennootschap in het buitenland gevestigd is. Als de manager immigreert naar Nederland doet zich een mismatch voor tussen het aanmerkelijk belang en het lucratief belang. Deze situatie wordt in het volgende voorbeeld uitgewerkt.

Voorbeeld

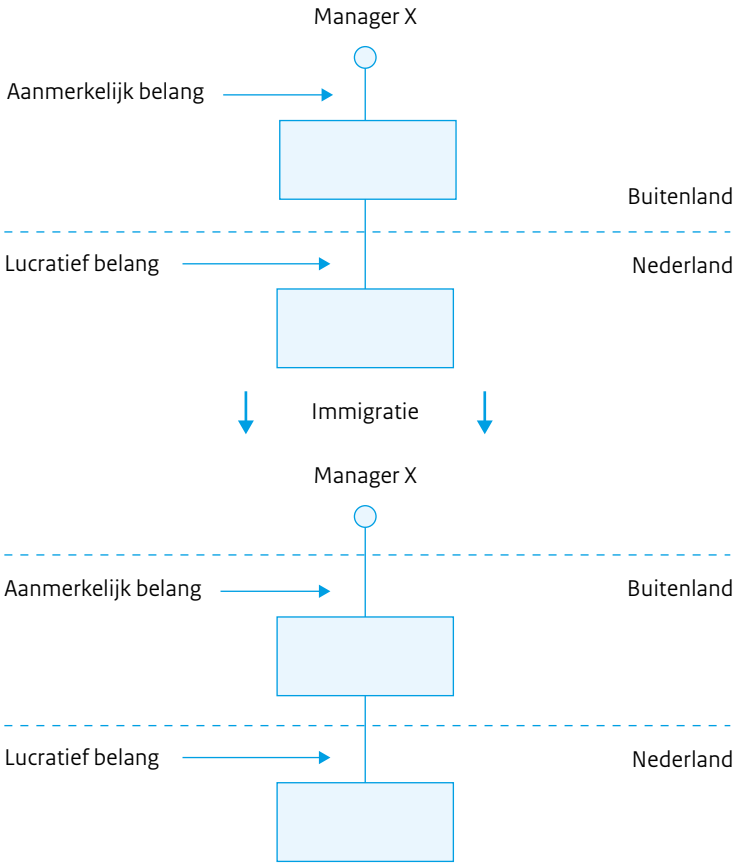
De manager uit het vorige voorbeeld woont in het buitenland. Zijn aanmerkelijkbelangvennootschap is in het buitenland gevestigd. Hij heeft een middellijk gehouden lucratief belang voor werkzaamheden verricht in Nederland en is in de buitenlandse periode daarom belastingplichtig op grond van artikel 7.2, tweede lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001. Stel dat deze manager immigreert naar Nederland. Voor het aanmerkelijk belang bestaat er recht op een step-up van de (onmiddellijk) gehouden aandelen naar de waarde in het economische verkeer. Voor de (middellijk) gehouden lucratiefbelangaandelen is geen step-up mogelijk omdat de periode van het ontstaan van de binnenlandse belastingplicht niet samenvalt met het tijdstip van het ontstaan van een lucratiefbelangpositie (art. 3.95b, lid 1, tweede volzin, Wet IB 2001). Dit heeft dus tot gevolg dat de verkrijgingsprijs van de middellijk gehouden lucratiefbelangaandelen gaat afwijken van de verkrijgingsprijs van het aanmerkelijk belang in de persoonlijke houdster:

- 2014: verkrijgingsprijs aanmerkelijkbelangaandelen in holding (tevens waarde in het economische verkeer): € 300.000.
- 2014: verkrijgingsprijs middellijk gehouden lucratiefbelangaandelen (tevens waarde in het economische verkeer): € 300.000.
- 2016: waarde in het economische verkeer aanmerkelijkbelangaandelen in holding op moment van immigratie: € 10.000.000. Voor het aanmerkelijk belang wordt een step-up verleend van € 9.700.000.
- 2016: oorspronkelijke verkrijgingsprijs middellijk gehouden lucratiefbelangaandelen op het moment van immigratie: € 300.000. Voor het lucratieve belang wordt geen step-up verleend.
- 2018: realisatie lucratiefbelangwinst door verkoop van de middellijk gehouden aandelen voor een prijs van € 12.000.000.

De lucratief belangwinst (€ 12.000.000 – € 300.000) = € 11.700.000 wordt in 2018 geheel doorgestoten conform artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001. Daarnaast wordt de resterende opbrengst van € 300.000 ook als winst uit aanmerkelijk belang doorgestoten. Totaal wordt er dus € 12.000.000 als regulier voordeel aangegeven en belast tegen een tarief van 25%. Vervolgens wordt in hetzelfde jaar de persoonlijke houdster geliquideerd. Nu wordt er een aanmerkelijkbelangverlies geleden van (€ 0 – € 10.000.000) = € 10.000.000. Dit verlies kan weer gecompenseerd worden met de aangegeven aanmerkelijkbelangwinst van € 12.000.000 (art. 4.34 Wet IB 2001). Per saldo wordt er in 2018 € 2.000.000 als winst uit aanmerkelijk belang aangegeven in plaats van € 12.000.000 (de gehele lucratiefbelang-opbrengst). Met terugwerkende kracht is de feitelijke doorstoot dus geen € 12.000.000, maar slechts € 2.000.000. De inspecteur neemt hierbij het standpunt in dat het liquidatieverlies geen gevolgen heeft voor de voorwaarde dat ten minste 95% van het lucratief-belangresultaat in het kalenderjaar moet worden doorgestoten als winst uit aanmerkelijk belang. De, achteraf gezien, te kleine doorstoot is namelijk een gevolg van de aanmerkelijkbelangregelgeving.[420] Dit gevolg lijkt strijdig met de bedoeling van de wetgever dat de inkomsten uit carried interest, die het karakter van arbeidswerkzaamheden hebben, van in dit geval € 11.700.000, nagenoeg geheel belast moeten worden in box 2. Effectief wordt er veel minder in de heffing betrokken.

420 Er is voldaan aan de eis van art. 3.95b, vijfde lid, laatste volzin dat er in dat kalenderjaar tot een bedrag van ten minste 95% van die voordelen inkomen uit aanmerkelijk belang wordt genoten dat een weerspiegeling is van die voordelen.

Figuur 76: Immigratie door manager X; de houdster blijft in het buitenland gevestigd



Emigratie

In geval van emigratie van een lucratiefbelanghouder is van belang vast te stellen of vóór emigratie sprake was van een binnenlands of buitenlands lucratief belang en of daarna nog van een binnenlands lucratief belang sprake is. Verder is het van belang zich te realiseren dat de lucratiefbelangregeling geen fictieve vervreemding kent, maar alleen de bepaling over de eindafrekening in de winstsfeer. Als vóór emigratie sprake was van een binnenlands lucratief belang (dus verkregen in verband met in Nederland verrichte werkzaamheden) dan zal dat na emigratie zo blijven en heeft emigratie voor het lucratief belang geen gevolgen. De lucratiefbelanghouder verandert slechts van binnenlands naar buitenlands belastingplichtige. De claim blijft behouden. De variant dat gedurende de binnenlandse periode sprake was van een binnenlands lucratief belang en na emigratie niet, zal zich gelet op de tekst van artikel 7.2, eerste lid, onderdeel c, van de Wet IB 2001 juncto artikel 7.2, derde lid, van de Wet IB 2001 (buiten het geval van vervreemding ter gelegenheid van emigratie) niet voordoen. Als vóór emigratie sprake was van een buitenlands lucratief belang, eindigt na emigratie de belastingplicht. Op dat moment moet er via de analoge toepassing van artikel 3.61 van de Wet IB 2001 worden afgerekend.

Emigratie van een in Nederland woonachtige aanmerkelijkbelanghouder wordt fictief aangemerkt als vervreemding volgens artikel 4.16, eerste lid, sub h, van de Wet IB 2001. De verschuldigde inkomstenbelasting hoeft echter niet onmiddellijk te worden betaald. In geval van een positief vervreemdingsvoordeel wordt een conserverende aanslag opgelegd, zie artikel 2.8, tweede lid, van de Wet IB 2001. Vervolgens wordt hiervoor uitstel van betaling verleend op grond van artikel 25, achtste lid, van de IW 1990.

Onder bepaalde omstandigheden kan de conserverende aanslag worden kwijtgescholden. In het Belastingplan 2016 is een aantal wijzigingen doorgevoerd die tot gevolg hebben dat de conserverende aanslag die is of wordt opgelegd aan aanmerkelijkbelanghouders die na 15 september 2015, 15:15 uur, zijn geëmigreerd in principe altijd een keer zal worden ingevorderd. Op vóór dit tijdstip opgelegde conserverende aanslagen blijft de oude regeling van toepassing, die kort gezegd inhoudt dat de conserverende aanslag na tien jaar wordt kwijtgescholden. Als na emigratie voor het aanmerkelijk belang sprake is van buitenlandse belastingplicht wordt eveneens een conserverende aanslag opgelegd, maar daarmee wordt bij de vaststelling van de verkrijgingsprijs rekening gehouden (zie art. 7.6 Wet IB 2001).

Remigratie

In geval van remigratie van een lucratiefbelanghouder met een binnenlands lucratief belang wordt geen step-up verleend (zie casus 3 in onderdeel 9.8.3 hierna). Voor het aanmerkelijk belang geldt hetzelfde uitgangspunt op grond van artikel 4.25, tweede lid, van de Wet IB 2001, aangevuld met een uitgebreide set regels van het op het vierde lid gebaseerde artikel 16 van het Uitvoeringsbesluit inkomstenbelasting 2001. Het komt erop neer dat in geval van remigratie de oorspronkelijke claim behouden blijft en er bij realisatie geheven wordt over het geheel, inclusief de aangroei gedurende de buitenlandse periode.

9.8.3 Verdragstoepassing lucratiefbelanginkomsten in de parlementaire geschiedenis

In het vorige onderdeel hebben we de nationale heffingsmogelijkheden met betrekking tot internationale lucratiefbelangposities behandeld. Hierna gaan we in op de verdragstoepassing in het kader van (inkomsten uit) lucratief belang. Als sprake is van werkzaamheden in internationaal verband en een manager lucratieve vermogensrechten houdt in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001, is het de vraag hoe (de voordelen uit) dergelijke rechten onder een belastingverdrag kwalificeren.

In dit onderdeel onderzoeken we eerst of we op basis van de parlementaire geschiedenis van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen en andere uitlatingen van de staatssecretaris een antwoord kunnen vinden op bovenvermelde vraag. Omdat daarna nog wat vragen overblijven, gaan we vervolgens nader in op de verdragstoepassing.

Wetsgeschiedenis geeft geen eenduidig antwoord, niet-zelfstandige arbeidartikel?

In de wetsgeschiedenis van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen is de internationale problematiek van lucratieve belangen aan de orde geweest. De wetsgeschiedenis geeft geen eenduidig antwoord op de vraag welk verdragsartikel van toepassing is bij inkomsten uit een lucratief belang. Het lijkt erop dat de wetgever ervan uitgaat dat doorgaans het niet-zelfstandige arbeidartikel (art. 15 OESO-modelverdrag) of het directeurenartikel (art. 16 OESO-modelverdrag) uit het OESO-modelverdrag van toepassing is: [421]

> In de meeste gevallen waarin aan deze voorwaarde is voldaan, zullen de verwerving en de waardestijging van het lucratieve belang in zodanig verband staan met een dienstbetrekking dat deze inkomsten onder voorwaarden (artikel 15 OESO Modelverdrag) ter heffing aan het werkland zijn toegewezen. Of dat zo is, is afhankelijk van de feiten en omstandigheden (...)

In de wetsgeschiedenis is een aantal casus met internationale aspecten behandeld in de vorm van vragen en antwoorden. Deze casus worden hierna vermeld en behandeld.

421 Kamerstukken II 2007/08, 31 459, nr. 9, pag. 23, NNV.

De eerste casus gaat over de vraag in hoeverre lucratiefbelangopbrengsten na emigratie nog aan Nederland kunnen worden toegerekend. In het geval van grensoverschrijdende arbeid is volgens het kabinet bij een lucratiefbelangopbrengst sprake van (mede) een beloning voor verrichte arbeid. Het werkland van de manager mag belasting heffen voor zover dit toerekenbaar is aan de verrichte arbeid in het werkland. In de wetsgeschiedenis is in dit kader de volgende vraag van het CDA naar voren gekomen:[422]

> **Casus 1**
> Een belastingplichtige heeft in 2005 aandelen verworven die onvoorwaardelijk zijn toegekend en geleverd door een Nederlandse BV. Deze aandelen zijn te kwalificeren als een lucratief belang. In 2008 emigreert deze belastingplichtige uit Nederland en verricht daarna geen werkzaamheden meer in Nederland. De belastingplichtige verkoopt in 2010 het lucratieve belang. Wordt dan het voordeel *tijdsevenredig* aan Nederland toegerekend?
>
> ***Antwoord:*** [423]
> In het antwoord op deze door het CDA gestelde vraag antwoordt de wetgever dat Nederland dan heft over het *gehele voordeel* omdat het gehele bedrag zou zien op werkzaamheden verricht in Nederland.

Kennelijk (dit wordt uit deze casus niet helemaal duidelijk) is hier sprake van het niet langer verrichten van arbeid voor de in Nederland gevestigde werkgever die de aandelen heeft verstrekt. In dat geval is het antwoord van de staatssecretaris begrijpelijk. De lucratiefbelangopbrengst in 2010 is dan een nagekomen bate die uitsluitend verband houdt met het verrichten van werkzaamheden voor de in Nederland gevestigde werkgever die het lucratief belang heeft verstrekt.

Verderop in de wetsgeschiedenis gaat het CDA nader in op de salarysplit-problematiek en legt het de volgende casus voor:[424]

> **Casus 2**
> Een in de Verenigde Staten wonende manager houdt sinds 2005 onvoorwaardelijk toegekende carried interest rechten in een niet transparante US LP. In 2009 verhuist deze manager naar Nederland om ten behoeve van het Amerikaanse fonds een Europees fonds op te zetten. Na immigratie is hij niet langer werkzaam voor de US LP. Het oorspronkelijk opgeofferd bedrag van zijn carried interest rechten bedraagt 10 en de waarde in het economische verkeer op het moment van immigratie is 100. Na immigratie ontvangt de manager 150 aan uitkeringen uit de US LP.[425] Wat wordt er dan als voordeel uit lucratief belang in aanmerking genomen?
>
> ***Antwoord:***
> Op grond van art. 3.95b, eerste lid, tweede volzin, Wet IB 2001 krijgt de manager een step up van 10 naar 100 (de waarde in het economische verkeer op het moment van immigratie). De boekwaarde van het lucratieve belang wordt dus gesteld op 100. De lucratief belang winst is dan (150 – 100) = 50. Deze winst komt volgens de staatssecretaris in zijn geheel toe aan de Verenigde Staten op grond van artikel 16 van het Verdrag met de Verenigde Staten (artikel voor niet zelfstandige arbeid), omdat dit verband zou houden met de in de Verenigde Staten uitgeoefende dienstbetrekking (nagekomen bate uit dienstbetrekking).

422 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 10, VV vaste commissie van Financiën.
423 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 18-19, MvA.
424 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. E, pag. 3-5, Verslag van een schriftelijk overleg.
425 Kennelijk wordt in het voorbeeld bedoeld dat de manager zijn lucratief belang in de Amerikaanse LP vervreemdt.

Casus 3
Het CDA vraagt of een step up ook bij remigratie wordt toegepast als de manager ten tijde van emigratie uit Nederland een lucratief belang had.[426]

Antwoord:
Volgens het kabinet leidt remigratie niet tot aanpassing van de verkrijgingsprijs van het lucratieve belang. Met de waardeaangroei die is ontstaan tijdens het wonen in het buitenland wordt geen rekening gehouden. Volgens het kabinet strookt dit met het uitgangspunt dat het heffingsrecht van een lucratief belang onder het niet zelfstandigen artikel van het Verdrag valt.

Uit de antwoorden van de staatssecretaris is af te leiden dat zowel in het geval van emigratie als immigratie de voormalige woonstaat heft over de totale lucratief-belangopbrengst. Dit is alleen het geval als de gemigreerde persoon in het nieuwe woonland geen werkzaamheden meer verricht voor de vennootschap die het lucratief belang heeft verstrekt. Is dat wel het geval, dan zal volgens de wetsgeschiedenis op grond van een salarysplit toch een gedeelte van het lucratiefbelangvoordeel aan het nieuwe woon-, tevens werkland, moeten worden toegewezen. Voorgaande passages en casus geven nog een consistent beeld in die zin dat steeds uitgegaan wordt van toepassing van het niet-zelfstandigearbeidartikel op lucratief-belangvoordelen.

Wetsgeschiedenis geeft geen eenduidig antwoord, dividendartikel?
In de volgende casus, die is vastgelegd in het voorlopig verslag van de vaste commissie van Financiën, wordt echter de toepassing van het dividendartikel genoemd:[427]

Casus 4
Vervolgens vraagt de CDA fractie naar de gevolgen van een dividenduitkering op de door de manager gehouden aandelen in de Nederlandse BV na emigratie, zoals genoemd in casus 1. Hoe wordt het door de geëmigreerde manager ontvangen dividend van de Nederlandse BV onder een belastingverdrag aangemerkt?

Antwoord:
De staatssecretaris antwoordt dat een dividenduitkering in het algemeen onder art. 10, derde lid, OESO-modelverdrag (dividendartikel) valt. Nederland mag op grond van dit artikel heffen, maar niet verder dan een gemaximeerd percentage over doorgaans het brutobedrag.

Dit verwondert omdat in de parlementaire stukken over dezelfde casus (1) het arbeidsartikel wordt toegepast en de heffing nog aan Nederland werd toegewezen. Deze opmerking over het dividendartikel staat echter niet op zichzelf, want in de memorie van antwoord van de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen wordt dit punt herhaald en zegt de staatssecretaris over een uitgekeerd dividend:

> In het algemeen zal dit dividend voldoen aan de betekenis die (bijvoorbeeld het derde lid van artikel 10 van het OESO-modelverdrag eraan geeft.

426 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 10, VV vaste commissie van Financiën en Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 17, MvA.
427 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 11, VV vaste commissie van Financiën en Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 19, MvA.

Hierdoor is dus niet duidelijk welk verdragsartikel volgens de parlementaire geschiedenis moet worden toegepast, het niet-zelfstandige arbeidartikel of het dividendartikel.

Standpunt staatssecretaris, niet-zelfstandige arbeidartikel
In het voorgaande zijn de passages uit de totstandkomingsgeschiedenis opgesomd die iets vermelden over de verdragstoepassing bij een lucratief belang. Na lezing van deze passages is niet eenduidig welk verdragsartikel in welke situatie moet worden toegepast. De staatssecretaris meent dat zowel artikel 15, artikel 16, als artikel 10 van het OESO-modelverdrag van toepassing zouden kunnen zijn in internationale lucratiefbelangsituaties. In de literatuur is de nodige kritiek geweest op het standpunt dat het niet-zelfstandigearbeidartikel of het commissarisartikel van toepassing is. Pötgens en Hofland constateren:[428]

> dat een consistente interpretatie op basis van art. 3, lid 2, OESO-modelverdrag de voordelen uit een lucratief belang, al naar gelang de aard van de onderliggende vermogensbestanddelen, onder art. 10, 11 of 13 OESO-modelverdrag ressorteren.

Toch bevestigt de staatssecretaris in 2011 in een brief over de notitie Fiscaal verdragsbeleid 2011 het standpunt dat carried interest(achtige) beloningen mede een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden, en dat als deze werkzaamheden worden verricht in dienstbetrekking of als commissaris, hierop het niet-zelfstandige-arbeidsartikel respectievelijk het commissarisartikel uit het verdrag van toepassing zal zijn:[429]

> **Verdragstoepassing van inkomsten uit lucratieve belangen**
> De Orde verzoekt om een nadere toelichting op de verdragskwalificatie van lucratieve belangen. De opvattingen in de fiscale literatuur ten aanzien van de verdragskwalificatie van lucratieve belangen lopen uiteen. Voor zover in de literatuur het standpunt wordt ingenomen dat de desbetreffende ('lucratieve') inkomsten onder het vermogenswinstartikel of een vermogensinkomstenbepaling vallen, wordt daarbij mijns inziens onvoldoende gewicht toegekend aan het gegeven dat het bij carried interest-beloningen en vergelijkbare beloningen gaat om vermogensbestanddelen die mede een beloning beogen te zijn voor werkzaamheden. Indien deze werkzaamheden worden verricht in dienstbetrekking of als bestuurder, ben ik derhalve van opvatting dat het verdragsartikel inzake niet-zelfstandige arbeid respectievelijk het artikel voor bestuurders en commissarissen toepassing dient te vinden.

Het standpunt van de staatssecretaris is dus helder: in beginsel zal het niet-zelfstandige arbeidartikel van toepassing zijn in het geval de werkzaamheden in dienstbetrekking zijn verricht.

Effect van de doorstootverplichting in internationaal verband
In de parlementaire geschiedenis is ten slotte nog een casus behandeld die gaat over de toepassing van de doorstootverplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 in internationaal verband. Het betreft een middellijk gehouden lucratief belang door een buitenlands belastingplichtige lucratiefbelanghouder.

428 F.P.G. Pötgens en D.A. Hofland, 'De verdragsclassificatie van voordelen uit een lucratief belang genoten door een buitenlands belastingplichtige', WFR 2010/6841, p. 18.
429 Kamerstukken II 2010/11, 25 087, nr. 24, pag. 16, brief van 24 juni 2011, nr. IFZ/2011/383M.

Omdat deze lucratiefbelanghouder eveneens aanmerkelijkbelanghouder is, komt de vraag op of aan de doorstootverplichting kan worden voldaan, waardoor de zogenoemde aanmerkelijkbelangvariant van toepassing is:[430]

> **Casus 5**
> Tot slot stelt de CDA fractie de vraag wat de gevolgen zijn van een middellijk gehouden lucratief belang en het uitkeren van de lucratief belang opbrengst naar privé, indien de manager in het buitenland woont:
>
> De manager uit casus 1 woont in een andere lidstaat van de Europese Unie maar heeft nu een middellijk gehouden lucratief belang in de Nederlandse BV. Zijn personal holding is eveneens in een andere lidstaat van de Europese Unie gevestigd. De manager keert ten minste 95% van de opbrengsten uit naar privé. Volgens het CDA kan de manager niet aan de doorstootverplichting van art. 3.95b, vijfde lid, Wet IB 2001 voldoen omdat er geen sprake is van een aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap (art. 7.5, eerste lid, Wet IB 2001). Het CDA vraagt zich af of deze regeling niet strijdig is met EU recht. Immers als de manager wel in Nederland zou hebben gewoond, of zijn personal holding wel in Nederland zou zijn gevestigd, zou wel van art. 3.95b, vijfde lid, Wet IB 2001 gebruik kunnen worden gemaakt.
>
> ***Antwoord:***
> De staatssecretaris is van mening dat de manager wel een aanmerkelijk belang heeft, alleen geen aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap. Hij is van mening dat de doorstoot-regeling van art. 3.95b, vijfde lid, Wet IB 2001 op deze situatie van toepassing is. Van strijdigheid met EU recht lijkt volgens de staatssecretaris dus geen sprake te zijn.

Omdat voor deze buitenlands belastingplichtige manager voldaan kan worden aan de doorstoot-verplichting, komt men op basis van het nationale recht niet aan heffing toe op grond van de lucratief-belangregels. Gezien het antwoord van de staatssecretaris lijkt het erop dat een in het buitenland wonende en in Nederland werkende manager van de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 gebruik kan maken. Volgens de staatssecretaris is er in een dergelijk geval wel een aanmerkelijk belang in een vennootschap aanwezig, en is er alleen geen aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap.

Vervolgens moet worden bekeken of Nederland op grond van het verdrag ook daadwerkelijk kan heffen over de genoten voordelen uit aanmerkelijk belang. Voor deze voordelen geldt dat het heffingsrecht dat Nederland heeft op grond van artikel 7.5 van de Wet IB 2001 over het op deze aandelen ontvangen dividend op grond van de meeste verdragen wordt beperkt tot 15%. Voor vervreemdingsvoordelen geldt dat Nederland in de meeste verdragen voor aanmerkelijkbelangaandelen een voorbehoud maakt op de hoofdregel (dat de woonstaat het heffingsrecht heeft), maar dat in andere gevallen uitsluitend het woonland mag heffen. Dit kan er dus uiteindelijk in resulteren dat Nederland niet kan heffen over de aanmerkelijkbelangvoordelen op basis waarvan heffing op grond het lucratiefbelangregime naar nationaal recht bezien achterwege bleef.

Conclusie, de wetsgeschiedenis geeft geen eenduidig antwoord
Op basis van het voorgaande moeten we concluderen dat uit de parlementaire geschiedenis geen eenduidig antwoord valt te geven op de vraag over de verdragstoepassing op lucratiefbelangvoordelen. Het is duidelijk welk standpunt de inspecteur in voorkomende gevallen inneemt, namelijk toepassing van het niet-zelf-standige arbeidartikel als er sprake is van een dienstbetrekking. Dat is in het verdragsbeleid verwoord. De werkelijkheid is echter complexer. Hierna bezien we deze vraag naar de verdragskwalificatie nog eens nader op basis van de beschikbare jurisprudentie en literatuur.

430 Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. B, pag. 11, vv vaste commissie van Financiën en Kamerstukken I 2008/09, 31 459, nr. C, pag. 19, MvA.

9.8.4 Kwalificatie lucratiefbelanginkomsten onder een belastingverdrag nader bezien

Het OESO-modelverdrag, en het OESO-commentaar hierop, wordt vaak door de belastingrechter gebruikt bij de interpretatie van bilaterale belastingverdragen. Beide zijn daarom belangrijke rechtsbronnen bij de uitleg van bilaterale belastingverdragen. Artikel 3, tweede lid, van het OESO-modelverdrag bepaalt ten aanzien van bepalingen in de nationale wetgeving het volgende:

> As regards the application of the Convention at any time by a Contracting State, any term not defined therein shall, unless the context otherwise requires, have the meaning that it has at that time under the law of that State for the purposes of the taxes to which the Convention applies, any meaning under the applicable tax laws of that State prevailing over a meaning given to the term under other laws of that State.

Dit betekent dat een verdrag in beginsel wordt uitgelegd naar de betekenis die een wettelijke bepaling heeft volgens het nationale belastingrecht van de verdragsluitende partij, tenzij de context van het verdrag anders vereist.

Hiervoor hebben we al geconstateerd dat de staatssecretaris zich op het standpunt stelt dat doorgaans het artikel over niet-zelfstandige arbeid (art. 15 OESO-modelverdrag) of het bestuurdersartikel (art. 16 OESO-modelverdrag) van toepassing zal zijn, maar de staatssecretaris noemt ten aanzien van uitgekeerde dividenden ook artikel 10 van het OESO-modelverdrag (het dividendartikel). Daarnaast komt ook artikel 13 van het OESO-modelverdrag ('capital gains') in beeld als het gaat om lucratiefbelanginkomsten door verkoop van de lucratiefbelangaandelen of de aanmerkelijkbelangaandelen en artikel 11 ten aanzien van rente op lucratieve vorderingen. Ten slotte zou ook nog het restartikel, artikel 21 van het OESO-modelverdrag ('other income') aan de orde kunnen zijn.

In dit onderdeel werken we deze verdragsartikelen nader uit in het licht van het lucratief belang. We beginnen dit stuk echter met artikel 7 van het OESO-modelverdrag ('business profits'), omdat ook dit verdragsartikel nog in beeld komt bij het lucratief belang.

Artikel 7 OESO-modelverdrag ('business profits')

De opbrengsten uit een lucratief belang worden in ieder geval nationaalrechtelijk gezien als resultaat uit overige werkzaamheden en daarmee als inkomsten uit niet in dienstbetrekking verrichte arbeid. Dat zou kunnen betekenen dat artikel 7 van het OESO-modelverdrag (business profits) toepassing vindt. In dat geval zou Nederland alleen kunnen heffen als sprake is van een vaste inrichting in Nederland, wat voor lucratief-belangaandelen niet snel aan de orde zal zijn. Er is echter een uitzondering opgenomen in het vierde lid van artikel 7 van het OESO-modelverdrag die inhoudt dat als een winstbestanddeel ook onder een andere toewijzingsbepaling van het verdrag valt, die andere bepaling voorrang heeft. Daarom moet eerst worden onderzocht of zo'n andere specifieke toewijzingsregel geldt.

Artikel 15, lid 1, OESO-modelverdrag (niet-zelfstandige arbeid)

Artikel 15, eerste lid, van het OESO-modelverdrag luidt als volgt:

> Article 15 INCOME FROM EMPLOYMENT 1. Subject to the provisions of Articles 16, 18 and 19, salaries, wages and other similar remuneration derived by a resident of a Contracting State in respect of an employment shall be taxable only in that State unless the employment is exercised in the other Contracting State. If the employment is so exercised, such remuneration as is derived therefrom may be taxed in that other State.

'Employment' betekent in deze context: beroep, werk of baan. Salaris uit een baan kan grammaticaal gezien alleen maar betekenen: salaris uit een dienstbetrekking. Naar onze mening zijn de opbrengsten uit de realisatie van een lucratief belang geen opbrengsten uit een dienstbetrekking, maar juist opbrengsten uit niet in dienstbetrekking verrichte werkzaamheden. Artikel 3.92b, eerste lid, aanhef, van de Wet IB 2001 merkt een lucratief belang immers aan als een (overige) werkzaamheid. Volgens artikel 3.90 van de Wet IB 2001 is belastbaar resultaat uit overige werkzaamheden het gezamenlijke bedrag van het resultaat uit een of meer werkzaamheden die geen belastbare winst of belastbaar loon genereren. Artikel 3.81 van de Wet IB 2001 definieert wat onder loon wordt verstaan: loon overeenkomstig de wettelijke bepalingen van de loonbelasting. Artikel 10, eerste lid, van de Wet LB 1964 bepaalt dat loon is al hetgeen uit een dienstbetrekking of een vroegere dienstbetrekking wordt genoten. Als het vermogensbestanddeel de loonpoort is gepasseerd, kunnen de latere opbrengsten geen loon uit dienstbetrekking vormen.

Omdat de lucratiefbelangopbrengsten naar nationaal fiscaal recht niet uit een dienstbetrekking worden genoten, is artikel 15 van het OESO-modelverdrag mogelijk niet van toepassing op opbrengsten uit een lucratief belang.[431] Een argument dat hiertegen ingebracht kan worden, is dat nationaalrechtelijk weliswaar sprake is van resultaat uit overige werkzaamheden, maar dat dit ingegeven is door een praktische keuze van de wetgever. Het laat onverlet dat, als er sprake is van een dienstbetrekking, de beloningsbestanddelen hun oorsprong vinden in deze dienstbetrekking. In dergelijke gevallen blijft artikel 15 van het OESO-modelverdrag in beeld. Deze bepaling vindt in ieder geval toepassing op een eventueel loonvoordeel bij het verstrekken van lucratiefbelangaandelen binnen een dienstbetrekking. In dat geval zal Nederland het heffingsrecht over dit loonvoordeel op grond van het verdrag kunnen effectueren.

Artikel 16 OESO-modelverdrag (commissarissen)
Art. 16 van het OESO-modelverdrag luidt als volgt:

> Article 16 DIRECTORS' FEES Directors' fees and other similar payments derived by a resident of a Contracting State in his capacity as a member of the board of directors of a company which is a resident of the other Contracting State may be taxed in that other State.

Artikel 16 van het OESO-modelverdrag handelt dus over directeursbeloningen en andere vergelijkbare betalingen aan een persoon in de hoedanigheid van lid van de raad van bestuur. Op deze beloningen zijn twee bepalingen uit het OESO-modelverdrag van toepassing: artikel 15 en artikel 16. Voor zover de beloning van het bestuurslid verband houdt met het besturen van uitsluitend de vennootschap is artikel 16 van het OESO-modelverdrag van toepassing. Pötgens en Hofland zijn van mening dat artikel 16 van het OESO-modelverdrag helemaal niet van toepassing is, omdat zij vinden dat 'artikel 16 in dezen als een specifieke bepaling ten aanzien van artikel 15 moet worden gezien'.[432] Steeds zal van geval tot geval moeten worden beoordeeld of de beloning in de hoedanigheid van bestuurder is verkregen. In internationaal verband is geen consensus over de vraag welke inkomsten vallen onder de inkomsten die zijn verworven in de hoedanigheid van bestuurder. We staan niet op voorhand een 'enge' uitleg voor, waarbij (slechts) een relatie wordt gelegd met activiteiten met betrekking tot de jaarrekening, bestuurdersvergaderingen en het bijwonen van de algemene vergadering van aandeelhouders. Hoewel dit niet een veel voorkomende situatie zal zijn, is niet uit te sluiten dat een lucratief belang is verkregen in de hoedanigheid van bestuurder.

431 Zie echter het de in de vorige paragraaf vermelde standpunt van de Staatssecretaris.
432 F.P.G. Pötgens en D.A. Hofland, De verdragsclassificatie van voordelen uit een lucratief belang genoten door een buitenlands belastingplichtige, WFR 2010/18.

Art. 10 (dividenden), art. 11 (interest) en art. 13 OESO-modelverdrag (vervreemdingswinst)
Bij de verdragstoepassing op lucratiefbelangresultaten komt het punt naar voren dat de nationaalrechtelijke duiding anders kan zijn dan de duiding ingevolge een verdrag. Nationaalrechtelijk worden de inkomsten uit een lucratief belang bij wijze van wetsfictie gerekend tot het resultaat uit overige werkzaamheden, terwijl civielrechtelijk de inkomsten kunnen zijn vormgegeven als dividend, rente of als een vervreemdingswinst. Voor dividenden vindt toewijzing van de heffingsbevoegdheid plaats op grond van artikel 10 van het OESO-modelverdrag. Voor rente is het interestartikel (art. 11 van het OESO-modelverdrag) van toepassing, voor vermogenswinsten is dat artikel 13 van het OESO-modelverdrag.

De Hoge Raad[433] heeft inzake de fictiefloonregeling en de uitleg hiervan onder het oude Verdrag met België beslist dat:

> als de wetgever inkomsten die naar hun aard niet aan Nederland zijn toegewezen door wetsduiding of ficties bestempelt tot inkomsten die onder een ander verdragsartikel vallen, dat de heffing over die inkomsten wel aan Nederland toewijst. Art. 3, paragraaf 2, van de overeenkomst laat daarvoor geen ruimte, omdat dan de werking van de overeenkomst eenzijdig zou worden gewijzigd.
>
> In het onderhavige geval wordt belasting geheven over inkomsten die indien zij alsnog worden verkregen, als dividend of vermogenswinst aan de ontvanger kunnen toevloeien. Laatstbedoelde inkomsten zijn aan België toegewezen. Daarmee brengt de fictie van art. 12a potentieel een verschuiving teweeg in de verdeling van de heffingsbevoegdheid tussen Nederland en België. Derhalve laat de overeenkomst een op die fictie gebaseerde heffing niet toe.

Voorgaande rechtsoverweging uit het arrest BNB 2003/379 zou ook kunnen worden toegepast op de lucratiefbelangwetgeving. Ook hier is sprake van een wetsfictie. Als gevolg van deze wetsfictie zou over inkomsten worden geheven die volgens de staatssecretaris onder het niet-zelfstandige arbeidsartikel vallen, terwijl deze inkomsten gelet op de plaats in de nationale wet (ROW) onder het dividend-, interest- of vervreemdingswinstartikel vallen. Dat zou betekenen dat (afhankelijk van het soort voordeel dat uit het vermogensbestanddeel vloeit) op lucratiefbelangvoordelen inderdaad artikel 10 (dividenden), artikel 11 (interest) en artikel 13 van het OESO-modelverdrag (vervreemdingswinst) van toepassing zijn.[434] Deze artikelen bepalen dat dividenden, rente of vervreemdingswinsten in beginsel aan de woonstaat zijn toegewezen. De bronstaat heeft in geval van dividend een beperkt heffingsrecht van veelal 15%, zie artikel 10, tweede lid, van het OESO-modelverdrag. In geval van rente geldt een beperkt heffingsrecht van 10%, zie artikel 11, tweede lid van het OESO-modelverdrag. Voor capital gains geldt een dergelijk beperkt heffingsrecht op grond van artikel 13 OESO-modelverdrag niet, maar Nederland treft voor aandelen die een aanmerkelijk belang vormen (zie art. 13, lid 5, NSV) wel een aanmerkelijkbelangvoorbehoud voor geëmigreerde aanmerkelijkbelanghouders (van 5 tot 10 jaar en mogelijk na 2016 nog langer). Buiten die gevallen is het heffingsrecht toegewezen aan het woonland.

Onderscheid 'oude' en 'nieuwe' belastingverdragen
Mogelijk moet in de verdragstoepassing nog een onderscheid worden gemaakt tussen verdragen die tot stand gekomen zijn vóór inwerkingtreding van de lucratiefbelangwetgeving en verdragen die daarna tot stand zijn gekomen.

433 HR 5 september 2003, nr. 37 651, ECLI:NL:HR:AE8398, BNB 2003/379. Een soortgelijk arrest wees de Hoge Raad over fictieve rente, HR 18 juni 2004, nr. 39 385, ECLI:NL:HR:2004:AP1896, BNB 2004/314.
434 Dat is ook de conclusie van F.P.G. Pötgens en Hofland in WFR 2010/18.

Bij belastingverdragen die tot stand zijn gekomen nadat de Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen op 11 december 2008 door het parlement is aangenomen, kan gesteld worden dat de verdragspartners bekend zijn met deze Nederlandse wettelijke regeling en met het standpunt van de staatssecretaris dat de opbrengsten onder artikel 15 of artikel 16 van het OESO-modelverdrag vallen.

In dit verband is de uitspraak van de rechtbank Zeeland-West-Brabant van 24 augustus 2015, nr. AWB-13_2913, ECLI:NL:RBZWB:2015:5635, V-N 2015/55.3.2 van belang. De rechtbank oordeelt in deze uitspraak, met een verwijzing naar het hiervoor genoemde BNB 2003/379, dat fictief loon onder het verdrag met Polen niet kan worden belast, hoewel dit verdrag is ingevoerd ná de invoering van de fictief-/gebruikelijk-loonregeling in 1997. Volgens de rechtbank had Nederland bij de verdragsonderhandelingen Polen expliciet moeten informeren over de fictief-loonregeling. Omdat niet vaststaat dat dit is gebeurd, is de fictie van artikel 12a van de Wet LB 1964 in strijd met de goede verdragstrouw. De enkele omstandigheid dat een verdrag is ingevoerd na invoering van artikel 12a van de Wet LB 1964 is volgens de rechtbank onvoldoende. Zij verwijst hierbij naar HR 15 april 2011, nr. 10/00990, ECLI:NL:HR:2011:BN8728, BNB 2011/160 (inzake het opleggen van een conserverende aanslag over een pensioenaanspraak met het nieuwe verdrag met België).

In het arrest BNB 2011/60 oordeelt de Hoge Raad dat het opleggen van een conserverende aanslag over een pensioenaanspraak onder het nieuwe verdrag met België niet in strijd is met de goede verdragstrouw omdat Nederland onder omstandigheden als bronstaat ook heffingsbevoegd is. Vindt echter binnen de tien-jaarsperiode een besmette handeling plaats en blijkt dat Nederland op grond van het verdrag met België niet heffingsbevoegd is, dan levert dit op dat moment volgens de Hoge Raad strijd met de goede trouw van het verdrag op. Volgens de Hoge Raad kan daaraan niet afdoen dat:

> België ten tijde van de totstandkoming daarvan op de hoogte was van de (destijds: voorgenomen) regeling in artikel 3.83, eerste lid, van de Wet IB 2001. Evenmin kan daaraan afdoen dat het Verdrag van kracht is geworden na de inwerkingtreding van deze wettelijke regeling.

Conclusie verdragstoepassing lucratief belang

Op basis van voorgaande analyse kunnen we concluderen dat (afhankelijk van het soort voordeel dat uit het vermogensbestanddeel vloeit) op lucratiefbelangvoordelen inderdaad artikel 10 (dividenden), artikel 11 (interest) of artikel 13 van het OESO-modelverdrag (vervreemdingswinst) van toepassing is. Het standpunt van de staatssecretaris is, zoals in het vorige onderdeel besproken, helder: indien er sprake is van een dienstbetrekking, is het niet-zelfstandigearbeidartikel (art. 15 OESO-modelverdrag) dan wel het bestuurdersartikel (art. 16 OESO-modelverdrag) van toepassing.

Verdragstoepassing middellijk gehouden lucratieve belangen

Cornelisse[435] komt specifiek voor middellijke posities tot de conclusie dat in het geval van een middellijk gehouden lucratief belang het restartikel uit het verdrag van toepassing zal zijn op de middellijk ontvangen uitkering (art. 21 OESO-modelverdrag):

> In het door mij geschetste voorbeeld is sprake van een middellijk lucratief belang. In weerwil van de omstandigheid dat de voordelen (in de vorm van dividend dan wel een vermogenswinst- of verlies) civielrechtelijk worden genoten door de moedermaatschappij fingeert de Wet IB 2001 dat die voordelen worden genoten door de belastingplichtige. In verdragsrechtelijk opzicht kunnen zulke middellijke voordelen ten aanzien van de belastingplichtige niet onder het dividendartikel c.q. vermogenswinstenartikel worden gerangschikt maar naar hun aard slechts onder het zogenoemde restartikel. Een en ander impliceert dat – behoudens bijvoorbeeld in het geval het restartikel een zogenoemde subject to tax clausule bevat – de heffingsbevoegdheid over die voordelen uitsluitend aan de woonstaat wordt toegewezen.

435 R.P.C. Cornelisse, De moeizame symbiose tussen lucratief belang en aanmerkelijk belang bij emigratie en overlijden, WFR 2016/86.

> Dit impliceert dat – indien voorbijgegaan wordt aan de stellige uitlatingen van de medewetgever over de toepasselijkheid van het werknemersartikel dan wel bestuurdersartikel – als gevolg van de emigratie van de belastingplichtige met betrekking tot het middellijk gehouden lucratieve belang sprake zal zijn van het ophouden in Nederland resultaat uit overige werkzaamheden te genieten.

Cornelisse meent dat het dividendartikel, respectievelijk het vermogenswinstartikel niet van toepassing kan zijn in een situatie waarin de lucratiefbelangvoordelen in de vorm van dividenden, respectievelijk de vermogenswinsten niet direct maar via de houdster worden genoten.

In dergelijke indirecte posities wordt in de praktijk vaak gebruikgemaakt van de doorstootverplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001. De inkomsten uit de houdster worden dan genoten in de vorm van dividend. Hoe wordt deze uitkering van de houdster aan de aandeelhouder behandeld? Voor een middellijk gehouden lucratief belang geldt dat vrijwel steeds naast een lucratief belang sprake is van een aanmerkelijk belang. Op basis van nationaal recht kan eventueel aan de doorstootverplichting worden voldaan, waardoor er slechts geheven wordt volgens de regels van het aanmerkelijk belang. Dit geldt ook voor buitenlands belastingplichtigen. Dat houdt in dat indien naar nationaal recht voldaan wordt aan de doorstootverplichting, heffing volgens de regels van het lucratief belang achterwege blijft. Voor de doorstootverplichting is niet van doorslaggevend belang of Nederland zijn heffingsrecht die het in beginsel wel heeft op grond van de wet kan effectueren. Daarom geldt dat voor middellijk gehouden lucratieve belangen vrijwel steeds de toewijzingsregels voor het aanmerkelijk belang de doorslag geven. Daarvoor geldt dat naast de beperkte heffing die Nederland als bronland kan toepassen (veelal 15%) de woonstaat heffingsgerechtigd is, tenzij er in geval van vervreemdingsvoordelen sprake is van een aanmerkelijkbelangvoorbehoud.

9.8.5 Een aantal lucratiefbelangposities uitgewerkt onder een belastingverdrag

Er kan zich een veelvoud aan casus met internationale aspecten voordoen. Zo kan de manager wonen in Nederland of in het buitenland. Als er sprake is van een persoonlijke houdster, dan kan deze gevestigd zijn in Nederland of in het buitenland (waarbij dan nog een onderscheid kan worden gemaakt tussen het woonland van de manager of een derde land, bijvoorbeeld Luxemburg), en kunnen de lucratieve vermogensbestanddelen zien op een target of fonds dat al dan niet in Nederland is gevestigd (waarbij we er eenvoudshalve van uitgaan dat de werkzaamheden feitelijk worden verricht in het land waar het fonds dan wel de target is gevestigd). Ook kan er sprake zijn van emigrerende dan wel immigrerende natuurlijk personen. Gelet op de veelheid van situaties die zich in internationaal perspectief kunnen voordoen, beperken we ons hier tot enkele hoofdlijnen.

Onmiddellijk gehouden lucratief belang

Naar nationaal recht is sprake van een onmiddellijk, dus direct gehouden lucratief belang dat in de heffing wordt betrokken als resultaat uit overige werkzaamheden.

Een opbrengst uit een onmiddellijk gehouden lucratief belang zal vermoedelijk vallen onder artikel 10 (dividendartikel), artikelen 11 (interestartikel) of artikel 13 (vervreemdingswinsten) van het OESO-modelverdrag. In de memorie van antwoord Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen antwoordt de staatssecretaris op door het CDA gestelde vragen dat een dividenduitkering op een lucratief belang onder artikel 10, derde lid, van het OESO-modelverdrag zal vallen. Eerder in de wetsgeschiedenis geeft de staatssecretaris echter aan dat artikel 15 of 16 van het OESO-modelverdrag van toepassing is op rendementen die verband houden met lucratieve belangen. In 2011 heeft hij dit standpunt herhaald. Door het in de memorie van antwoord Wet belastingheffing excessieve beloningsbestanddelen gegeven antwoord dat op een dividenduitkering op lucratieve aandelen het dividendartikel van toepassing is, is onduidelijk hoe onder een verdrag met de kwalificatie van een onmiddellijk gehouden lucratief belang moet worden omgegaan, maar geeft wel aan welk standpunt de inspecteur inneemt.

Middellijk gehouden lucratief belang met Nederlandse houdster
Voor een middellijk gehouden lucratief belang in de vorm van lucratieve aandelen of een lucratieve vordering geldt dat naar Nederlandse maatstaven zowel sprake is van een aanmerkelijk belang als van een lucratief belang.

In de situatie dat sprake is van een niet in Nederland woonachtige manager met een persoonlijke houdster die in Nederland is gevestigd die de lucratiefbelangaandelen houdt, ontstaat het volgende beeld.

Naar nationaal recht is sprake van buitenlandse belastingplicht voor het lucratief belang op grond van artikel 7.2, tweede lid, letter c, van de Wet IB 2001 juncto lid 3, tweede volzin, van de Wet IB. Voor het aanmerkelijk belang is sprake van buitenlandse belastingplicht op grond van artikel 7.5, eerste lid, van de Wet IB 2001. Op grond van de nationale wet kan dus worden geheven. Op grond van de parlementaire geschiedenis kan worden geconcludeerd dat ook wanneer de manager in het buitenland woonachtig is, gebruik kan worden gemaakt van de doorstootverplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001.

Voor het van toepassing zijnde verdrag hangt het ervan af of artikel 15, artikel 10, artikel 11 of artikel 13 van het OESO-modelverdrag van toepassing is. Op grond van de laatstgenoemde bepalingen (artt. 10, 11 of 13 OESO-modelverdrag) zal veelal geen of een beperkt heffingsrecht aan Nederland toekomen. Op grond van het niet-zelfstandige arbeidartikel zou (een deel van) het heffingsrecht aan Nederland kunnen toekomen. Zoals we hiervoor hebben uiteengezet, hangt dit mede af van de civielrechtelijke vormgeving van de lucratiefbelanguitkering (dividend, rente, verkoopwinst op aandelen).

Middellijk gehouden lucratief belang met niet in Nederland gevestigde houdster
Naar nationaal recht is sprake van buitenlandse belastingplicht voor een niet in Nederland wonende manager die een binnenlands lucratief belang houdt op grond van artikel 7.2, tweede lid, letter c van de Wet IB 2001 juncto lid 3, tweede volzin van de Wet IB. Voor het aanmerkelijk belang is geen sprake van buitenlandse belastingplicht omdat artikel 7.5, eerste lid, van de Wet IB 2001 spreekt over een in Nederland gevestigde vennootschap.

Op grond van de parlementaire geschiedenis zou kunnen worden geconcludeerd dat ook wanneer de houdstervennootschap in het buitenland gevestigd is, gebruik kan worden gemaakt van de doorstoot-verplichting van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001. De betreffende passage is evenwel niet geheel duidelijk op dit punt. Als in Nederland in het geheel geen sprake is van belastingplicht voor het aanmerkelijk belang, komt men aan de toepassing van de doorstootverplichting niet toe. Er kan dan immers geen sprake zijn van inkomen uit aanmerkelijk belang zoals genoemd vijfde lid eist.

Omdat de manager dus geen gebruik kan maken van de doorstootverplichting, zijn de opbrengsten belast als resultaat uit overige werkzaamheden in box 1. Dan komt men aan verdragstoepassing toe en hangt het ervan af welk verdragsartikel van toepassing is. Vervreemdingsvoordelen van het middellijk gehouden lucratief belang zijn in de woonstaat van de manager belast, zodat Nederland de middellijke vervreemdings-voordelen niet in de heffing kan betrekken. Dit is wellicht alleen anders in het geval een nieuw verdrag is gesloten en dit nieuwe verdrag de heffing over de realisatie van een lucratief belang aan Nederland zou toewijzen (aanmerkelijkbelangvoorbehoud).

In de praktijk komt het ook voor dat een aantal managers elk een aanmerkelijk belang hebben in één houdstervennootschap, die de lucratieve aandelen in een andere vennootschap houdt. Zij hebben elk ook een middellijk lucratief belang. Een dergelijke houdstervennootschap kan in de praktijk in een ander land gevestigd zijn dan waar de managers zelf wonen. De verdragstoepassing verloopt in zo'n geval hetzelfde als voor een persoonlijke houdster.

Einde lucratief belang, phantom income
Het komt voor dat niet langer sprake is van een lucratief belang, omdat niet langer voldaan wordt aan de voorwaarden van een lucratief belang. Zo kan het zijn dat niet langer sprake is van lucratieve aandelen in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, van de Wet IB 2001, bijvoorbeeld als gevolg van een aandelen-inkoop. Als er in dat geval geen lucratief belang meer is, dan zal er moeten worden afgerekend terwijl er nog geen daadwerkelijke opbrengsten zijn gerealiseerd ('phantom income'). De vraag is dan of Nederland dit onder een verdrag in de heffing kan betrekken. Uit paragraaf 7 tot en met 9 van het OESO-commentaar op artikel 13 van het OESO-modelverdrag blijkt dat niet-gerealiseerde capital gains ook onder artikel 13 van het OESO-modelverdrag vallen. Dit betekent dat de vestigingsstaat van de persoonlijke houdster (vaak ook de woonplaats van de manager) deze niet-gerealiseerde capital gains mag belasten.

Nadat is afgerekend in box 1 omdat niet langer aan de dynamische toets is voldaan, verschuiven de lucratieve aandelen naar box 2 of box 3. Wordt er eventueel nog een aanmerkelijkbelangwinst geboekt, dan mag Nederland deze winst in de heffing betrekken als de manager in Nederland woonachtig is of bij een buitenlands belastingplichtige als sprake is van een aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap.

Kwalificatie van overige rechten onder een belastingverdrag
Als sprake is van een zelfstandig (vorderings)recht zullen de rendementen uit een 'ratchet' volgens de context van het OESO-modelverdrag onder het interestartikel vallen. Als de ratchet geen zelfstandig vorderingsrecht is, maar bijvoorbeeld via de statuten van de vennootschap zijn gekoppeld aan een aandelenpakket van de manager, vallen de opbrengsten uit een ratchet volgens de context van het desbetreffende verdrag onder het dividendartikel of vervreemdingswinstartikel.[436]

Inkomsten uit 'dilution shares' worden nationaalrechtelijk in de heffing betrokken op het moment dat dit voorwaardelijke recht op een waardestijging van aandelen onvoorwaardelijk is geworden. Dit onvoorwaardelijke recht op een waardestijging van aandelen valt gezien het OESO-commentaar onder artikel 13 van het OESO-modelverdrag. De daadwerkelijke realisatie van de waardestijging van de aandelen valt ook onder artikel 13 van het OESO-modelverdrag. Een recht op dilution shares zal in de praktijk geen los, zelfstandig recht zijn, omdat het recht zelf onlosmakelijk met de aandelen zal zijn verbonden. Omdat geen sprake is van een los, zelfstandig vermogensrecht is het interestartikel niet van toepassing. Inkomsten uit dilution shares zijn dus toegewezen aan de woonstaat van de manager.

Een deelname van een manager in een besloten cv of besloten FGR kan een lucratief belang zijn als sprake is van een overig recht. Dit recht kan, als het een zelfstandig vorderingsrecht is, onder het interestartikel vallen van het OESO-modelverdrag als ook onder artikel 13 van het OESO-modelverdrag.

Een deelname van een manager in een open cv of open FGR is fiscaalrechtelijk gezien een aandeel. De deelname van de manager in een open cv of open FGR kan een lucratief aandeel zijn in de zin van artikel 3.92b, tweede lid, onderdeel a, of b, van de Wet IB 2001. De betreffende deelname valt onder het vervreemdingswinst- of dividendartikel van het belastingverdrag.

436 Ervan uitgaande dat de ratchet niet als loon uit dienstbetrekking is aan te merken. Is dat wel het geval dan zijn de artikelen 15 en 16 OESO-modelverdrag van toepassing.

9.8.6 Partiële buitenlandse belastingplicht onder de 30%-regeling

In een enkel geval ontstaat er een samenloop tussen de 30%-regeling en het lucratief belang. Als een werknemer naar Nederland wordt uitgezonden en hij beschikt over een beschikking in het kader van de 30% regeling, kan hij jaarlijks opteren voor de zogenoemde partiële buitenlandse belastingplicht (art. 2.6 Wet IB 2001 en art. 11 Uitvoeringsbesluit inkomstenbelasting 2001).

Kiest hij hiervoor, dan is de werknemer naar nationaal belastingrecht slechts binnenlands belastingplichtig voor de inkomensbestanddelen van box 1. Voor box 2 en box 3 inkomensbestanddelen wordt hij als buitenlands belastingplichtig beschouwd. Dit betekent dat buitenlands vermogen (waaronder aandelen en vorderingen) buiten de heffing van inkomstenbelasting blijft. Indien wordt gekozen voor de partiële buitenlandse belastingplicht is de vraag wat voor gevolgen dit heeft voor middellijk gehouden lucratief-belangposities in een niet in Nederland gevestigde vennootschap. Er is dan geen sprake van een aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap. Dit zou tot de conclusie kunnen leiden dat de manager dan geen gebruik kan maken van de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001, omdat de opbrengsten uit de persoonlijke houdster geen winst uit aanmerkelijk belang kunnen zijn. De opbrengsten zouden dan zijn belast in box 1 als resultaat uit overige werkzaamheden. Dit heeft weer tot gevolg dat in de praktijk bij middellijk gehouden lucratieve belangen in feite niet van de partiële buitenlandse belasting-plicht gebruik kan worden gemaakt in het jaar van realisatie van dit lucratieve belang.

Gezien het antwoord van de staatssecretaris tijdens de parlementaire behandeling van een zaak over een buitenlands belastingplichtige en een niet in Nederland gevestigde vennootschap (zie casus 5 in onderdeel 9.8.3) lijkt het erop dat als de manager voor de partiële buitenlandse belastingplicht kiest, hij wel van de doorstootregeling gebruik kan maken. In de visie van de staatssecretaris is er dan wel een aanmerkelijk belang in een vennootschap aanwezig, alleen geen aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap. Omdat een dergelijk aanmerkelijk belang naar nationaal recht niet in de heffing kan worden betrokken, kan dit betekenen dat de keuze voor de partiële buitenlandse belastingplicht ertoe leidt dat het rendement van het lucratief belang niet in Nederland in de heffing van inkomstenbelasting kan worden betrokken.

9.9 Samenvatting

De in 2009 ingevoerde lucratiefbelangwetgeving is een reactie van de wetgever op carried-interest-problematiek, waarbij (doorgaans) aandelen met daaraan verbonden excessieve winstrechten, vaak binnen een korte tijd, werden doorverkocht met enorme winsten en adviseurs het standpunt innamen dat deze winsten in box 3 moeten worden aangegeven. De Belastingdienst was van mening dat een gedeelte van het rendement geen vergoeding was op (aandelen)kapitaal maar een vergoeding voor arbeid (box 1). De Belastingdienst nam daarom het standpunt in dat de uitkering van dergelijke excessieve winstrechten als loon in box 1 moet worden aangegeven, of dat de waarde van de carried-interestaandelen/-vorderingen hoger moet zijn dan het door de managers betaalde bedrag. Als compromis werd vaak overeengekomen dat aandelen met excessieve winstrechten in een persoonlijke houdster van de managers moeten worden ingebracht, zodat er een aanmerkelijkbelangclaim (box 2) resteerde op het excessieve rendement van de middellijk gehouden carried-interestaandelen.

Met ingang van 1 januari 2009 kunnen dergelijke aandelen in box 1 vallen als resultaat uit overige werkzaamheden als sprake is van een lucratief belang in de zin van artikel 3.92b van de Wet IB 2001. Deze lucratiefbelangwetgeving neemt niet weg dat op grond van de rangorderegeling altijd eerst beoordeeld moet worden of dergelijke vermogensbestanddelen (bijvoorbeeld aandelen) loon uit dienst-betrekking vormen op het moment van onvoorwaardelijke levering van de vermogensbestanddelen.

Hierna verlaten de vermogensbestanddelen de loonsfeer. Als dergelijke vermogensbestanddelen op het moment van verstrekken ook voldoen aan de definitie van een lucratief belang, komen zij daarna in de resultaatsfeer terecht.[437] Worden de aandelen vervolgens met winst verkocht, dan is deze winst belast als resultaat uit overige werkzaamheden in box 1. Het lucratief belang fungeert als een aanvullende heffing op loon uit dienstbetrekking. Blijkt dat achteraf gezien het gerealiseerde voordeel hoger is dan hetgeen bij het verstrekken in loonsfeer bij de waardering in de loonsfeer als loon in aanmerking is genomen, dan wordt er in de resultaatsfeer daarom aanvullend geheven.

Wil men een vermogensrecht of overig recht als een lucratief belang aanmerken, dan moet het rendement op dit recht zijn verstrekt met het oogmerk om de manager te bevoordelen voor werkzaamheden (art. 3.92b, lid 1, Wet IB 2001). Dit is een eenmalige toets (statische toets), aan te leggen op het moment van verstrekken. Daarnaast moet het recht lucratief zijn en blijven (dynamische toets). Er moet dus zowel aan de statische als dynamische toets worden voldaan. Als het recht niet langer aan de dynamische toets voldoet, moet er in box 1 worden afgerekend.

Volgens de systematiek van het lucratief belang moet vervolgens beoordeeld worden of de vermogensrechten (aandelen, vorderingen) voldoen aan artikel 3.92b, tweede of derde lid, van de Wet IB 2001. Voldoen ze hier niet aan, dan blijft uitsluitend het vierde lid, eerste tot en met vierde regel, van artikel 3.92b van de Wet IB 2001 als vangnetbepaling over. Voor overige rechten die geen aandelen zijn, moet altijd getoetst worden aan artikel 3.92b, vanaf vierde regel, van de Wet IB 2001. Voorbeelden van overige rechten zijn: ratchets, reversed ratchets en dilution shares.

Een lastig onderdeel van het lucratief belang is het beoordelen van een investering in een mix van verschillende gehouden vermogensbestanddelen. Een samenstel van verschillende vermogensbestanddelen (bijvoorbeeld een zogenoemde strip-investering in vorderingen en gewone aandelen) kan in zijn geheel een lucratief belang vormen als sprake is van voldoende samenhang. Dit geldt ook voor de overige rechten. Het hangt steeds van de feiten en omstandigheden van het geval af of er sprake is van voldoende samenhang.

Lucratieve belangen kunnen zowel onmiddellijk als middellijk worden gehouden. Soms bevindt zich het middellijk gehouden lucratief belang ergens verborgen in de structuur van de entiteit. Ook een managementovereenkomst met een grootaandeelhouder kan hierin een rol spelen. Immers: hoe lager de managementfee, hoe meer winst er overblijft voor gewone aandelen.

In de praktijk worden lucratieve belangen praktisch altijd middellijk gehouden vanwege artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001: als ten minste 95% van de voordelen van het middellijk gehouden lucratief belang als inkomen uit aanmerkelijk belang wordt genoten, wordt geen resultaat uit overige werkzaamheden in aanmerking genomen. Als voldaan is aan deze doorstootverplichting, worden indirect gehouden lucratieve belangen dus feitelijk slechts belast tegen een tarief van 25%.[438] Wordt niet of niet voldoende doorgestoten, dan rust er op het middellijk gehouden voordeel zowel een box 1-claim (resultaat uit overige werkzaamheden) als een box 2-claim.

Aangezien het rendement op een gehouden lucratief belang resultaat uit overige werkzaamheden vormt, is het winstregime grotendeels van overeenkomstige toepassing. Het jaarlijkse resultaat van het lucratief belang wordt bepaald volgens de regels van goed koopmansgebruik. Er gelden aanvullende regels die zijn neergelegd in artikel 3.95b van de Wet IB 2001.

437 Afgezien van art. 3.90, eerste lid, onderdeel c, Wet IB 2001 (voorkennis).
438 Ervan uitgaande dat de middellijk gehouden lucratieve aandelen een deelneming vormen voor de vennootschapsbelasting.

In echtscheidings- en overlijdenssituaties is toepassing van de lucratiefbelangregeling complex. In overlijdenssituaties ontstaat een knelpunt als een lucratief belang middellijk wordt gehouden. Er treedt dan qua timing een mismatch op tussen de aanmerkelijkbelang- en de lucratiefbelangheffing.

In verdragsverband is het niet geheel duidelijk onder welk verdragsartikel een lucratief belang valt. Volgens de staatssecretaris zou dit het arbeidsartikel (art. 15 of art. 16 OESO-modelverdrag) moeten zijn, of bij een dividenduitkering het dividendartikel van het OESO-modelverdrag. Een in het buitenland wonende en in Nederland werkende manager lijkt op het eerste gezicht niet te kunnen voldoen aan de doorstootregeling van artikel 3.95b, vijfde lid, van de Wet IB 2001 juncto artikel 7.5, eerste lid, van de Wet IB 2001, omdat in de praktijk geen sprake zal zijn van inkomen uit aanmerkelijk belang in een in Nederland gevestigde vennootschap. Hetzelfde geldt als de manager wel in Nederland woont, de 30%-regeling heeft en de keuze voor de partiële buitenlandse belastingplicht heeft gemaakt. Gezien de uitlatingen van de staatssecretaris in de parlementaire geschiedenis lijkt het er echter op dat er wel degelijk sprake is van winst uit aanmerkelijk belang, maar dan winst uit aanmerkelijk belang in een niet in Nederland gevestigde vennootschap.

10 Schenk- en erfbelasting

In dit hoofdstuk beogen we inzicht te geven in de gevolgen voor de schenk- en erfbelasting bij PE-structuren. Na het lezen van het hoofdstuk weet u op hoofdlijnen wat het schenkingsbegrip inhoudt en kunt u schenk- en erfaspecten onderkennen in PE-structuren.

10.1 Inleiding

In dit hoofdstuk behandelen we de gevolgen voor de Successiewet van PE-structuren.

De nadruk ligt daarbij op de gevolgen voor de schenkbelasting. Voor de erfbelasting is vooral relevant of het belang van de natuurlijke persoon in een PE-fonds kwalificeert voor de BOR-faciliteiten. De vraag of een PE-fonds een onderneming drijft komt in onderdeel 6.3 aan bod. In dit hoofdstuk behandelen we uitsluitend de specifieke voorwaarden die gelden voor de SW 1956.

10.2 Schenking

10.2.1 Eisen voor schenking – inleiding

Schenkbelasting wordt geheven over de waarde van hetgeen door schenking wordt verkregen van iemand die in Nederland woont. In artikel 7:175 van het BW is de schenking gedefinieerd als de overeenkomst om niet die ertoe strekt dat de ene partij ten koste van het eigen vermogen de andere partij verrijkt. Deze definitie ziet alleen op de 'echte' (formele) schenking. Een schenking kan echter ook in verkapte vorm aanwezig aan. Denk daarbij aan de situatie dat vader zijn aandelen tegen een te lage prijs verkoopt aan zijn kind. Hierop ziet het begrip 'gift' in artikel 7:186, tweede lid, van het BW: 'iedere handeling die ertoe strekt dat degene die de handeling verricht, een ander ten koste van het eigen vermogen verrijkt'.

Als er sprake is van een schenking in de zin van artikel 7:175 van het BW door iemand die (fictief) in Nederland woont, is de begiftigde daarover in Nederland schenk-belasting verschuldigd (tenzij een vrijstelling van toepassing is). Er hoeft geen nader onderzoek plaats te vinden naar de vraag of aan de voorwaarden voor een schenking is voldaan. Als vader de aandelen schenkt aan zijn kind, is dit in principe een belaste schenking. Er zal dan geen discussie plaatsvinden over de vraag of er een schenking is, wellicht wel over de hoogte van de schenking (waarderingsdiscussie) of over de toepasselijkheid van een vrijstelling (BOR of natuurlijke verbintenis).

Dit is anders bij de gift. Bij de gift moet uitdrukkelijk worden getoetst aan de voorwaarden van de schenking, te weten 1. de verarming, 2. de verrijking en 3. de bevoordelingsbedoeling. Hierna besteden we aandacht aan deze voorwaarden.

10.2.2 Verarming van de schenker

Of er sprake is van een verarming moet worden beoordeeld vanuit het vermogen van de schenker. Alleen als zijn vermogen afneemt, is er sprake van een verarming. Als de schenker arbeid verricht zonder dat hij daarvoor een vergoeding ontvangt (of voor een te lage vergoeding), kan er geen sprake zijn van een schenking. Hoewel kan worden betoogd dat er in economische zin wel degelijk sprake is van een verarming, de schenker had immers een vergoeding kunnen bedingen maar heeft dit nagelaten, hanteert de Hoge Raad een zuiver juridische maatstaf. In de ogen van de Hoge Raad kan iemand niet verarmen met iets dat nimmer tot zijn vermogen heeft behoord (HR 26 februari 1986, nr. 23 299, ECLI:NL:HR:1986:AC9248, BNB 1986/162). Als vader dus een huis bouwt op de grond van zijn kind, kan de schenking uitsluitend betrekking hebben op de materialen. De bespaarde arbeidskosten zijn niet belast.

Voorbeeld
Vader is manager bij een PE-fonds. Hij krijgt de mogelijkheid om aandelen te kopen in een target en plaatst deze aandelen in de target bij zijn (minderjarige) kinderen tegen de werkelijke waarde. Hij verricht vervolgens managementactiviteiten voor de target, waardoor de aandelen in waarde stijgen, maar waarvoor hij geen beloning ontvangt.

Voor de inkomstenbelasting ligt de stelling voor de hand dat er sprake is van een informele kapitaalstorting. Daarvoor zou eerst aangenomen moeten worden dat vader het loon of de managementvergoeding die hij had kunnen bedingen, schenkt aan zijn kind, waarna zijn kind het bedrag als informeel kapitaal in de vennootschap stort. Voor de sw 1956 is er echter geen sprake van een (belaste) schenking.[439] De arbeidsbeloning heeft nooit tot het vermogen van vader behoord, zodat hij met dit bedrag ook niet kan verarmen.[440] De discussie zou zich in deze casus nog kunnen toespitsen op de waarde van de aandelen. Deze zijn meer waard vanwege het feit dat vader in de toekomst zonder vergoeding arbeid gaat verrichten. Dit is echter een lastige discussie, omdat de arbeid van de vader niet afgedwongen kan worden. Er ligt immers geen management- of arbeidsovereenkomst aan ten grondslag.

Als het kind zelf een bv opricht waarmee het de aandelen in de target rechtstreeks van het fonds koopt, en vader gaat zonder vergoeding werkzaamheden verrichten voor de bv, geldt hetzelfde. De discussie over de waarde van de aandelen komt dan echter niet aan de orde.

Uit het bovenstaande blijkt dat het gratis ter beschikking stellen van arbeid niet kan leiden tot een schenking. Dit is anders als er een vermogensbestanddeel ter beschikking wordt gesteld zonder adequate vergoeding. In dat geval kan men wel aan een schenking toekomen. Hierbij kan men denken aan het ter beschikking stellen van een geldsom tegen een te lage rente. In dat geval zou men ook kunnen menen dat de geldverstrekker nimmer de beschikking heeft gehad over de hogere rente, zodat hij daarmee ook niet kan verarmen. Dat is echter onjuist. De schenker heeft een vordering in zijn vermogen. Deze vordering moet worden gewaardeerd. Als op de lening een onzakelijk lage rente wordt vergoed, dan is de vordering minder waard. Als er een verschil bestaat tussen de ter beschikking gestelde geldsom (de lening) en de waarde van de vordering (de contante waarde), dan is er sprake van een schenking.[441]

De vraag of de rente zakelijk is, is sterk feitelijk. Wel kan worden opgemerkt dat de hoogte van de rente moet worden beoordeeld vanuit de positie van de schuldeiser.[442] De maatstaf wordt gevormd door de rente die de schuldeiser in zakelijke verhoudingen van een derde had kunnen bedingen onder vergelijkbare omstandigheden. Dit betekent dus ook dat rekening moet worden gehouden met de zekerheid die de schuldenaar biedt, dus het risico dat de schuldeiser in dit specifieke geval loopt.

---

439 Omdat er geen sprake is van een schenking, lijkt ook de stelling dat er sprake is van een informele kapitaalstorting in de inkomstenbelasting weinig kansrijk. Dit zou alleen anders zijn als de Hoge Raad bereid zou zijn voor de inkomstenbelasting een ander schenkingsbegrip te hanteren dan voor de sw 1956 (en civielrechtelijk). Gelet op doel en strekking zou de Hoge Raad het schenkingsbegrip voor de inkomstenbelasting meer economisch kunnen inkleuren. Of de Hoge Raad dit zal doen, is koffiedik kijken. Hierover bestaat nog geen jurisprudentie.

440 Dit is anders als er wel een management- c.q. arbeidsovereenkomst was overeengekomen en vader ziet af van het vorderen van de beloning.

441 De omvang van de schenking wordt vervolgens bepaald aan de hand van de waarderingsregels van art. 21 jo. art. 5 t/m 10 UB SW 1956. Als de lening renteloos is of een lagere rente draagt dan 6% en direct opeisbaar is, dan komt de fictiebepaling van art. 15 aan de orde. In dat geval wordt de debiteur geacht jaarlijks 6% rente geschonken te hebben gekregen. Deze fictiebepaling is op grond van de tekst van de wet echter alleen van toepassing op geldleningen tussen natuurlijke personen. In de toelichting wordt echter opgemerkt dat de fictiebepaling ook aan bod komt indien de vennootschap van de ouder een onzakelijke (direct opeisbare) geldlening aan de vennootschap van een kind verstrekt of indien de ouder een onzakelijke (direct opeisbare) geldlening verstrekt aan de vennootschap van het kind. Vgl. Kamerstukken II 2008/09, 31 930, nr. 9, p. 43, NV. Zie ook P.G.H. Albert, NTFR 2010/237.

442 Ervan uitgaand dat de creditrente lager is dan de debetrente.

10.2.3 Verrijking van de begiftigde

De verarming van de schenker en de verrijking van de begiftigde zullen vaak communicerende vaten zijn. Dat hoeft echter niet het geval te zijn. In het hiervoor aangehaalde voorbeeld waarin de vader zonder vergoeding arbeid verricht voor de bv van het kind, verrijkt het kind met de waardestijging van de aandelen. De vader verarmt echter niet. Andersom kan zich ook de situatie voordoen dat de vader wel verarmt, maar het kind niet verrijkt. Het standaardvoorbeeld is de oom die zijn nichtje meeneemt op wereldreis en haar gedurende de gehele reis vrijhoudt. De oom verarmt, maar het nichtje verrijkt niet in vermogensrechtelijke zin. Haar vermogen stijgt niet.

Tot slot kan worden opgemerkt dat de verarming en de verrijking ook niet aan elkaar gelijk hoeven te zijn. Als vader de contracten afsluit en betaalt voor de verbouwing van het huis van de zoon, verarmt de vader met de kosten van de aannemer. De zoon verrijkt met de waardestijging van het huis. Omdat zowel aan het verarmings- als aan het verrijkingscriterium moet zijn voldaan, kan de schenking niet meer belopen dan het laagste bedrag. Als de kosten voor de aannemer € 50.000 bedragen terwijl de waarde van het huis maar stijgt met € 20.000, bedraagt de schenking € 20.000.[443]

Ook bij de kwijtschelding van een oninbare vordering doet zich deze discrepantie voor. Als vader een vordering heeft op het kind die oninbaar is geworden (omdat bijvoorbeeld de aandelen waarvoor de schuld is aangegaan sterk in waarde zijn gedaald), kan vader ervoor kiezen de vordering kwijt te schelden. Omdat de debiteur niet solvabel is, heeft de vordering bij vader een lage waarde. Bij het kind zit de schuld echter in het vermogen voor de nominale waarde. Als vader de vordering kwijtscheldt, verrijkt het kind met de volledige waarde van de schuld. De schenking is in dit geval echter beperkt tot de verarming van vader, hetgeen aanzienlijk minder zal zijn dan de nominale waarde.[444]

10.2.4 Vrijgevigheid

De schenking moet zijn verricht vanwege het voordeel. Het motief van de schenker – waarom hij de ander wil bevoordelen – doet niet ter zake. Dat de schenker handelt uit eigenbelang, is dus niet relevant. Het standaardvoorbeeld uit de jurisprudentie is de vrouw die bij de verdeling van een door echtscheiding ontbonden huwelijksgemeenschap, genoegen nam met veel minder dan de helft waarop ze recht had.[445] Hoewel de vrouw vanwege persoonlijke motieven – en dus eigenbelang – afzag van haar aandeel in de huwelijksgemeenschap, was er volgens de Hoge Raad toch sprake van vrijgevigheid. De bedoeling van de vrouw was immers gericht op de verrijking van de man. Waarom zij dit wilde, is voor het aannemen van een schenking niet van belang.

Uit de jurisprudentie kan worden afgeleid dat aan het vrijgevigheidscriterium is voldaan als de schenker de verrijking van de begiftigde heeft gewild.[446] Een bewuste bevoordeling is dus niet voldoende. De bevoordeling moet ook echt gericht zijn op de begiftigde. Als iemand in dringende geldnood, bij volledige kennis van zaken zijn huis verkoopt voor een te lage prijs, is er geen sprake van een schenking. De rechtshandeling is in dit voorbeeld niet gericht op de bevoordeling/verrijking van de koper.

---

443 Als de zoon zelf de aannemer had gecontracteerd en vader zou daarna de rekeningen betalen, is de uitwerking anders. Er bestaan dan geen discrepantie tussen het bedrag van de verarming en het bedrag van de verrijking. Vader verarmt met de kosten van de aannemer en de zoon verrijkt met ditzelfde bedrag. De schenking zou dan € 50.000 belopen. Vgl. H. Schuttevaer en J.W. Zwemmer, 1995, Schenking, pag. 19.

444 Over deze waarde kan uiteraard discussie ontstaan. De waarde zal ook nooit nihil zijn omdat er altijd een kans bestaat dat het kind de schuld in de toekomst terug zal kunnen betalen.

445 HR 15 juni 1994, nr. 28 840, ECLI:NL:HR:1994:ZC5687, BNB 1994/261.

446 HR 12 juli 2002, nr. 36 902, ECLI:NL:HR:2002:AD7272, BNB 2002/317.

In de literatuur wordt wel gesteld dat de aanwezigheid van vrijgevigheid ook uit de omstandigheden mag worden afgeleid, bijvoorbeeld uit de verhouding ouders-kinderen.[447] Deze stelling moet volgens ons worden genuanceerd. Een familierelatie kan een eerste aanwijzing zijn dat van een bevoordelingsbedoeling sprake is, maar dat is op zichzelf onvoldoende. In HR 12 juli 2002, nr. 36 902, ECLI:NL:HR:2002:AD7272, BNB 2002/317 verkocht de vennootschap van vader een deelneming voor een te lage waarde aan de vennootschap van het kind (de zogenoemde 'schenking onderlangs'). Het Hof oordeelde dat vader zich bewust moet zijn geweest van de bevoordeling omdat vader zich liet bijstaan door deskundigen. Deze deskundigen moeten zich hebben gerealiseerd dat de gehanteerde waarderingsmethode geen juiste maatstaf was voor de waarde in het economische verkeer van de aandelen. De Hoge Raad merkt op dat de *bewustheid tot bevoordeling* niet voldoende is, maar dat ook de *wil tot bevoordeling* aanwezig moet zijn. De vraag of de wil tot bevoordeling aanwezig was moet zelfstandig worden beoordeeld op grond van de omstandigheden, en kan niet louter worden afgeleid uit de bevoordelingsbewustheid van degene die bevoordeelt. Het verwijzingshof onderzoekt of vader ook de wil heeft gehad tot bevoordeling (HR 9 september 2005, nr. 40 215, ECLI:NL:HR:2005:AU2395, V-N 2005/48.30, r.o.6.5):

> Het Hof is tevens van oordeel dat belanghebbendes vader de bedoeling had om belanghebbende te bevoordelen. Dit leidt het Hof af uit de volgende omstandigheden. De koopovereenkomst werd op initiatief van de vader gesloten. De prijs kon in alle vrijheid tot stand komen en er was op geen enkele wijze sprake van enige druk die belanghebbendes vader ertoe dwong om met een lagere waarde dan de waarde in het economische verkeer genoegen te nemen. Dit leidt tot het oordeel dat de vermogensverschuiving zoals hiervoor vermeld, ook door belanghebbendes vader is gewild. Daarbij komt dat de wederpartij bij de koopovereenkomst geen willekeurige derde was, maar zijn zoon van 14 jaar, aan wie hij, blijkens uitlatingen in het controlerapport, de meerwaarden wilde doen toekomen.

10.2.5 Voorbeelden toetsing schenking

10.2.5.1 Cumprefstructuur

De verarming, verrijking en bevoordelingsbedoeling moet worden beoordeeld met inachtneming van alle omstandigheden van het geval. Een structuur die op het eerste oog zakelijk lijkt, kan hierdoor toch een schenkingselement bevatten. Andersom betekent bij een onzakelijke structuur niet automatisch dat er sprake is van een schenking.

> **Voorbeeld**
> Vader heeft alle aandelen in een bv. Zoon mag toetreden door middel van een cumprefstructuur. De zoon verkrijgt alle gewone aandelen. Vader houdt de cumprefs. De vergoeding voor de cum prefs bedraagt 7% en is gelijk aan de disconteringsfactor die is gebruikt voor de waardebepaling van de aandelen. Hierdoor heeft de zoon alleen recht op de winst als deze meer bedraagt dan 7% (overrendement). Dit lijkt zakelijk. Als men echter bedenkt dat de zoon feitelijk slechts € 18.000 inbrengt terwijl de waarde van de onderneming van vader € 20.000.000 is, wordt duidelijk dat het neerwaartse risico van de zoon zeer beperkt is. De vader loopt daarentegen nog steeds een groot risico. Als het bergafwaarts gaat met de onderneming, zullen zijn cumprefaandelen ook minder waard worden. Een bank zal onder dergelijke condities nimmer een lening verstrekken van € 20.000.000. Vader zal een dergelijke structuur ook vermoedelijk nimmer aangaan met een derde. De structuur is dus onzakelijk, in de zin van niet gebruikelijk in het verkeer met derden. Onzakelijkheid is een aanwijzing voor een schenking. Dit is echter niet voldoende. Daarvoor moet aan de drie hiervoor genoemde voorwaarden worden getoetst. Dat dit niet altijd tot hetzelfde resultaat leidt, blijkt uit het voorbeeld dat de vader gratis arbeid verricht voor de bv van het kind. Volstrekt onzakelijk, maar toch geen schenking omdat niet aan het verarmingscriterium is voldaan.

447 H. Schuttevaer en J.W. Zwemmer, 1995, Schenking, pag. 5.

In dit voorbeeld moet u dus toetsen aan de drie schenkingscriteria. Verarmt vader door de cumpref-structuur? Vader had aandelen in zijn vermogen met een waarde van € 20.000.000. Na het implementeren van de structuur heeft vader cumpref-aandelen. Als deze cumprefaandelen ook nog € 20.000.000 waard zijn, is vader niet verarmd. Dat de zoon wellicht wel is verrijkt (omdat hij nagenoeg geen neerwaarts maar wel een opwaarts risico heeft), doet er dan niet meer toe. Als vader wel verarmt en de zoon verrijkt omdat de waarde van de onderneming niet volledig zit verdisconteerd in de waarde van de cumprefaandelen, moet nog worden getoetst aan de bevoordelingsbedoeling. Omdat vader een dergelijke transactie in het algemeen niet met een derde zou aangaan, lijkt aan de bewustheid en de wil tot bevoordeling ook te zijn voldaan.

10.2.5.2 Schenking of loon?

In de literatuur is discussie ontstaan over de vraag of de schenking van de aandelen aan een werknemer moet worden gekwalificeerd als belast loon of als een schenking.[448] In de praktijk wordt wel het standpunt ingenomen dat bij de schenking aan een niet-familielid er sprake is van loon. Als de aandelenoverdracht plaatsvindt aan een werknemer/familielid zou er sprake zijn van een schenking. Zoals hiervoor aangegeven in onderdeel 10.2.4 bij 'vrijgevigheid', is dit standpunt naar onze mening in principe onjuist. Een familierelatie kan een aanwijzing zijn dat er sprake is van vrijgevigheid, maar niet meer dan dat. Andersom betekent de afwezigheid van een familierelatie ook niet dat er geen sprake zou zijn van vrijgevigheid. Per geval zou, los van de familierelatie, moeten worden beoordeeld of de schenking van de aandelen is gericht op de verrijking van de ander of dat de schenking is verricht ter compensatie van de arbeidsinspanningen van de ander. In dat laatste geval, zou (ook) sprake kunnen zijn van loon.

Een voorbeeld ter verduidelijking dat door Van der Storm is aangehaald in VP-bulletin 2014/26.[449]
De casus in dit artikel was als volgt:

> Directeur-grootaandeelhouder Jacob is van jongs af aan werkzaam geweest in het familiebedrijf dat ooit is gestart door zijn vader, bandenfabriek BV. Jacob werkt ondertussen al zo'n 50 jaar vol overgave in het bedrijf, maar begint ondertussen toch iets te oud te worden voor het werk. Hij besteedt steeds meer van de werkzaamheden uit, met name aan zijn betrouwbare werknemer Piet. Ook die werkt al van jongs af aan in het bedrijf. De zoon van Jacob heeft nooit interesse getoond in het bedrijf. Hij houdt wel van mooie auto's, maar daar houdt het voor hem toch echt op. Het is dan ook de wens van Jacob om zijn bedrijf over te dragen aan zijn werknemer Piet. Hiervan weet hij tenslotte zeker dat hij het bedrijf zal voortzetten in dezelfde geest als hijzelf en zijn vader voor hem. Maar Piet werkt al zijn hele leven in een bandenfabriek en heeft niet veel vermogen opgebouwd. Hij gaat naar de bank, maar ook die wil hem niet de benodigde financiering verstrekken voor de koop van de aandelen in bandenfabriek BV. Dit zet Jacob voor een dilemma. Hij vindt geen andere, aan zijn wensen tegemoetkomende, partij om het bedrijf over te nemen en de bandenfabriek opdoeken, dat wil hij natuurlijk niet. Daarom besluit Jacob zijn aandelen aan Piet te verkopen voor een te lage prijs: hij schenkt deels de aandelen.

Als aan deze casus wordt getoetst aan de schenkingscriteria, ontstaat het volgende beeld. Dat sprake is van een verarming en verrijking staat buiten kijf. De vraag die hier centraal staat is of de dga de verrijking van de werknemer heeft gewild. Naar onze mening is dat het geval.[450] In de casus verkoopt de dga zijn aandelen immers niet aan een willekeurige derde wegens geldnood of tijdsgebrek. Hij verkoopt de aandelen aan deze specifieke werknemer omdat hij meent dat de werknemer een geschikte opvolger is. Vervolgens is hij zich bewust van de bevoordeling en heeft hij deze ook gewild. Dat de reden van de bevoordeling is gelegen in het feit dat de werknemer de financiering niet rond kreeg, betreft de oorzaak/ het motief van de schenking.

448 M.J. Hoogeveen, 'Schenken van aanmerkelijkbelangaandelen aan werknemers', WFR 2016/250.
449 P. van der Storm, 'Double or nothing? Het lot van de bevoordeelde werknemer', VP-bulletin 2014/26.
450 Vgl. ook het verwijzingshof bij HR 9 september 2005, nr. 40 215, ECLI:NL:HR:2005:AU2395, V-N 2005/48.30, r.o.6.5.

Zoals we in onderdeel 10.2.4 hebben aangegeven, is het motief van de bevoordeling echter niet van belang. In deze casus is dus sprake van een schenking. Naar onze mening wordt in deze casus niet toegekomen aan de loonsfeer, omdat de aandelen niet worden overgedragen tegen een te lage waarde vanwege de verrichte of nog te verrichten arbeid. Dat is ook juist, omdat in deze casus niet de bv de aandeelhouder wilde bevoordelen maar de dga. In dat geval kan alleen nog aan loon worden toegekomen als er sprake is van 'loon van derden'.[451]

Aan de loonsfeer wordt alleen toegekomen als de bevoordeling is gelegen in de waardering voor de verrichte arbeid. De vraag of daarvan sprake is, moet worden beantwoord aan de hand van alle relevante feiten en omstandigheden. De familierelatie speelt daarbij een (zeer) ondergeschikte rol. In de gewone 'bedrijfsopvolgingssituaties' is naar onze mening de hoofdregel dat de dga de werknemer heeft willen bevoordelen. Doorslaggevend daarbij is dat het voordeel ook ten laste komt van het privévermogen van de dga. Alleen in bijzondere omstandigheden wordt toegekomen aan de loonsfeer.[452]

Naar onze mening moet ook een onderscheid worden gemaakt tussen de schenking van alle aandelen aan de werknemer, zoals in het hiervoor aangehaalde voorbeeld, en de schenking van een kleiner aandelenpakket. Dit laatste zal veelal aan de orde zijn bij de (ook bij de PE-structuren) gebruikelijke aandelengerelateerde beloningen. In onderdeel 8.4.4 hebben we hierover opgemerkt: 'Kenmerken van aandelengerelateerde beloningen zijn dat de beloningen variabel zijn en gericht op beloning op de langere termijn, te realiseren door de waardestijging van de aandelen of andere vermogensrechten.' Het verschil met de schenking van alle aandelen aan de werknemer is dat deze schenking niet gericht kan zijn op beloning op de langere termijn. De werknemer heeft door de schenking van de aandelen de beloning immers al ontvangen. Aan de loonsfeer zou dan alleen toegekomen worden als de geschonken aandelen een compensatie zijn voor in het verleden verrichte arbeid. Dit zal veelal niet aan de orde zijn. Als echter slechts een deel van het aandelenpakket wordt geschonken, kan de schenking ook zijn oorzaak vinden in de beloning van de toekomstige arbeid. Volgens ons zal dan eerder aan de loonsfeer (en lucratief-belangsfeer) worden toegekomen.

Omdat voor een schenking vrijgevigheid is vereist, terwijl voor de loonsfeer is vereist dat de schenking van de aandelen wordt gedaan ter beloning van de verrichte of nog te verrichten arbeid, lijkt van een samenloop tussen de schenk- en loonbelasting geen sprake te kunnen zijn. Dit is echter niet zeker. Ook zogenoemde 'remuneratoire' schenkingen zijn (belaste) schenkingen. Een remuneratoire schenking ziet op de situatie dat de gever degene die belangeloos een dienst heeft verricht wil belonen (voor zijn prijzenswaardige gedrag). De vraag is of in de loonsfeer wel sprake kan zijn van remuneratoire schenkingen omdat de oorzaak van de betaling ligt in de zakelijke sfeer. De werknemer opereert niet belangeloos en ook de schenker heeft een zakelijke reden voor de schenking. Mocht echter toch sprake kunnen zijn van samenloop, dan voorziet artikel 33, eerste lid, ten 9e van de SW 1956 in een vrijstelling voor de schenkbelasting.

Hoewel het nog onduidelijk is of tegelijkertijd sprake kan zijn van een belaste schenking en loon, is wel duidelijk dat volgtijdelijk sprake kan zijn van een belast voordeel in de loonsfeer en een belaste schenking. Dit blijkt uit het voorbeeld in onderdeel 10.2.5.3.

451 Vlg. E. Alink, Schenking aan werknemer: loon of toch niet?, VP-bulletin 2014/50.
452 Anders W. Burgerhart en D.H. Hoeve, Doorschuiven ab-claim bij giften aan werknemers, *NTFR* 2012/2778.

10.2.5.3 *Schenking aandelen aan (minderjarige) kinderen*

Voorbeeld

Vader is manager van een PE-huis. Op enig moment wordt vader in staat gesteld om 100 aandelen te verwerven in de portfolio-onderneming. Deze aandelen vormen geen aanmerkelijk belang. De waarde in het economische verkeer van de aandelen is 120, maar vader mag de aandelen kopen voor 100. Vader koopt ze voor 100 en 1) schenkt deze aan zijn minderjarige kinderen of 2) verkoopt ze aan de minderjarige kinderen voor 100.

In dit voorbeeld geniet vader eerst een voordeel in de loonsfeer van 20. Vervolgens schenkt vader aandelen met een waarde van 120 aan zijn minderjarige kinderen. Dat is een schenking waarover de kinderen in principe schenkbelasting moeten betalen. Als vader de aandelen niet schenkt maar verkoopt voor 100, is er eveneens sprake van een schenking van 20. Vervolgens stijgen deze aandelen in waarde, mede door de arbeidsinspanningen van vader, naar 1000. De waardestijging van 120 naar 1000 is niet belast voor de schenkbelasting (zie onderdeel 10.2.2).

Als vader de aandelen verkoopt voor 100 en de kinderen dit bedrag schuldig blijven aan vader, kunnen aan deze schuldigerkenning ook schenkaspecten kleven. De kinderen moeten over hun schuld aan vader een zakelijke rente betalen. Als zij geen zakelijke rente zijn verschuldigd, kan er sprake zijn van een schenking bij het verstrekken van de lening. Als de lening direct opeisbaar en renteloos is, dan moeten de kinderen jaarlijks schenkbelasting betalen over een fictieve rente van 6% (art. 15 SW 1956). Als de lening niet direct opeisbaar is maar wel een onzakelijke rente kent, is bij het verstrekken van de lening sprake van een schenking die wordt berekend aan de hand van de artikelen 5 t/m 10 van het Uitvoeringsbesluit SW. Als wel een zakelijke rente is overeengekomen, maar deze feitelijk niet door de kinderen wordt betaald dan wel door vader jaarlijks wordt kwijtgescholden, dan is er sprake van een jaarlijkse schenking van vader aan de kinderen ter grootte van de kwijtgescholden rente.

10.2.5.4 *Herroepelijke schenking*

Sinds 1 januari 2003 kent het BW de mogelijkheid om een schenking herroepelijk te maken. Dit betekent dat de schenker bij de schenking kan aangeven onder welke voorwaarden het geschonkene terugkeert naar zijn vermogen.[453] Daarbij kan men denken aan de situatie dat het kind trouwt zonder huwelijkse voorwaarden te maken, verslaafd raakt, failliet gaat etc. In het meest extreme geval geeft de schenker geen omstandigheid aan waaronder de schenking kan worden herroepen, maar keert het geschonkene terug zodra de schenker dit aangeeft. De voorwaarde is in dit geval helemaal afhankelijk van de wil van de schenker (een zuiver 'potestatieve' voorwaarde). Hoewel dit herroepingsrecht heel ver gaat, komt dit in de praktijk toch vaak voor. Het herroepingsrecht kan betrekking hebben op het geschonkene met of zonder de daaruit genoten vruchten.

Als er sprake is van een herroepelijke schenking, komt de schenking wel tot stand maar wordt de schenkbelasting gerestitueerd zodra de ontbindende voorwaarde wordt vervuld.[454] Daarbij geldt wel dat de schenkbelasting die is toe te rekenen aan de vruchten die de begiftigde heeft genoten (en die hij niet hoeft terug te geven), niet wordt gerestitueerd (art. 53, lid 4, SW 1956).

---

453 Civielrechtelijk kan de herroeping goederenrechtelijke werking hebben of obligatoire werking. In het eerste geval keert het geschonkene door het in vervulling gaan van de herroepingsvoorwaarde van rechtswege terug in het vermogen van de schenker. In het tweede geval ontstaat bij het in vervulling gaan van de herroepingsvoorwaarde een terugleveringsverplichting voor de begiftigde aan de schenker. Dit is de hoofdregel. De schenker kan echter ook bepalen dat het herroepingsrecht slechts obligatoire werking heeft. In dat geval ontstaat bij het in vervulling gaan van de herroepingsvoorwaarde een terugleveringsverplichting voor de begiftigde aan de schenker.

454 Dit geldt, naar algemeen wordt aangenomen, ook als er sprake is van een ongeclausuleerd herroepingsrecht. Zie anders J.B. Vegter, 'Het civielrechtelijke kader van de herroepelijke schenking', WPNR 2008/6744.

De herroepelijke schenking kan vanuit fiscaal oogpunt zeer aantrekkelijk zijn. Dat blijkt uit onderstaand voorbeeld.

Voorbeeld

Stel dat vader manager is van een PE-huis. Hij kan aandelen verwerven voor 100. Hij koopt de aandelen en schenkt deze onmiddellijk aan zijn minderjarige kind. Aan de schenking is een ongeclausuleerd herroepingsrecht verbonden. Het kind is dan schenkbelasting verschuldigd over 100 (minus de vrijstelling). Als het goed gaat en de waarde van de aandelen stijgt naar 1000, zit deze waardestijging bij het kind en is zij dus niet meer belast met schenkbelasting. Mochten de aandelen echter onverhoopt niets meer waard blijken te zijn, dan kan vader de schenking herroepen en wordt de schenkbelasting gerestitueerd. Deze route kan bij iedere volgende participatie opnieuw worden gekozen.[455] Als het goed gaat, realiseert vader een (goeddeels) onbelaste vermogensoverdracht. Als het slecht gaat, is er per saldo geen schenkbelasting verschuldigd.[456]

10.2.5.5 Aandeelhoudersrelaties

Transacties tussen de aandeelhouder en 'zijn' bv worden in beginsel geregeerd door de IH. Als een dga een pand voor een te lage prijs verkoopt aan zijn bv, is er sprake van een informele kapitaalstorting. Van een schenking is geen sprake, omdat de dga door deze transactie niet verarmt. Het vermogen neemt enerzijds af met de waarde van het pand, maar anderzijds toe door de waardestijging van zijn aandelen. Als de bv een voordeel verstrekt aan zijn dga, in de vorm van (verkapt) dividend, is evenmin sprake van een schenking. De dga verrijkt niet en bovendien is het dividend een vergoeding voor ter beschikking gesteld kapitaal. De dividenduitkering geschiedt dus niet uit vrijgevigheid. Dit is anders als er meerdere aandeelhouders zijn. In dat geval kan een informele kapitaalstorting door een van de aandeelhouders, wel een schenking zijn aan de overige aandeelhouders. De dga die de informele kapitaalstorting doet verarmt en de overige aandeelhouders verrijken met de waardestijging van hun aandelen (tenzij er sprake is van letteraandelen).

Een andere situatie is die waarin de bv zelf een schenking verricht. In dat geval moet worden beoordeeld of de schenking moet worden toegerekend aan de bv of aan het beslissingsbevoegde orgaan (veelal de algemene vergadering van aandeelhouders, de dga). Als de schenking haar oorzaak vindt in de relatie aandeelhouder-begiftigde is eerst sprake van een verkapte dividenduitdeling en daarna van een schenking tussen twee natuurlijke personen. Zie voor een voorbeeld uit de jurisprudentie Hof Arnhem 9 juli 1976, nr. 868/1974, ECLI:NL:GHARN:1976:AX3221, BNB 1978/35. In dat geval had de nv van de oom een woonhuis tegen een te lage prijs verkocht aan de neef. Het verschil van fl. 10.000 merkten de inspecteur en het Hof aan als een schenking door de nv aan de neef. Het Gerechtshof overweegt echter:

> B heeft om hem moverende redenen bedoeld zijn neef Y te bevoordelen en heeft de NV in zijn hoedanigheid van hetzij directeur, hetzij aandeelhouder genoopt die bedoeling te verwerkelijken. Dit houdt in dat de NV niet heeft gehandeld o.g.v. een in het kader van haar eigen beleid opgekomen wens om Y te bevoordelen. Een dergelijke vermogensafstand kan voor de NV een onttrekking t.b.v. een aandeelhouder of een beloning voor haar directeur vormen, doch is niet aan te merken als een bevoordeling uit vrijgevigheid in de zin van art. 1, lid 2, Successiewet '56.

455 Zie ook I.J.F.A. van Vijfeijken, De fiscale behandeling van de herroepelijke schenking, WPNR 2008/6744, pagina 173-186. Schrijver stelt dat op basis van de feiten beoordeeld moet worden of het de bedoeling was de aandelen te schenken of slechts een onbelaste waardestijging. Bij een repeterend patroon waarbij blijkt dat het enkel om een onbelaste waardestijging ging, zou de inspecteur kunnen ingrijpen.

456 Overigens kan hier ook wel het – ook in de literatuur verdedigde – standpunt verdedigd worden dat de teruglevering op grond van het herroepingsrecht, een belaste vervreemding is in de zin van de aanmerkelijkbelangregeling.

Dit is anders als de bv een 'niet-commerciële' gift doet, die niet als dividend kan worden beschouwd. Zie Hof Den Haag 1 juli 1969, nr. 52/1969, ECLI:NL:GHSGR:1969:AX5216, BNB 1970/194. In dat geval neemt het orgaan als zodanig de beslissing om te schenken en niet de aandeelhouder. De schenking kan dan wel aan de rechtspersoon worden toegerekend.

A-G Groeneveld vat het mooi samen in zijn conclusie bij HR 12 juli 2002, nr. 36 902, ECLI:NL:HR:2002:AD7272, BNB 2002/317:

> Bepalend voor bedoelde toerekening van vrijgevigheid is of het beslissingsbevoegde orgaan handelt met het oog op de belangen van de rechtspersoon, dan wel met het oog op de persoonlijke belangen van het orgaan. Ingeval het orgaan vrijgevig handelt met het oog op de belangen van de rechtspersoon, dient de vrijgevigheid van het orgaan aan de rechtspersoon te worden toegerekend en kan sprake zijn van een schenking door de rechtspersoon. Indien echter de private belangen van bijvoorbeeld haar bestuurder(s) vooropstaan, kan van toerekening van vrijgevigheid aan de rechtspersoon geen sprake zijn.

10.3 BOR-faciliteiten

Als aandelen in een actieve (niet-beleggings)vennootschap worden geschonken of vererfd, kan onder bepaalde voorwaarden gebruik worden gemaakt van de vrijstellingsfaciliteiten in de SW 1956. Op de vraag of een PE-fonds kwalificeert als een actieve onderneming, wordt ingegaan in onderdeel 6.3.

Als de vennootschap waarin wordt geparticipeerd een actieve onderneming drijft en de aandelen worden geschonken of vererfd, dan kan de verkrijger onder voorwaarden een beroep doen op de vrijstelling van artikel 35b van de SW 1956. Deze faciliteit houdt in dat het verschil tussen de liquidatiewaarde en de goingconcern-waarde volledig wordt vrijgesteld. Dit geldt ook voor zover de totale waarde van de objectieve onderneming niet meer bedraagt dan € 1.063.479 (bedrag 2017). Voor zover de waarde van de verkrijging die is toe te rekenen aan de objectieve onderneming meer bedraagt dan dit bedrag, beloopt de vrijstelling 83%. De vrijstelling heeft alleen betrekking op het ondernemingsvermogen. Over het (in de bv aanwezige) beleggingsvermogen moet gewoon worden afgerekend (met uitzondering van het beleggingsvermogen tot maximaal 5% van het ondernemingsvermogen).

De voorwaarden waaraan moet zijn voldaan, zijn kort gezegd de volgende:
- De aandelen moeten behoren tot een aanmerkelijk belang (m.u.v. art. 4.10 Wet IB 2001). Een soort-aanmerkelijk belang (art. 4.7 Wet IB 2001) kwalificeert ook. Preferente aandelen kwalificeren slechts onder bijzondere voorwaarden (art. 35c, lid 4, SW 1956).
- De erflater respectievelijk schenker had de aandelen (en de bv dreef de onderneming) gedurende één respectievelijk vijf jaar voor het overlijden of de schenking (art. 35d SW 1956).
- De verkrijger van de aandelen moet voldoen aan het voortzettingsvereiste. Dit houdt in dat hij gedurende vijf jaar de aandelen moet houden en de bv de actieve onderneming moet drijven (art.35e SW 1956).

Als sprake is van een houdsterstructuur, worden de bezittingen van de dochtervennootschap onder bepaalde voorwaarden toegerekend aan de houdstervennootschap.

De voorwaarden om in aanmerking te komen voor deze regeling zijn nagenoeg gelijk aan de voorwaarden die gelden voor de doorschuifregeling in de aanmerkelijkbelangsfeer. Zie onderdeel 8.4.6. Er zijn echter twee opvallende verschillen. De eerste is dat voor de sw 1956 geen werknemerseis wordt gesteld, zoals wel het geval is voor de schenking van aanmerkelijkbelangaandelen in de inkomstenbelasting (art. 4.17c, lid 1, letter d, Wet IB 2001).[457] Ten tweede is voor de sw 1956 goedgekeurd dat ook een schenking onderlangs, waarbij de houdster de aandelen in de dochtervennootschap verkoopt, kwalificeert. In dat geval keert de houdster verkapt dividend uit aan de aandeelhouder, waarover 25% inkomstenbelasting is verschuldigd. De aandeelhouder schenkt dit bedrag aan de begiftigde. Op deze schenking kan onder bepaalde voorwaarden de vrijstelling van artikel 35b van de sw 1956 e.v. worden toegepast (zie onderdeel 3.8 van het Besluit Bedrijfsopvolgingsregeling).[458]

10.4 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn we ingegaan op de voorwaarden van de schenking, te weten de verarming, de verrijking en de bevoordelingsbedoeling. Vervolgens zijn we aan de hand van een aantal voorbeelden ingegaan op enkele veelvoorkomende situaties in relatie tot private equity.

Met name in het geval van ouder-kind situaties moet men bedacht te zijn op mogelijke schenkaspecten. In het geval een deel van de carriedaandelen geplaatst wordt bij het kind van de manager, kunnen zich schenkaspecten voordoen. Steeds moet getoetst worden of aan alle voorwaarden van de schenking is voldaan. Uit de voorbeelden wordt duidelijk, dat er in sommige gevallen wel sprake is van een economische bevoordeling van het kind, maar dat toch niet aan alle aspecten voor een belastbare schenking is voldaan.

Ook wordt duidelijk dat er een sterke samenhang is tussen de LH/IH en de S&E. In sommige gevallen moet beoordeeld worden of sprake is van loon dan wel van een schenking. Bij transacties tussen de dga en de bv kunnen zich eveneens schenk-aspecten voordoen. Verder moet men bedacht zijn op situaties die zich kunnen voordoen rondom de herroepelijke schenking. Een belangrijk thema bij S&E is de toepassing van de BOR. In dat kader komt in relatie tot PE de vraag op of een PE-fonds een onderneming drijft.

457 In plaats daarvan kent de Successiewet een bezitstermijn en een voortzettingsvereiste.

458 Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 4 april 2011, BLKB2011/68M, onderdeel 3.8, laatstelijk gewijzigd bij besluit van 16 november 2015, BLKB2015/1346M, Stcrt. 2015, 41921.

Terug naar inhoud

11 Omzetbelasting

Doel van dit hoofdstuk is inzicht te geven in de omzetbelastingaspecten bij PE-structuren. Na het lezen van het hoofdstuk weet u langs welke lijnen het ondernemerschap binnen PE-structuren moet worden beoordeeld. Ook bent u op hoofdlijnen op de hoogte van het recht op aftrek van btw binnen PE-structuren.

11.1 Inleiding

In dit hoofdstuk komt in hoofdlijnen de btw-heffing aan de orde ten aanzien van private equity. Zwaartepunt is de kwalificatie voor de btw van de activiteiten die de verschillende actoren in een PE-structuur uitoefenen. Daarbij schenken we eerst aandacht aan de beoordeling van het ondernemerschap, en vervolgens aan de aftrekproblematiek.

Bij de structurering van een PE-fonds vormt de btw een kostenpost als sprake is van een aftrekbeperking. Ze beïnvloedt daarmee het rendement.

11.2 Belastingplicht / ondernemerschap btw

11.2.1 Inleiding

In dit onderdeel staat de beoordeling van het ondernemerschap voor de btw centraal voor een drietal betrokkenen bij een PE-structuur: de investeerders, het PE-fonds en de participatiemaatschappij. De behandeling blijft hier beperkt tot de grondvorm. Bedenk dat PE-structuren van geval tot geval kunnen verschillen, met mogelijk als gevolg een andere btw-kwalificatie.

11.2.2 Investeerders

De belegging in private equity leidt als zodanig niet tot ondernemerschap. Volgens vaste jurisprudentie is de verwerving, het bezit en het houden van een (financiële) deelneming als zodanig geen exploitatie van een zaak om duurzaam opbrengst uit te verkrijgen. De opbrengst van een deelneming, het dividend, vloeit voort uit de loutere eigendom van de deelneming en vormt geen vergoeding voor een prestatie. Omdat het geen economische activiteit betreft, is er geen sprake van btw-heffing. Als de deelneming wordt gehouden door een ondernemer, moet nog wel worden getoetst of deze onderdeel uitmaakt van de economische activiteit van die onderneming (bijvoorbeeld als zogenoemd verlengstuk).

11.2.3 PE-fonds

In een PE-fonds wordt het vermogen afgezonderd dat door investeerders is verschaft. Het PE-fonds moet worden beoordeeld op ondernemerschap, en op de kwalificatie als gemeenschappelijk beleggingsfonds.[459] In veel gevallen zullen beide zaken samenvallen, maar dat kan niet als vaststaand gegeven worden aangenomen. Als er geen belastbare prestaties zijn te onderkennen bij het fonds, kan er discussie ontstaan rond het ondernemerschap. Daarbij moet echter bedacht worden dat het Hof van Justitie van de Europese Unie (HvJEU) zich meermaals heeft uitgelaten[460] over het ondernemerschap van een gemeenschappelijk beleggingsfonds. Hoewel een PE-fonds op onderdelen sterke gelijkenis vertoont met een gemeenschappelijk beleggingsfonds, zijn er ook kenmerkende verschillen.

459 Daarbij moeten met name de criteria in acht worden genomen die het HvJ EU in het arrest van 9 december 2015, nr. C-595/13, ECLI:EU:C:2015:801, BNB 2016/45 (fiscale eenheid X NV) heeft geformuleerd. Daarbij lijkt het bijzonder overheidstoezicht van doorslaggevend belang.

460 HvJ EU 21 oktober 2004, nr. C-8/03, ECLI:NL:XX:2004:AV3413, V-N 2004/61.10 (BBL).

In elk geval moeten de volgende vragen worden beantwoord:
1 Verricht het fonds belastbare prestaties aan de investeerders?
2 Verricht het fonds belastbare prestaties aan de deelnemingen?
3 Kwalificeert het vermogen in het fonds als collectief vermogen?
4 Kwalificeert de aandelenverkoop bij de exit als economische activiteit?

Ad. 1
De inbreng van kapitaal in het fonds door de investeerder zal op zichzelf niet kwalificeren als een vergoeding voor een door het fonds te verrichten prestatie aan de investeerder. Dat kan echter anders zijn als het fonds daarnaast andere kosten in rekening brengt aan de investeerder. Daarbij moet worden vastgesteld of sprake is van een rechtstreeks verband met een aanwijsbare belaste dan wel vrijgestelde prestatie.

Ad. 2
Voor het vaststellen van het ondernemerschap is het van belang dat eventuele diensten aan de deelnemingen in kaart worden gebracht. Daarbij moet op de eerste plaats, met inachtneming van de contractuele verhoudingen, worden bepaald wie in een PE-structuur de dienstverrichter is en wie de afnemer. Daarnaast is het zaak om het rechtstreeks verband tussen vergoedingen die daarbij in rekening worden gebracht en de desbetreffende prestatie (bijvoorbeeld managementactiviteiten of vermogensbeheer) vast te stellen. Mogelijk zijn er ook nog prestaties om niet te onderkennen waardoor er een niet-economische activiteit ontstaat binnen het fonds.

Als een PE-fonds kosten doorbelast, betekent dat niet noodzakelijkerwijs dat daaraan een prestatie ten grondslag ligt die onder de werkingssfeer van de btw valt. Van geval tot geval zal moeten worden beoordeeld of er sprake is van een rechtstreekse rechtsbetrekking waarbinnen prestaties worden uitgewisseld en waarbij de betaalde vergoeding de werkelijke tegenwaarde vormt voor de prestatie. Voor een PE-fonds kan er een zekere aantrekkingskracht uitgaan van het situeren van belaste omzet binnen het fonds met het oog op het aftrekrecht. Met het oog op dit risico moeten doorbelastingen dus getoetst worden op realiteitsgehalte met zo nodig raadpleging van de contractuele verhoudingen.

Ad. 3
Gemeenschappelijke beleggingsfondsen zijn volgens het HvJEU in elk geval instellingen voor collectieve belegging in effecten in de zin van de ICBE-richtlijn.[461] Daaronder wordt blijkens artikel 1, tweede lid, van de ICBE-richtlijn verstaan: 'instellingen waarvan het uitsluitende doel is de collectieve belegging in effecten ('en/of in andere liquide financiële activa') van uit het publiek aangetrokken kapitaal'. Een PE-fonds is geen instelling voor collectieve belegging in de zin van de ICBE-richtlijn, maar wel een zogenoemde alternatieve beleggingsinstelling (abi) in de zin van de AIFM-richtlijn. Beleggingsfondsen die niet onder ICBE-richtlijn vallen, kunnen volgens het HvJEU toch als gemeenschappelijk beleggingsfonds worden aangemerkt als deze zodanig vergelijkbaar zijn met deze instellingen dat zij ermee concurreren.[462] Zo oordeelde het HvJEU[463] dat vennootschappen als gemeenschappelijke beleggingsfondsen kwalificeren als in die vennootschappen kapitaal is samengevoegd door meer dan één belegger die het risico in verband met het beheer van de daarin bijeengebrachte activa draagt, met het oog op de aankoop, het bezit, het beheer en de verkoop van onroerende zaken teneinde daaruit winst te maken, die als dividend zal worden uitgekeerd aan de gezamenlijke aandeelhouders, die ook uit een stijging van de waarde van hun deelneming profijt halen, op voorwaarde dat de betrokken lidstaat deze vennootschappen aan bijzonder overheidstoezicht heeft onderworpen.

461 HvJ EU 4 mei 2006, nr. C-169/04, ECLI:EU:C:2006:289, V-N 2006/45.15 (Abbey National 2), r.o. 55.
462 HvJ EU 13 maart 2014, nr. C-464/12, ECLI:EU:C:2014:139, V-N 2014/15.19 (ATP PensionService), r.o. 51 en 59.
463 HvJ EU 9 december 2015, nr. C-595/13, ECLI:EU:C:2015:801, BNB 2016/45 (fiscale eenheid X NV).

Ad. 4
De beleggingsactiviteit van een PE-fonds bestaat erin een deelneming te verwerven in een portfolio-onderneming met het oog op de verkoop van die deelneming, na actieve bemoeienis met die portfolio-onderneming. Voor iedere deelneming moet vastgesteld worden in welke sfeer deze wordt gehouden (in de economische sfeer met onderscheid naar belast of vrijgesteld, dan wel in de niet-economische sfeer). Zo kan er sprake zijn van een zogenoemd verlengstuk van de economische activiteit waardoor de deelneming onderdeel uitmaakt van de economische activiteiten van de onderneming. Verder kan het houden van een deelneming een economische activiteit vormen als er sprake is van inmenging in de deelneming die het passieve aandeelhouderschap ontstijgt. Afhankelijk van de wijze waarop dit is vormgegeven, zal er bij een PE-fonds sprake zijn van een kwalificerende inmenging. Daarmee is het houden van de deelneming echter nog geen economische activiteit. Alleen als de inmenging gepaard gaat met belastbare prestaties aan de desbetreffende deelneming, kan het houden van de deelneming als economische activiteit worden aangemerkt.

De verkoop van een deelneming die binnen de economische activiteit wordt gehouden, is vrijgesteld op basis van artikel 11, eerste lid, sub i, ten tweede, van de Wet OB 1968.[464]

11.2.4 Participatiemaatschappijen
De participatiemaatschappij of een aan de participatiemaatschappij gelieerde rechtspersoon is de manager of de beheerder van het PE-fonds. Het is mogelijk dat deze participatiemaatschappij of gelieerde rechtspersoon ook management-activiteiten uitvoert voor specifieke portfolio-ondernemingen.

Beheer van het PE-fonds
De participatiemaatschappij of de gelieerde rechtspersoon ontvangt voor het beheren van het PE-fonds een managementfee in de vorm van een percentage van het gecommitteerde kapitaal en kwalificeert daarmee als ondernemer. De vraag is of deze dienstverlening is vrijgesteld als beheer van door beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen ter collectieve belegging bijeengebrachte vermogens. Uiteraard is deze vraag alleen aan de orde als eerst is vastgesteld dat het PE-fonds kwalificeert als gemeenschappelijk beleggingsfonds.

De term 'beheer' is een autonoom begrip van het Europese Unierecht. De btw-richtlijn geeft echter geen definitie van dit begrip. Dit begrip moet worden uitgelegd aan de hand van de achtergrond, de context, de doelstelling en de ratio legis van genoemde richtlijnbepaling en de algemene opzet van de btw-richtlijn.[465] In elk geval moet beheer worden opgevat als handelingen die specifiek zijn voor de activiteit van gemeenschappelijke beleggingsfondsen.[466] Specifiek voor de activiteit van een gemeenschappelijk beleggingsfonds is met name het beheer van beleggingen, taken van administratie en verkoop, zoals genoemd in bijlage II bij richtlijn (85/611/EEG), zoals gewijzigd bij richtlijn 2001/107/EG.[467]

464 HvJ EU 29 oktober 2009, nr. C-29/08, ECLI:EU:C:2009:665, BNB 2010/251 (AB SKF) r.o. 53.
465 HvJ EU 4 mei 2006, nr. C-169/04, ECLI:EU:C:2006:289, V-N 2006/45.15 (Abbey National 2), r.o. 59.
466 Abbey National 2 (hiervoor aangehaald), r.o. 64.
467 Abbey National 2 (hiervoor aangehaald), r.o. 70.

11.3 Aftrek btw

11.3.1 Inleiding

Hiervoor hebben we beschreven hoe de verschillende activiteiten van de betrokken personen kunnen worden gekwalificeerd. Deze kwalificaties zijn rechtstreeks van invloed op de bepaling van het aftrekrecht. Voor de participatiemaatschappij betekent dit dat het aftrekrecht volgens de gangbare regels beperkt zal zijn voor zover sprake is van vrijgestelde beheeractiviteiten. Bij het PE-fonds kan echter ook sprake zijn van niet-economische activiteiten, naast belaste en vrijgestelde economische activiteiten. In dit onderdeel besteden we hieraan aandacht.

11.3.2 Toerekening van kosten aan economische activiteiten

Niet-economische activiteiten vallen buiten het bereik van de btw-heffing. Er bestaat in beginsel geen aftrekrecht over gemaakte kosten wanneer deze worden aangewend voor niet-economische activiteiten.[468] Voor de aftrek voorbelasting bij toerekening van kosten aan de verschillende sferen (pre pro rata), moet worden aangesloten bij het besluit Aftrek van omzetbelasting, met name de paragrafen 3.2.2 t/m 3.4.[469]

11.3.3 Activiteiten waarvoor een PE-fonds (gedeeltelijk) aftrekrecht heeft

De btw op kosten is aftrekbaar indien en voor zover deze kan worden toegerekend aan belaste economische activiteiten. Er kan soms echter ook aftrekrecht bestaan van btw op kosten die toerekenbaar zijn aan vrijgestelde prestaties. Deze uitzondering geldt voor vrijgestelde financiële prestaties mits de afnemer buiten de EU is gevestigd.[470]

Activiteiten waarvoor een PE-fonds aftrekrecht heeft, zijn bijvoorbeeld:
- tegen vergoeding ter beschikking stellen van een commissaris door het PE-fonds aan een portfolio-onderneming,
- ondersteunende diensten tegen vergoeding door het PE-fonds aan een portfolio-onderneming.

Voorbeelden van vrijgestelde prestaties die het aftrekrecht niet beperken:
- leningen aan partijen die buiten de EU zijn gevestigd,
- verkoop van deelnemingen aan een afnemer die buiten de EU is gevestigd.

Als deze prestaties worden verricht aan een afnemer binnen de EU, is de gebruikelijke aftrekbeperking voor vrijgestelde prestaties van toepassing.

11.3.4 Pro rata

De btw op kosten die niet rechtstreeks toerekenbaar is aan een prestatie, is aftrekbaar naar evenredigheid met de belaste omzet ten opzichte van de totale omzet (pro rata). Bij een PE-fonds zal niet snel sprake zijn van bijkomstige financiële handelingen die buiten de pro rata blijven.[471] De beleggingsactiviteiten met de daaraan verbonden aandelenverkoop vormen namelijk de gebruikelijke activiteit van een PE-fonds.

468 HvJ EU 13 maart 2008, nr. C-437/06, ECLI:EU:C:2008:166, V-N 2008/14.20 (Securenta), r.o. 30.
469 Besluit Aftrek van voorbelasting, besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 november 2011, BLKB2011/641M, Stcrt. 2011, 21834.
470 Art. 15 lid 2, onderdeel c Wet OB 1968.
471 Art. 174, lid 2, onderdeel b en c van de btw-richtlijn.

11.3.5 Kenmerkende kosten van het PE-fonds

Bij een PE-fonds komen een aantal bijzondere kosten voor die onderwerp van discussie kunnen vormen ten aanzien van de aftrek.

Structureringskosten

Structureringskosten zijn kosten van het opzetten en structureren van een PE-fonds. Deze kosten kunnen niet rechtstreeks toegerekend worden aan welbepaalde diensten die het fonds verricht. De btw op deze kosten is pro rata aftrekbaar, eventueel na toepassing van de pre pro rata als er sprake is van niet-economische activiteiten.

Acquisitiekosten

Acquisitiekosten zijn kosten die verband houden met de verwerving van een deelneming, bijvoorbeeld voor het uitvoeren van een due diligence, voor onderhandelingen en voor het opstellen van juridische documentatie.

Hoewel de aankoop van een deelneming altijd is gericht op een verkoop binnen de investeringshorizon van het PE-fonds (buy-to-sellbenadering), is het twijfelachtig of er een rechtstreeks en onmiddellijk verband is met de van de vrijgestelde verkoop van een deelneming. Het is bovendien onzeker of de acquisitiekosten zijn verdisconteerd in de verkoopprijs van de deelneming. Acquisitiekosten zullen dus meestal kosten zijn waarvan de btw (pre) pro rata aftrekbaar is.

Abortkosten

Het komt voor dat een voorgenomen acquisitie niet doorgaat terwijl er al wel kosten zijn gemaakt. Deze kosten worden 'abort'-kosten genoemd, zie onderdeel 3.2.17. De btw over deze kosten zou in aftrek kunnen worden gebracht volgens de (pre) pro rata.

11.4 Samenvatting

Het belang voor de btw-heffing ligt bij de aftrek van btw op de kosten die in een PE-structuur opkomen. Om dit aftrekrecht te kunnen bepalen, is het nodig om de activiteiten in de PE-structuur te kwalificeren. Primair gaat het daarbij om de status van het fonds (een al dan niet collectief beleggingsfonds), dat bepaalt immers de belastbaarheid van de eventuele beheerdiensten. Verder moet beoordeeld worden wie de afnemer is van de verschillende prestaties, in hoeverre er binnen de PE-structuur sprake is van economische activiteiten, en vervolgens in hoeverre er binnen de economische activiteiten vrijgestelde prestaties worden verricht. Verder moet bij de bepaling van het aftrekrecht in aanmerking worden genomen dat er sprake kan zijn van vrijgestelde prestaties die het aftrekrecht niet beperken.

In het eerste onderdeel van dit hoofdstuk zijn we ingegaan op de btw-positie van het fonds en van de participatiemaatschappij. Omdat hun btw-positie afhankelijk is van de feiten, verdient het aanbeveling de feiten grondig te onderzoeken. In dit hoofdstuk zijn we ook ingegaan op de aftrek van btw en de veelvoorkomende kosten bij private equity. Ook hier is duidelijk dat men goed zicht nodig heeft op de relevante feiten.

Terug naar inhoud

12 Waarderingsaspecten van private equity

Doel van dit hoofdstuk is inzicht te geven in de waarderingsaspecten die kleven aan PE-structuren. Na het lezen van het hoofdstuk weet u op hoofdlijnen welke waarderingsmethoden kunnen worden gehanteerd bij startende, jonge en volwassen ondernemingen.

12.1 Inleiding

Het waarderen van privaat gehouden aandelen is niet eenvoudig; deze zijn immers niet beursgenoteerd. Omdat een marktnotering ontbreekt, ligt een waardering op historische kostprijs voor de hand. Deze waarde kan immers objectief worden vastgesteld en ook nog eens eenvoudig worden getoetst door accountants. De relevantie van het opnemen van een historische uitgaafprijs voor aandelen is echter zeer gering. De gebruiker van de verslaggeving heeft behoefte aan informatie over de actuele waarde van het aandeel. Voor externe verslaggeving en (mogelijke) investeerders staat fair value centraal.

Internationaal geaccepteerde verslaggevingsstandaarden voor fair value zijn opgenomen in de International Financial Reporting Standards (IFRS) en de United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP). Deze regelgeving moet worden toegepast in de externe verslaggeving van private-equityorganisaties. De sector heeft echter eigen waarderingsrichtlijnen die nadere invulling geven aan de waardering van privaat gehouden aandelenbelangen. Deze specifieke sector-richtlijnen, en de verhouding tot IFRS en US GAAP, lichten we nader toe in onderdeel 12.2.

De financieringsmogelijkheden voor een onderneming zijn vooral afhankelijk van de omvang en de leeftijd (levensfase) van de onderneming en uiteraard van de beschikbaarheid van (betrouwbare) informatie. In onderdeel 12.3 beschrijven we de logische samenhang tussen verschillende financieringsinstrumenten en de levenscyclus van een onderneming.

De onderdelen 12.4, 12.5 en 12.6 beschrijven achtereenvolgens de waardering van startende ondernemingen, jonge ondernemingen en volwassen ondernemingen. Dit betreft een summiere omschrijving van de verschillende methoden en technieken die marktpartijen doorgaans hanteren in het waarderingsproces. In onderdeel 12.7 volgt een korte samenvatting.

12.2 Commerciële waardering in de private-equitysector

De Europese private-equitysector is internationaal georganiseerd in Invest Europe, voorheen genaamd de European private equity & Venture Capital Association, de EVCA.[472] Invest Europe is de stem van de Europese private-equity-industrie. De leden dekken het hele brede spectrum van private-equityactiviteiten, van venture-capital-fondsen tot aan de grootste private-equitybedrijven, investeerders zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, fonds-van-fondsen, family offices, maar er zijn ook geassocieerde leden van aanverwante beroepen. Met andere woorden: een sectororganisatie met een breed maatschappelijk draagvlak. Ook de NVP is lid van Invest Europe.

472 Zie voor meer informatie http://www.investeurope.eu/.

Invest Europe heeft een handboek samengesteld voor de sector, genaamd Invest Europe Handbook of Professional Standards. Onderdeel van dit handboek zijn de IPEV Investor Reporting Guidelines and the revised IPEV Valuation Guidelines.[473] De afkorting IPEV staat voor International Private Equity and Venture capital. IPEV heeft richtlijnen opgesteld voor verslaggevingsdoeleinden en afzonderlijke richtlijnen voor waarderingsdoeleinden. De missie van het IPEV-bestuur is:

> To provide high quality, uniform, globally acceptable, best practice guidance for Private Equity and Venture Capital Valuation and Reporting purposes.

De IPEV-waarderingsrichtlijnen zijn gericht op het consistent meten van fair value. Fair value kan worden gedefinieerd als de prijs die wordt ontvangen bij de verkoop van een actief (of wordt betaald bij de verkoop van verplichtingen) in een vrijwillige en geordende transactie tussen goed geïnformeerde marktpartijen op de waarderingsdatum. Een uitgebreide definitie van fair value is terug te vinden in accountingrichtlijn IFRS 13. Deze richtlijn bevat tevens een raamwerk om te komen tot fair value. Een waardering conform IPEV-richtlijnen wordt geacht consistent te zijn met IFRS- en US GAAP-richtlijnen. Het IPEV-bestuur stemt zijn richtlijnen ook af met de internationale richtlijnen van de International Valuation Standards Council[474], de IVSC. De IPEV-waarderingsrichtlijnen kunnen worden gezien als een sector-specifieke toepassing van de internationale waarderingsrichtlijnen van de IVSC.

In de US GAAP en IFRS wordt géén voorkeur (rangorde) tot uitdrukking gebracht voor een specifieke waarderingsmethode. Dit is anders in de IPEV-richtlijnen. Deze schrijven voor dat de deskundige maximaal gebruik dient te maken van waarneembare marktdata. Dit betekent in de praktijk het gebruik van earnings multiples, zoals [price/earnings], [enterprise value/EBIT], of [enterprise value/EBITDA]. De voorkeur gaat daarbij uit naar EBITDA-multiples. Alleen als deze niet beschikbaar zijn mogen price-to-earningsratio's worden gebruikt. De uitkomst van andere waarderingsmethoden, zoals de discounted cash flow, net asset value of industriebenchmark, kunnen worden gebruikt als controlemiddel, ook wel 'sanity check' genoemd.

Om vergelijking van de waarde in de tijd mogelijk te maken, wordt een sterke voorkeur uitgesproken voor consistente toepassing van een eenmaal gekozen techniek. Vervolgens wordt op latere waarderingsdatum het bij aanvang gehanteerde waarderingsmodel gekalibreerd. Met andere woorden: het destijds gehanteerde waarderingsmodel wordt voorzien van recente input om de huidige marktomstandigheden te reflecteren. Verandering van waarderingstechniek, gedurende de looptijd van een investering, is alleen toegestaan als de fair value daardoor aantoonbaar beter wordt gemeten.

Als meerdere private-equitypartijen gezamenlijk hebben geïnvesteerd in één onderneming, is de gezamenlijke doelstelling veelal de creatie van waarde bij de verkoop van de gehele onderneming. Dit veronderstelde gedrag van marktpartijen is van essentieel belang in het waarderingsproces. Het te waarderen object, in accountancytermen 'unit of account' geheten, is daarmee niet het individuele aandeel maar de gehele onderneming.

De investeringen van de general partner in de diverse aandelenbelangen worden op de waarderingsdatum gewaardeerd op fair value, uitgaande van de fundamentele veronderstelling van hypothetische verkoop van de gehele onderneming op deze waarderingsdatum. De waardering van een minderheidsbelang vindt plaats pro rata naar het percentage gehouden aandelen.

473 Deze richtlijnen zijn te downloaden op www.privateequityvaluation.com.
474 Voor meer informatie: www.ivsc.org.

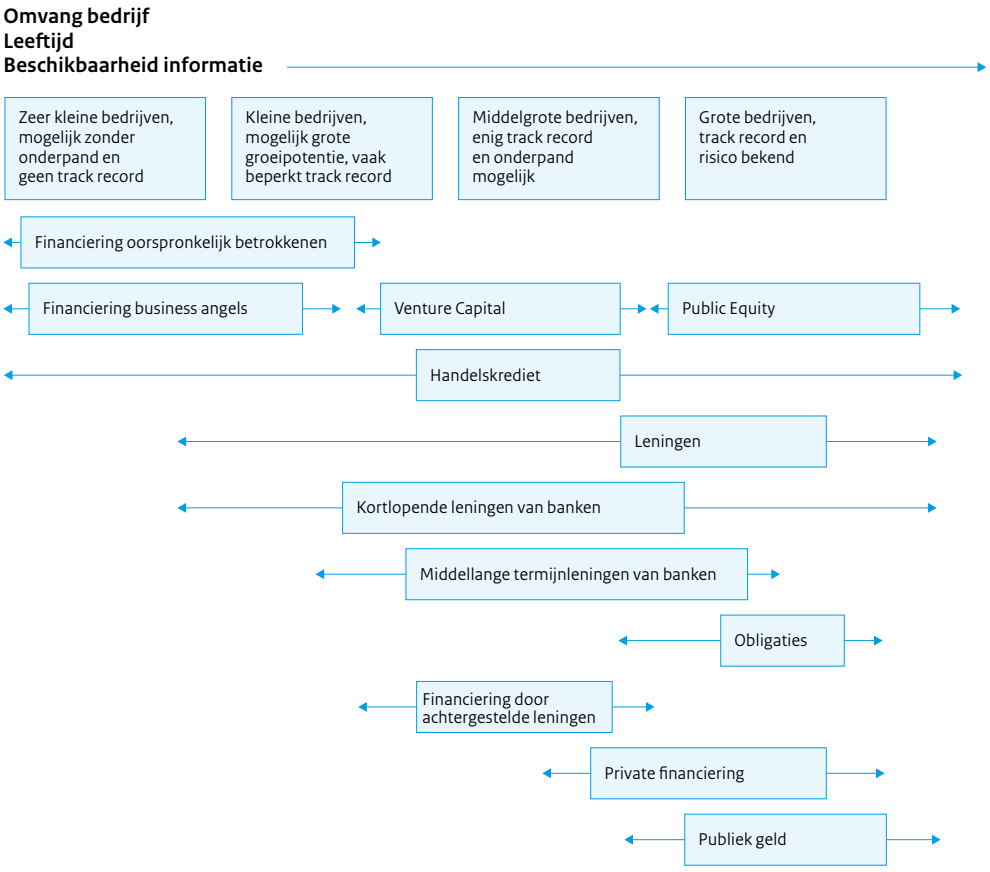
De betrokken limited partners kunnen voor hun verantwoording en externe verslaggeving gebruikmaken van de rapportage van de general partner. Waardering door de limited partners geschiedt veelal op basis van de net asset value (NAV) van het fonds. De NAV is de totale waarde van de activa van het fonds verminderd met de totale waarde van de passiva.

12.3 Bedrijfsomvang, leeftijd en informatie

Er zijn vele factoren van invloed op de wijze waarop de waarde van een onderneming wordt vastgesteld. Zeer belangrijk is de levensfase waarin een onderneming verkeert en de bij die levensfase behorende financieringsmogelijkheden.

Berger en Udell[475] hebben dit schematisch weergegeven in hun 'financial growth life cycle model'. Dit model plaatst ondernemingen op een continuüm schaal gebaseerd op omvang, leeftijd en beschikbare informatie van de betreffende onderneming. Het model beschrijft de toename van de financierings-mogelijkheden naarmate de onderneming groeit in omvang, de onderneming langer bestaat en er meer informatie beschikbaar komt.

Figuur 77: Financial growth life cycle model naar Berger en Udell

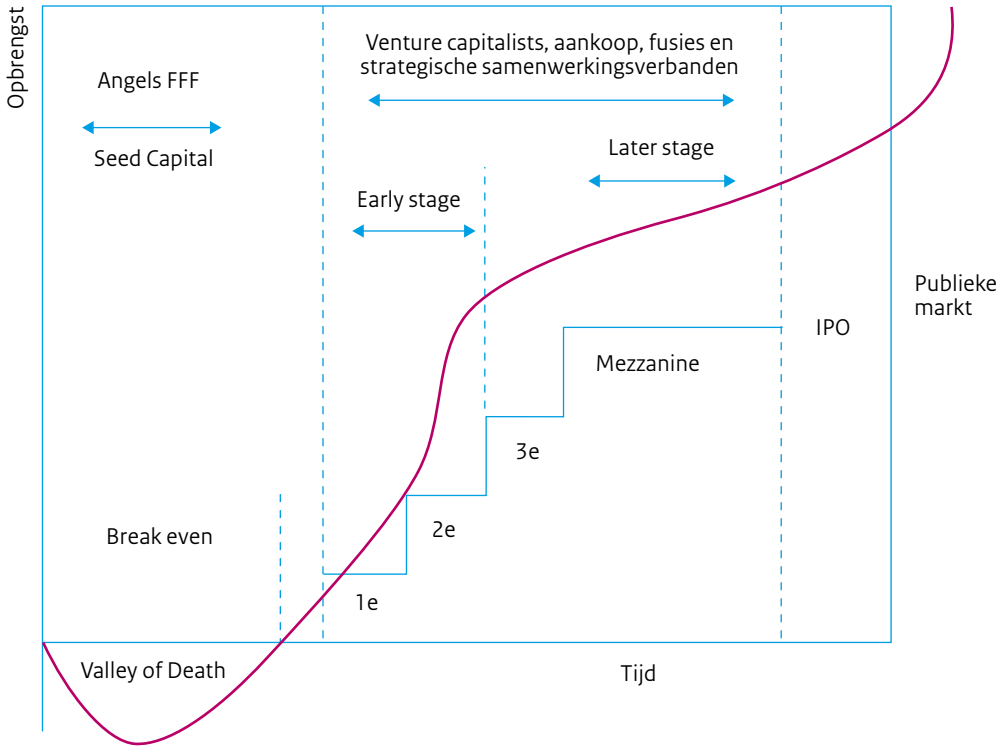


475 Firm continuum and sources of finance, uit: A. Berger and F. Udell, 1998, The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle, pag. 623.

Het model geeft de volgorde in financiering weer over de levenscyclus van de onderneming gebaseerd op de beschikbaarheid van informatie en de financiële pikorde. Kleinere, informatief meer ondoorzichtige bedrijven zijn afgebeeld aan de linkerkant van het continuüm. Voor de financiering moeten zij een beroep doen op eigen middelen, handelskredieten of business angels. Naarmate bedrijven vooruit gaan langs het continuüm, krijgen ze toegang tot meer financieringsbronnen. Uiteindelijk kunnen bedrijven toegang krijgen tot grotere hoeveelheden kapitaal, de aandelenmarkt en/of de obligatiemarkt.

Onderstaande grafiek[476] vertoont een gelijkenis met het 'financial growth life cycle model' van Berger en Udell. Het illustreert de verschillende groeifasen van een onderneming en geeft de relatie tussen opbrengst en tijd weer.

Figuur 78: Groeifasen van een onderneming en de relatie tussen opbrengst en tijdsverloop



Uit de grafiek in figuur 77 blijkt ook dat de private-equitymarktpartij, betrokken bij de financiering van de onderneming, verschilt per levensfase van de onderneming:

a) Veelbelovende startende ondernemingen zijn voor de financiering van hun onderneming (seed capital) afhankelijk van 'fools, family and friends', business angels, seed capital fondsen of crowdfunding.
b) Ondernemingen met een bewezen product of dienst (early stage) komen in aanmerking voor geld van venture-capitalfondsen om hun groei te financieren.
c) Als ondernemingen eenmaal volwassen zijn geworden (later stage) vormen zij soms een aantrekkelijk doelwit (target) voor buy-outfondsen.

476 http://en.wikipedia.org/wiki/Startup_company.

Overwegende de bedrijfsomvang, leeftijd en beschikbare informatie is het logisch dat de wijze waarop een onderneming wordt gewaardeerd verschilt per levensfase van de onderneming. Seed-capital-, venture-capital- en buy-outfondsen maken dan ook gebruik van verschillende waarderingsmethoden.

12.4 Waarderen van startende ondernemingen

Om te begrijpen waarom waarderen een belangrijke rol vervult in private equity kan aansluiting worden gezocht bij de definitie[477] van een entrepreneurship:

> The pursuit of opportunity beyond the resources you currently control.

Vrij vertaald: het najagen van kansen die de beschikbare financiële middelen van de ondernemer te boven gaan. Er moet dus een beroep worden gedaan op geld van derden, ook wel 'other peoples money' (OPM) genoemd.

Het ontbreken van een trackrecord maakt waarderen van beginnende ondernemingen moeilijk. Maar er zijn ook andere problemen:

- het principal-agent probleem, waarbij de investeerder de principaal is en de ondernemer de agent. Dit probleem is nauw verweven met het probleem van adverse selection en moral hazard, die zich ook beide voordoen;
- de gegeven informatieasymmetrie tussen ondernemer en investeerder. Maar ook verschil in overtuiging wat betreft onzekerheid ten aanzien van bijvoorbeeld de technologie, de marktvraag of de prijs;
- het begrip waarde. Dit heeft voor de ondernemer deels een andere betekenis dan voor de investeerder. Voor de ondernemer telt naast financieel succes bijvoorbeeld ook zijn reputatie, de haalbaarheid van zijn onderzoek en het voltooien van zijn levenswerk. Ook als dit werk commercieel niet haalbaar blijkt.

Het belangrijkste instrument voor de ondernemer om bovenstaande problemen te mitigeren is het schrijven van een ondernemingsplan.

Een businessplan wordt niet alleen geschreven om financiële middelen te verkrijgen, aangezien de ondernemer zijn ondernemingsplan veelal niet alleen kan realiseren. Dus naast de ondernemer en de investeerder moet ook mogelijk personeel tevreden worden gesteld. De creatie van waarde bij een start-up wordt veelal gezien als de som van drie delen, waarbij de drie typen participanten bijdragen aan de creatie van waarde:[478]

1 De entrepreneur, de visionair en drijvende kracht achter de onderneming. De beloning voor de entrepreneur, na jaren van inspanning, tijd en opoffering, wordt gemeten aan zijn aandeel in de uiteindelijke verkoopopbrengst. Deze opbrengst is niet alleen afhankelijk van de inspanning van de ondernemer, maar ook van hetgeen dat wordt ingebracht door anderen gedurende de rit.
2 Slechts weinig entrepreneurs kunnen alleen hun doelstellingen realiseren. Co-management is noodzakelijk voor de inbreng van specialistische kennis. Dit is de tweede groep die deelt in de opbrengst bij verkoop van de onderneming, veelal in de vorm van personeelsopties.
3 De derde groep zijn de investeerders, anders dan de oprichter. Zij investeren hun tijd en riskeren hun geld in de onderneming, met het doel te kunnen profiteren bij een succesvolle verkoop.

477 Howard H. Stevenson (June 27, 1941) is the Sarofim-Rock Baker Foundation Professor Emeritus at Harvard University http://en.wikipedia.org/wiki/Howard_H._Stevenson.

478 Dave Berkus on Jun.12, 2014, under Ignition! Starting up, Raising money, Surrounding yourself with talent.

Bij het opzetten van een businessplan moet met alle drie partijen rekening worden gehouden. Iedere partij verdient erkenning voor het gelopen risico, de tijd en de geleverde inspanning om te komen tot een succesvolle verkoop van de onderneming.

Daarnaast bevat het businessplan een beschrijving in de tijd van de te financieren activiteiten, met duidelijk omschreven mijlpalen van begin tot het einde. Het bereiken van de volgende mijlpaal is daarbij de voorwaarde voor de volgende financiële injectie. De voordelen van een goed businessplan komen alle participanten toe:
- De investeerder kan zijn perceptie ten aanzien van onzekerheid over de waarde van het project gaandeweg bijstellen. Ook worden de vaardigheden van de ondernemer gaandeweg duidelijker. Neerwaartse bijstelling van risico heeft een neerwaartse bijstelling van het geëiste rendement als gevolg.
- Het verkleint de informatieasymmetrie tussen partijen.
- Het belang van de ondernemer verwatert minder snel als de ondernemer zijn vermogensrendementseis gaandeweg bijstelt als gevolg van verminderd risico.
- Het risico op overinvestering wordt verkleind als succes uitblijft.

Samengevat zou kunnen worden beweerd dat het ondernemingsplan het gat overbrugt tussen de optimistische ondernemer en de verstrekker van durfkapitaal. Het is van belang zich goed te realiseren dat de berekende waarde slechts één (zeer belangrijk) element vormt binnen de onderhandelingen tussen ondernemer en het seed-capitalfonds. Het document waarin de overeengekomen participatie-voorwaarden zijn vastgelegd heet de 'term sheet'. Het seed-capitalfonds zal altijd proberen zijn neerwaartse risico te beperken en zijn opwaartse risico te vergroten. (Meer hierover in onderdeel 4.3.)

Voor de investeerder staat altijd de invloed van zijn financiële injectie op de waarde van de onderneming centraal. Met behulp van de 'Basic Venture Capital Method' (zie onderdeel 12.5 voor een omschrijving) bepaalt de investeerder welk (extra) aandelenbelang het in de onderneming verwacht in ruil voor zijn financiële bijdrage aan de volgende financieringsronde van het ondernemingsplan. Belangrijke vragen zijn de volgende:

> Wat is de waarde van de onderneming voor de investering? En wat is de waarde van de onderneming na de investering?

Omdat de onderneming niet beschikt over een trackrecord is een eenduidig antwoord op deze vragen moeilijk te geven. Ook een benchmark met waarnemingen in de markt is moeizaam vanwege het veelal unieke karakter van de onderneming.

In de praktijk zijn dan ook verschillende kwalitatieve waarderingsmethoden ontstaan, zoals de:
- Berkus Valuation Method
- Scorecard Valuation Method
- Risk Factor Summation Method

Bovenstaande kwalitatieve waarderingsmethoden vullen elkaar aan en worden in de praktijk onder meer gehanteerd door business angels om de pre-moneywaarde te bepalen van de onderneming.

De Berkus Valuation Method[479]
Bij deze methode worden de relevante karakteristieken van de onderneming beoordeeld en wordt er een waarde aan de karakteristiek toegekend om te komen tot een pre-moneywaardering.

Figuur 79: Berkus Valuation Method

Karakteristiek	Toevoegen
Kwaliteit managementteam (uitvoeringsrisico)	Nul tot € 0,5 miljoen
Kwaliteit idee (productrisico)	Nul tot € 0,5 miljoen
Werkend prototype (technologierisico)	Nul tot € 0,5 miljoen
Kwaliteit bestuurders	Nul tot € 0,5 miljoen
Omvang productie of verkoop (productie- en verkooprisico)	Nul tot € 0,5 miljoen
Bestaan van strategische samenwerking met derden (marktrisico en risico op concurrentie)	Nul tot € 0,5 miljoen

De Berkus Valuation Method kan bijna altijd worden gehanteerd voor iedere beginnende onderneming. Uiteraard blijft de omvang van de totale pre-money-waardering, de som van de bijdrage per karakteristiek, afhankelijk van de verwachte opbrengst van de onderneming bij verkoop.

De Scorecard Valuation Method[480]
Deze methode kan worden gebruikt als de business angel of het venturefonds actief is in een bepaalde branche of op een andere wijze de beschikking heeft over ervaringscijfers. In deze methode staat de gemiddelde (of mediaan) pre-money-waardering centraal. De volgende stap om de pre-moneywaardering te bepalen is het hanteren van een scorecard. Deze wordt gebruikt om de target te vergelijken met vergelijkbare deals gemaakt in het verleden. De gemiddelde pre-moneywaardering wordt neerwaarts of opwaarts bijgesteld, afhankelijk van de score. De score betreft ongeveer dezelfde karakteristieken als de Berkus Valuation Method. Hierbij valt te denken aan de sterkte van het managementteam, de omvang van de investering, het product, de technologie, de marketing et cetera, maar ook aan de verwachtingen voor volgende investeringsronden.

De Risk Factor Summation Method[481]
Net als de Scorecard Valuation Method wordt bij deze methode gebruikgemaakt van een gemiddelde pre-moneywaardering en wordt deze waardering aangepast afhankelijk van de twaalf karakteristieken van de target:

1 management
2 stage of the business
3 legislation/political risk
4 manufacturing risk
5 sales and marketing risk
6 funding/capital raising risk
7 competition risk
8 technology risk
9 litigation risk
10 international risk
11 reputation risk
12 potential lucrative exit

Het grote verschil met de Scorecard Valuation Method is gelegen in het feit dat bij deze methodiek meer aandacht wordt besteed aan exogene factoren. De invloed van exogene factoren kan groot blijken.

479 Dave Berkus, a full-time angel and founder of Berkus Technology Ventures LLC in Los Angeles.
480 Een voorbeeld is te vinden op http://www.niic.net/resource/scorecard-valuation-methodology-1.
481 Voor meer details http://gust.com/blog/2011/11/15/valuations-101-the-risk-factor-summation-method.

Samenvatting waardering startende ondernemingen
Om te komen tot een goede waardering van startende ondernemingen verdient het aanbeveling meerdere waarderingstechnieken te gebruiken, bij voorkeur drie of meer. Er is namelijk géén perfecte methode om dit te doen. Als meerdere methoden worden gebruikt, zijn ook meerdere en verschillende uitkomsten mogelijk. Mogelijk geeft de uitkomst van één bepaalde methode zelf een outlier. Als controlemiddel moet, indien mogelijk, een waardering met markt-multiples plaatsvinden. Van belang is uiteindelijk een rationele benadering te hanteren voor het bepalen van de finale waarde.

12.5 Waarderen van jonge ondernemingen

Venture-capitalfondsen investeren vooral in bedrijven die de 'valley of death' hebben overleefd en daarmee de echte start-upfase voorbij zijn. Kenmerkend voor deze bedrijven is de aanwezigheid van enig onderpand, een (gering) trackrecord, maar vooral een afgenomen informatieasymmetrie. Deze kenmerken verminderen het risico voor de investeerder en daarmee de geëiste rendementseis van het fonds. Het waarderen van jonge ondernemingen verschilt echter nog sterk van de waardering van volwassen ondernemingen.

Bij een jonge onderneming is veelal sprake van een sterk gefaseerde groei, met als gevolg meerdere financieringsrondes ter financiering van deze groei. Met behulp van de Basic Venture Capital Method[482] bepaalt de investeerder welk aandelenbelang het in de onderneming verwacht in ruil voor de (volgende) financiële bijdrage aan de uitvoering van het ondernemingsplan. Deze methode berekent alle belangrijke variabelen van een deal in een eenvoudige vijfstaps procedure:

1 $Post = V / (1 + r)^t$.
Post is de waarde van de onderneming na de financiële injectie, waardoor het ondernemingsplan kan worden uitgevoerd. V is de verwachte opbrengst bij verkoop van de gehele onderneming.
r is de rendementseis van de investeerder en t de looptijd van de investering.
2 $Pre = Post - I$.
Pre is de waarde van de onderneming voor de financiële bijdrage van het fonds.
I is de investering, of de financiële bijdrage van het fonds.
3 $F = I / Post$.
F is het door de investeerder gewenste aandelenbelang in de onderneming in ruil voor de financiële injectie.
4 $Y = X [F/(1-F)]$.
X is het aantal uitstaande oude aandelen. Y is het aantal aandelen voor het venture-capitalfonds.
5 $P1 = I / Y$.
P1 is de prijs per aandeel.

482 http://www.vcmethod.com.

Een voorbeeld van een specifieke venture-capitalwaarderingsmethode is de 'First Chicago Method'[483]. Bij deze benadering worden elementen van de discounted cash flow -methode en de multiple-methoden gecombineerd. Deze methode houdt rekening met de totale opbrengst voor de investering, dus jaarlijkse kasstromen en de opbrengst bij verkoop van de investering. Daarbij wordt rekening gehouden met drie verschillende scenario's: een 'upside-case-' of 'bestcase-scenario' (veelal het opgestelde ondernemingsplan), een 'basecase-' of 'bankcase-scenario' en een 'downside-' of 'worstcase-scenario'.

Als de drie scenario's bekend zijn, verloopt het waarderingsproces als volgt:

1 Voor ieder scenario wordt een specifieke prognose van de geldstromen gemaakt, tot het jaar waarop het venture-capitalfonds zijn belang naar verwachting verkoopt.
2 Vervolgens wordt de verkoopopbrengst van de desinvestering geschat met behulp van een exit multiple, deze dient consistent te zijn met het gehanteerde scenario.
3 De geldstromen en de opbrengst van de desinvestering worden contant gemaakt naar de waarderingsdatum gebruik makende van de vermogens-kostenvoet van het venture-capitalfonds. De som van de contante waarde van de geldstromen en de verkoopopbrengst vormen gezamenlijk de waarde van de onderneming in het specifieke scenario.
4 Uiteindelijk worden de uitkomsten van de drie scenario's vermenigvuldigd met de kans dat het betreffende scenario zich voordoet. Het kansgewogen gemiddelde van de drie scenario's is uiteindelijk de verwachte waarde van de onderneming.

De First Chicago Method wordt vooral gebruikt bij early stage ventures, waarbij de onderneming geen noemenswaardig financieel trackrecord heeft dat kan worden gebruikt voor een vergelijkende marktanalyse.

Een belangrijk kenmerk van venture-capitalfondsen is professionele betrokkenheid bij de portfolio-ondernemingen. De overwegingen tot het maken van de investering zijn waarschijnlijk goed gedocumenteerd. Na de investeringsfase volgt de fase van monitoring, het meten in welke mate de onderneming haar mijlpalen daadwerkelijk realiseert. Bij de periodieke waardering van de onderneming (per kwartaal of jaarlijks) staan de oorspronkelijke investeringsoverwegingen en de voortgangsrapportage op dat gebied centraal.

483 http://en.wikipedia.org/wiki/First_Chicago_Method.

De Amerikaanse National Venture Capital Association (NVCA) heeft in samenwerking met accountantsorganisatie EY een speciaal blad uitgegeven over fair value en venture capital.[484] Hierin is onderstaande beslisboom opgenomen voor waarderen in de venture-capitalsector:

Figuur 80: Valuation decision tree

1 Behoudens tegenstrijdige informatie, worden de kosten (exclusief transactiekosten) van een investering geacht de verkoopprijs op de datum van de investeringen te zijn en wordt daarom toegepast op de initiële reële waarde

▼ Daarna

2a Worden de aandelen openbaar verhandeld op een markt?

▶ Ja

2b Is er een wettelijke beperking?

▶ Nee

Als er geen wettelijke beperking is (die kan worden toegerekend aan de aandelen, niet aan de houder) wordt de reële waarde bepaald op de marktprijs maal het aantal aandelen. Een korting is niet toegestaan, zelfs als het aantal aandelen groot is ten opzichte van het gemiddeld dagelijks verhandelde volume.

▼ Ja

Reële waarde wordt gemeten als de marktprijs maal het aantal aandelen verminderd met een mogelijke korting. Ondersteuning voor de korting is in het algemeen op modellen gebaseerd.

▼ Nee

3 Is er een vergelijkbaar bedrijf waarvan de reële waarde kan worden afgeleid?

▶ Ja

Gebruik waarderingstechnieken op basis van vergelijkbare bedrijven om de reële waarde te bepalen.

▼ Nee

4 Heeft het bedrijf positieve duurzame prestaties (bijvoorbeeld terugkerende positieve EBITDA)?

▶ Ja

De reële waarde kan worden bepaald als EBITDA maal een redelijke marktgewaardeerde multiple voor het bedrijf.

▼ Nee

5 Heeft er een ingrijpende verandering in de resultaten van het bedrijf plaatsgevonden ten opzichte van het budget, plan, enz.? Zijn er ingrijpende veranderingen in de markt voor het bedrijf met betrekking tot haar producten? Zijn er ingrijpende veranderingen in de mondiale economie of de economische omgeving waarin het bedrijf opereert?

▼ Ja

Zijn de veranderingen positief of negatief?

▼ Positief

Er is een indicatie dat de waarde is gestegen. Bepalen van de reële waarde met behulp van objectieve gegevens van het bedrijf, investeringsprofessionals en andere investeerders.

▼ Negatief

Er is een indicatie dat de waarde is gedaald. Bepalen van de daling van de reële waarde dient te worden opgenomen op basis van objectieve maatstaven en ervaring van het management.

▼ Nee

De waarde van de meest recente financieringsronde is mogelijk de beste schatting van de reële waarde.

484 Venture Capital Review, issue 27, 2011.

12.6 Waarderen van volwassen ondernemingen

In deze fase is de onderneming volwassen geworden. De onderneming beschikt over een bewezen trackrecord en andere financieringsinstrumenten zijn of komen binnen handbereik. De afhankelijkheid van durfkapitaalverstrekkers wordt hierdoor sterk verminderd. Een verkoop van de onderneming of zelfs een beursgang behoort tot de mogelijkheden.

Een grote verscheidenheid aan geaccepteerde waarderingsmethoden staat de deskundige ter beschikking. Afhankelijk van de specifieke omstandigheden van het bijzondere geval kan één of een combinatie van de volgende methoden worden gebruikt:

1 Discounted cash flow (DCF)-methode:
Dit is de methode van de netto contante waarde, waarbij verwachte toekomstige vrij beschikbare kasstromen contant worden gemaakt naar het heden. De huidige waarde van de toekomstige kasstromen wordt vervolgens verminderd met het investeringsbedrag om te beoordelen of de investering een positieve nettobijdrage levert. Dit laatste wordt ook wel de 'net present value' genoemd, kortweg NPV.

2 Risk-adjusted net present value (rNPV)-methode:
Deze methode is bijna gelijk aan de DCF-methode. Zij wordt vooral toegepast bij de waardering van farmaceutische en biotechnische bedrijven. Het verschil tussen beide methoden zit in de wijze waarop met risico wordt omgegaan. Bij normale toepassing van de DCF methode wordt al het risico verdisconteerd in de disconteringsvoet. Bij de risk-adjusted-methode worden verwachte kasstromen echter vermenigvuldigd met de kans van slagen van ieder project. Op deze wijze wordt van de gehele portfolio aan projecten het risico van projectuitval meegenomen in de kasstromen, dus in de noemer in plaats van in de teller.

3 Market comparable-methode:
De waarde van de onderneming wordt bepaald en afgeleid uit gegevens van beursgenoteerde bedrijven. Er worden handels-multiples (bijvoorbeeld koers-winstverhoudingen) en operationele-multiples (bijvoorbeeld omzet/EBITDA) samengesteld met behulp van marktdata. Deze multiples worden vervolgens gebruikt om de waarde van de onderneming te berekenen, rekening houdend met het feit dat ondernemingen nooit geheel vergelijkbaar zijn. De uitkomst van deze methodiek is veelal géén puntschatting van de bedrijfswaarde, maar een waarderange waarbinnen de waarde van de onderneming zich waarschijnlijk bevindt. Deze methode houdt géén rekening met een mogelijk van toepassing zijnde control-premium.

4 Comparable transactions-methode:
De waarde van de onderneming wordt bepaald en afgeleid uit gegevens van transacties die eerder hebben plaatsgevonden in de markt. Uit de transactie-data worden multiples afgeleid die worden gebruikt voor de waardebepaling van de onderneming. De betrouwbaarheid van deze methode is afhankelijk van het aantal waarneembare transacties en het niveau van vergelijkbaarheid. Ook moet men rekening houden met de datum van de referentietransacties: hoe was het marktsentiment ten tijde van de transactie? Bij deze methodiek zit een controlpremium in de waardering.

5 Decision tree valuation-/real options-methode:
Dit betreft de meer geavanceerde waarderingsmethoden. Deze methoden houden rekening met de beschikbare flexibiliteit van het management ten aanzien van toekomstige (des)investeringsbeslissingen. Bekende voorbeelden zijn het uitstellen van beslissingen ten aanzien uitgaven of ontvangsten als gevolg van groei of krimp in de markt.

6 Sum of parts valuation
Deze waarderingsmethode kan worden toegepast bij conglomeraten of bij het nemen van een (des) investeringsbeslissing. De activiteiten van de operationele segmenten of divisies worden afzonderlijk gewaardeerd en de som der delen geeft waarde. De methode houdt echter géén rekening met mogelijke synergie tussen de verschillende activiteiten.

Voorgaande opsomming is illustratief en betreft een weergave van de huidige stand van zaken.
De DCF-methode wordt theoretisch als de meest juiste methode gezien voor waardebepaling.

In de financiële sector wordt door investeringsbanken en de private-equity-industrie echter nog veel gewerkt met market-multiples. Ook worden beide methoden naast elkaar gebruikt. De uitkomst van de waarderingsmethode B (tweede modelkeuze) wordt dan gebruikt als controlemiddel voor de uitkomst van waarderingsmethode A (voorkeursmodel).

12.7 Samenvatting

In dit hoofdstuk zijn we ingegaan op de waarderingsaspecten die kunnen spelen bij private equity. Duidelijk is dat deze waarderingsaspecten zich gedurende de gehele levensloop van fondsen en portfolio-ondernemingen kunnen voordoen. Nadat we zijn ingegaan op de sectorspecifieke waarderingsrichtlijnen, hebben we de samenhang beschreven tussen verschillende financieringsinstrumenten en de levenscyclus van een onderneming. Vervolgens stond de waardering van respectievelijk startende, jonge en volwassen ondernemingen centraal.
Dit betreft een summiere omschrijving van de verschillende methoden en technieken die marktpartijen doorgaans hanteren in het waarderingsproces.

Terug naar inhoud

III Bijlagen

Terug naar inhoud

Bijlage A
Verklarende woordenlijst

In deze woordenlijst worden begrippen verklaard die in het rapport Private equity en fiscaliteit zijn gebruikt. Daarnaast worden enkele in het PE-jargon veelgebruikte termen verklaard.

A

AcqCo
Acquisition company. Algemene naam die wordt gegeven aan een rechtspersoon, als deze nog geen eigen naam heeft. Meestal is dit een houdstervennootschap die wordt opgericht om de feitelijke portfolio-onderneming over te nemen. Zie ook NewCo.

Add-on-acquisities
Verdere overnames ten behoeve van of ter toevoeging aan reeds aangekochte portfolio-ondernemingen. Zie ook Buy & build.

Advisory board, advisory committee
Investeringsadviescommissie. Een aantal limited partners of derden neemt deel in de adviesraad van een PE-fonds. Zij kunnen adviseren over de overall fondsstrategie, maar bijvoorbeeld ook over de wijze van waarderen van portfolio-ondernemingen.

Agency problem
Een (potentiële) belangentegenstelling, bijvoorbeeld tussen (fonds)managers (agent) en investeerders/grootaandeelhouders (principal). De agent heeft niet per definitie dezelfde belangen als degene die hem heeft ingehuurd, de principal. Ook wel principal agent problem.

Agencykosten
Kosten die voortvloeien uit tegenstrijdige belangen. Zie ook agency problem.

Alignment of interests
Het op één lijn brengen de verschillende belangen van (fonds)managers en fonds of portfolio-onderneming, veelal door de (fonds)manager via een (aandelen)participatie te laten meedelen in de resultaten van het fonds of de portfolio-onderneming.

Alternative Investment Funds Managers-richtlijn (AIFM-richtlijn)
Richtlijn van het Europees parlement uit november 2010. Regulering van private-equity-organisaties (venture capital, buy-out) die gevestigd zijn in de EU, kapitaal werven van investeerders uit de EU of investeren in de EU.

American style carry, deal-by-deal carry
Bij een American style carry wordt de carry per exit wordt uitgekeerd. Dit in tegenstelling tot een European style carry, waarbij de carry pas wordt uitgekeerd aan het einde van de looptijd van een fonds. Er zijn mengvormen mogelijk. Zie ook carried interest, carry.

Angel
(Zeer) vermogende persoon die in ondernemingen investeert. Angels zijn deels vergelijkbaar met venture capitalists, maar angels investeren hun eigen kapitaal, in tegenstelling tot venture capital dat kapitaal investeert van derde-investeerders. Ook: business angel.

Anti-dilution adjustments
Antiverwateringsclausules. Zittende (minderheids)aandeelhouders worden beschermd tegen de mogelijkheid dat een onderneming aandelen uitgeeft van een mindere waarde dan de waarde van de huidige aandelen. Zie ook ratchet, dilution.

Assets under management
Het totaalbedrag aan committed capital, het totaalbedrag aan door de investeerders toegezegd kapitaal. Ook wel capital under management genoemd. Gewoonlijk wordt in de investeringsperiode van het fonds over dit bedrag de managementfee berekend. Ook capital under management.

Autonome groei Zelfstandige (organische) groei van een onderneming. In tegenstelling tot groei door acquisitie.

B

Bad-leaverbepaling Afspraken in het kader van managementparticipatie omtrent de gevolgen van vertrek van een manager. Een bad leaver is iemand die 'om foute redenen' zijn arbeidscontract beëindigt. Hij krijgt in het algemeen een lagere prijs voor zijn aandelen. Zie ook leaver-bepalingen, good leaver.

Bankconvenant Aanvullende afspraken en voorwaarden van de bank waaraan de lener zich moet houden, zoals het voldoen aan bepaalde ratio's. Daarnaast zijn er ook bepalingen waarin is opgenomen wat de lener juist niet mag doen zonder dat de bank hier goedkeuring aan heeft gegeven. De bank maakt gebruik van deze convenanten om de lener te kunnen controleren en mogelijk aan te spreken.

Bargaining power De mogelijkheid van een partij om invloed op een andere partij uit te oefenen door een betere positie te hebben. Bijv. het beïnvloeden van prijzen door marktwerking.

BATNA Best alternative to negotiated agreement/walk away price: voor de verkoper is dit het bedrag dat hij ergens anders kan ontvangen en voor de koper het bedrag waarvoor hij hetzelfde elders kan kopen.

Beauty parade Een portfolio-onderneming nodigt een aantal investeringsbanken uit om zich te presenteren in de race voor de beste partij om de portfolio-onderneming naar de beurs te brengen of ander kapitaal bijeen te brengen. De investeringsbanken presenteren zichzelf door middel van een presentatie ('pitch').

Benchmark Een benchmark wordt gebruikt om prestaties af te meten aan een vooraf bepaalde objectieve maatstaf.

Bought deal Een bought deal is een uitgifte van nieuwe aandelen die worden gekocht door één enkele partij, met de bedoeling de aandelen verder te verkopen aan investeerders. Dit wordt vaak gedaan door partijen die betrokken zijn bij de transactie, bijvoorbeeld een investeringsbank of een investeringssyndicaat. De achterliggende strategie van de bought deal is het veiligstellen van de aandelen in verband met het aanbod tegen een gereduceerde prijs, waarna deze worden doorverkocht tegen de huidige marktwaarde, en de koper een kans biedt om een rendement op de deal te halen.

Brugfinanciering Een tijdelijke financieringsconstructie die na een korte termijn afgelost zal worden, na bijvoorbeeld een beursgang. Ook wel: bridge loan.

Burn rate Burn rate kan worden gemeten in geld of in tijd. Gemeten in geld is de burn rate de hoeveelheid geld die een bedrijf per maand verliest. Gemeten in tijd is de burn rate het aantal maanden dat een bedrijf nog heeft voordat het geld op is.

Business angel (Zeer) vermogende persoon die in ondernemingen investeert. Angels zijn deels vergelijkbaar met venture capitalists, maar angels investeren hun eigen kapitaal, in tegenstelling tot venture capital dat kapitaal investeert van derde-investeerders. Ook angel.

Businessplan Een strategisch plan voor de huidige of nieuwe business. Vaak wil men daarmee de zakelijke prestaties voor die onderneming verbeteren. Het plan beschrijft dan wat er mogelijk is, welke risico's daaraan kleven en welke beslissingen er nodig zijn voor succes.

Buy-in growth opportunity (BINGO) Een (management)buy-in waarbij een relatief groot deel van het kapitaal besteed wordt om de onderneming te laten groeien.

Buy-in management buy-out (BIMBO) Combinatie van een managementbuy-in en een managementbuy-out. Een manager koopt zich in een onderneming in en vormt het management samen met het zittende managementteam om het verder als bedrijf te leiden.

Buy and build Strategie gericht op het versneld laten groeien van een portfolio-onderneming door middel van aanvullende acquisities (add-ons). Zie ook add-on-acquisities.

Buy-out financiering Financiering van een overname waarbij een deel van de aandelen wordt gekocht door het zittende management (managementbuy-out, MBO), door nieuw management (buy-in, MBI) of door werknemers (employee-buy-out).

C

Calloptie Het recht om een bepaalde onderliggende waarde (bijvoorbeeld een aandeel) binnen een bepaalde periode te kopen tegen een van tevoren vastgestelde prijs.

Cap table Een capitalization table (cap table) is een overzicht van alle belangrijke aandeelhouders van een bedrijf (vaak een venture-capital-bedrijf of start-up), samen met de pro rata eigendom van alle door de vennootschap uitgegeven effecten (gewone aandelen, preferente aandelen en opties), en de verschillende prijzen die door de verschillende stakeholders zijn betaald voor deze vermogensrechten.

Capex Capital expenditures: investeringen.

Capital call Verzoek van het PE-fonds aan de investeerders om een gedeelte van het toegezegde kapitaal te storten in het fonds. Zie ook drawdown.

Capital gains tax Vermogenswinstbelasting.

Capital under management Het totaalbedrag aan committed capital, het totaalbedrag aan door de investeerders toegezegd kapitaal. Ook wel assets under management genoemd. Gewoonlijk wordt in de investeringsperiode van het fonds over dit bedrag de managementfee berekend. Ook: assets under management.

Captive Fonds. Dochter van een bank of verzekeraar of soms van een institutionele belegger. Een van de kenmerken van een captive fonds is dat het voor het kapitaal in het fonds een beroep doet op de moeder.

Caps, floors and collars Als bij een lening een variabele rente is overeengekomen, maximeert een cap de rente. Bij een floor zakt de rente niet onder een bepaald minimum. Een collar is een combinatie van een cap en een floor.

Carry, of carried interest	Beloning voor de (fonds)manager waarbij gebruikgemaakt wordt van het hefboomeffect. De (fonds)manager heeft een relatief gering (aandelen)belang waarop potentieel (zeer) hoge overwinsten kunnen worden uitgekeerd. Zie ook European style carry en American style carry.
Carve-out	Transactie waarbij een onderneming ontvlecht wordt in twee of meer zelfstandige onderdelen. De ontvlechting kan lastig zijn als de onderdelen sterk met elkaar zijn verweven.
Catch-up	Verdeling van de opbrengsten van het fonds. De fondsmanagers halen met de catch-up de investeerders in tot aan het aan de investeerders uitgekeerde preferred return.
Change of owner clauses	Clausule in documentatie waarin geregeld wordt welke rechten en plichten veranderen wanneer er een verandering van aandeelhouders plaatsvindt.
Clawback	Bepaling in de fondsovereenkomst dat het (fonds)management een eerder toegekend winstdeel moeten terugbetalen aan de investeerders. De (fonds) manager heeft in eerste instantie meer gekregen dan waar hij uiteindelijk recht op heeft. Het meerdere moet hij terugbetalen. Omdat terugbetaling in de praktijk soms lastig is, wordt de carry meestal in eerste instantie uitbetaald op een geblokkeerde rekening, een escrow. Zie ook escrow.
Closing	Het tekenen van een contract door de investeerder(s) waarbij zij verplicht worden om kapitaal te storten in een PE-fonds. Niet al het kapitaal hoeft bij de closing meteen in het fonds te worden gestort. Een fonds kan meerdere closings hebben. Zie ook initial closing.
Closing-accountsovername	De koopprijs van een over te nemen onderneming wordt bepaald aan de hand van een balanssituatie op een in de toekomst gelegen datum.
Co-investment	Rechtstreeks investeren door een of meerdere investeerders in een fonds, of rechtstreeks investeren in en portfolio-onderneming, naast een fonds.
Collateral	Zekerheid of (onder)pand.
Commitment van de (fonds)managers	Bedrag dat de fondsmanagers vanuit privé moeten storten in het fonds. Hierdoor drukken de fondsmanagers uit dat zij vertrouwen hebben in hun eigen fonds. Ook wel skin in the game.
Commitment: capital commitment	Het totaal afgesproken bedrag aan kapitaal dat het fonds aan de investeerder kan vragen. Dit bedrag wordt niet op voorhand in het fonds gestort maar wordt op verzoek van het fonds gevraagd (capital call) en in het fonds gestort. Dit wordt capital commitment genoemd.
Common stock	Gewone aandelen.
Comparable-transactionsmethode	Waarderingsmethode waarbij gebruik wordt gemaakt van transacties die eerder in de markt hebben plaatsgevonden.
Completion	Het moment waarop juridische documentatie wordt ondertekend.

Controlled auction	Veilingprocedure die corporate financiers hanteren om een onderneming tegen de beste condities te verkopen. De bedoeling van de opzet van de veilingprocedure is – naast het realiseren van de beste prijs – gedurende het proces steeds in control te blijven.
Conversieratio	Het aantal aandelen dat verkregen kan worden bij het omzetten van de converteerbare lening.
Conversierecht	Contractuele afspraak om de aandelen of de lening onder bepaalde voorwaarden te kunnen converteren.
Converteerbaar aandeel	Aandeel dat (onder voorwaarden) omgezet kan worden in een andere vorm van aandelen of in een vorm van vreemd vermogen. Zie ook conversierecht.
Converteerbare lening	Lening die (onder voorwaarden) omgezet kan worden in aandelen. Door de mogelijke omzetting van vreemd vermogen naar eigen vermogen geldt deze veelal als mengvorm tussen vreemd en eigen vermogen en wordt daarom ook wel een hybride financiering genoemd.
Cov-lite-leningen	Leningen met minder strikte voorwaarden dan leningen met een uitgebreid bankconvenant. Zie bankconvenant.
Crowdfunding	Kapitaal voor startende ondernemingen of projecten dat wordt aangetrokken zonder tussenkomst van financiële intermediairs, bijvoorbeeld via een platform op internet.
Cumulatief preferente aandelen (cumprefs)	Zie preferente aandelen. Bij cumulatief preferente aandelen blijft het recht op dividend bestaan als de vennootschap in een bepaald jaar niet in staat is om dividend uit te keren. Zodra de vennootschap hiertoe in staat is, zal het uitstaande dividend met terugwerkende kracht uitbetaald worden.

D

Deal sourcing	De manier waarop een investeringsmaatschappij aan nieuwe deals komt.
Deal structure	Het civielrechtelijk en fiscaal zo gunstig mogelijk vormgeven van een overnamedeal.
Dealflow	De stroom van investeringsaanvragen die bij een investeringsmaatschappij binnenkomt. De dealflow is goed als het voldoende deal-mogelijkheden van goede kwaliteit oplevert.
Debt push-down	Interne reorganisatie gericht op het zo veel mogelijk onderbrengen van schuldfinanciering bij of dicht bij de werkmaatschappijen. Daar bevindt zich onderpand, kan belastbare winst benut worden voor renteaftrek en worden operationele kasstromen gegenereerd.
Decision tree valuation, real-options-methode	Geavanceerde waarderingsmethode waarbij optiewaarderingstechnieken worden gebruikt en gekeken wordt naar de flexibiliteit van het management ten aanzien van toekomstige investeringsbeslissingen.
Dedicated fund	Fonds gespecialiseerd in een bepaalde financieringsfase, regio of branche.

Delisting	Beëindiging van de beursnotering.
Desinvestering	Geheel of gedeeltelijk afstand doen van een portfolio-onderneming. Dit kan gebeuren door verkoop aan een bedrijf of door verkoop aan een ander PE-fonds, door beursgang, door (terug)betaling van leningen, interest en dividend, danwel afschrijving op een participatie vanwege afwaardering of faillissement. Ook exit.
Dga	Directeur-grootaandeelhouder. Persoon die zowel directeur als grootaandeelhouder is, vaak van een bv.
Dilution	Verwatering (van aandelen).
Dilution shares	Het management neemt deel in het gewone aandelenkapitaal van een vennootschap en de overige gewone aandelen zijn eigendom van het private-equityhuis. In het geval het management vooraf bepaalde doelstellingen bij een exit bereikt heeft, laat het private-equityhuis een gedeelte van de gewone aandelen 'verdampen'. De aandelen van de managers worden hierdoor meer waard.
Direct investment	Direct investeren in een portfolio-onderneming, in plaats van investeren via een fonds.
Disclosure letter	Tijdens het verkoopproces wordt tussen partijen vastgelegd over welke informatie beide partijen beschikken zodat men daar later geen discussie over kan hebben.
Disconteringsvoet	Een disconteringsvoet wordt gebruikt om de huidige waarde van toekomstige kasstromen te calculeren op basis van een bepaalde rendementsverwachting.
Discounted Cash Flow-methode (DCF)	Waarderingsmethode van een onderneming of van projecten aan de hand van verwachte toekomstige vrije kasstromen. Door het contant maken van toekomstige kasstromen wordt het bedrag bepaald dat iemand vandaag wil betalen om recht op de toekomstige kasstroom te verkrijgen.
Distressed debt	(Investeren in) schulden van bedrijven die failliet zijn of bedrijven waarvan het voortbestaan aan een zijden draadje hangt. Zeer hoog risico, kleine kans op zeer hoog rendement.
Distributiewaterval	De verdeling van de opbrengsten van het PE-fonds tussen investeerders en fondsmanagers. De verdeling gebeurt in verschillende tranches. Als een van de tranches vol is komt men aan de volgende tranche toe. Ook wel waterfall.
Drag-along right	Meesleeprecht. Het recht van een (groot-) aandeelhouder om anderen te dwingen om aandelen mee te verkopen indien de aandeelhouder een geïnteresseerde partij heeft gevonden om de aandelen te kopen. (Fonds) managers worden zo verplicht om hun aandelen mee te verkopen bij een exit. Zie ook tag-along right.

Drawdown

Als investeerders zich committeren om kapitaal te storten in een fonds is meestal niet al het kapitaal direct nodig. Het resterende kapitaal wordt dan op een later tijdstip opgenomen ('drawn down'). Zie ook capital call.

Due diligence

Onderzoek met als doel het analyseren en controleren van alle relevante informatie die samenhangt met het kopen van een onderneming. Due diligence behelst in het algemeen onderzoek naar financiële, commerciële, juridische, operationele en strategische onderwerpen. Deze aspecten bepalen de waarde van de over te nemen onderneming en helpen de kopende partij tot een finale bieding te komen.

E

Earn-outregeling

Regeling waarbij een deel van de koopprijs van de portfolio-onderneming afhankelijk is van prestaties en waardeontwikkeling van de portfolio-onderneming na overdracht. Het variabele deel van de koopprijs wordt de earn-out genoemd.

EBIT

Earnings before interest and tax: omzet minus de kosten van gewone bedrijfsuitoefening, exclusief financiële baten en lasten en belastingen. Dit is de maatstaf voor de winst die een onderneming haalt met haar operationele activiteiten zonder dat hier kosten en opbrengsten van de financiering in verwerkt zitten. Ook wel operationele winst.

EBIT(DA)

Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization: winst voor aftrek van interest, belastingen, afschrijvingen op activa en afschrijvingen op goodwill. Ook wel operationele winst voor afschrijving en afwaardering.

Endowment

Investeringskapitaal van een universiteit, ziekenhuis, of andere non-profitorganisatie (US). Het kapitaal is vaak zeer groot en wordt gebruikt voor de instandhouding van de non-profitorganisatie; slechts de rendementen worden (her)belegd.

Envy ratio

De hoogte van de investering en het verkregen belang van de participatiemaatschappij ten opzichte van de hoogte van de investering en het verkregen belang van de managers van de portfolio-onderneming. Hoe hoger de envy ratio, hoe gunstiger voor de managers.

Equity kicker

Optie om voordelig aandelen te kunnen kopen, een equity kicker wordt uitgegeven in combinatie met een achtergestelde lening om in eerste instantie het rendement op het eigen vermogen te verhogen.

Escrow(account)

Een escrowaccount of escrowrekening wordt gebruikt als tussenrekening om geld tijdelijk te stallen voor een transactie. Het geeft zekerheid, net als een bankgarantie. Zie ook clawback.

European style carry, back-end carry

De carry wordt pas uitgekeerd aan het einde van de looptijd van een fonds, in tegenstelling tot een American style carry, waarbij de carry per exit wordt uitgekeerd. Er zijn mengvormen mogelijk. Zie ook carried interest, carry.

EVCA

European Private Equity & Venture Capital Association, thans genaamd Invest Europe: de Europese brancheorganisatie voor private equity en venture capital.

Exit	Geheel of gedeeltelijk afstand doen van een portfolio-onderneming. Dit kan gebeuren door verkoop aan een bedrijf of door verkoop aan een ander PE-fonds, door beursgang, door (terug)betaling van leningen, interest en dividend, danwel afschrijving op een participatie vanwege afwaardering of faillissement. Ook desinvestering.
Exitstrategie	Het maken van een plan voor de wijze en termijn waarop de portfolio-onderneming uiteindelijk weer zal worden vervreemd.
F	
Family office	In de context van private equity wordt de term family office gebruikt voor zeer vermogende personen of families met een eigen participatiemaatschappij. Meer in het algemeen is een family office een kantoor dat alle financiële en fiscale belangen van zeer vermogende particulieren of families behartigt.
Feederfonds	Kapitaalstortingen van bepaalde (buitenlandse) investeerders worden meestal opgevangen en verzameld in een feederfonds en daarna doorgestoten naar het hoofdfonds. Feeders hebben een fiscale achtergrond.
Financieringsfase	De (levens)fase waarin een onderneming zich bevindt op het moment dat kapitaal verstrekt wordt. De volgende financieringsfasen worden onderscheiden: seed, start, expansie/groei, buy-out en overig (turnaround en herfinancieringen).
First closing	Zie closing. De eerste closing van het fonds.
First fund	Het eerste fonds van een private-equity-organisatie. Zie ook follow on fund.
First round	Eerste investering van een fonds(manager).
Follow on fund	Een fonds dat volgt op het eerste fonds van een private-equityorganisatie. Zie ook first fund.
Fonds, PE-fonds	Een afgescheiden kapitaal, periodiek aangetrokken door een private-equity-organisatie. Gewoonlijk in de vorm van een limited partnership, een cv of een vergelijkbare rechtsvorm. Een private-equityfonds heeft een beperkte levensduur, gewoonlijk zo'n 7 tot 10 jaar. Het kapitaal is voor het overgrote deel afkomstig van (institutionele) investeerders op zoek naar rendement voor hun kapitaal. Het kapitaal wordt gebruikt om niet-beursgenoteerde ondernemingen te kopen met als doel deze met winst weer te verkopen. Het fondsmanagement wordt gedaan door fondsmanagers die hiervoor een managementfee en een deel van de overwinst in het fonds ontvangen.
Fonds-in-fonds, fund-of-funds	Fonds dat in andere private-equityfondsen deelneemt en dus indirect participeert.
Friends and family program	Een klein deel van de aandelen of participaties kan onder (gunstige) voorwaarden worden aangeboden aan vrienden en familie.
Fundraising	Het werven van kapitaal voor een nieuw op te zetten PE-fonds.

G

Garanties — Feiten en omstandigheden die zowel door koper als door verkoper als juist worden aanvaard. Schending van de garantie leidt tot schadeloosstelling door de verkoper.

Gatekeeper — Gespecialiseerde adviseurs die institutionele beleggers adviseren bij hun private-equity-investeringen.

General partner (GP) — Een (rechts)persoon die, samen met ten minste nog één (limited) partner, een limited partnership opricht. De general partner is hoofdelijk aansprakelijk. Vergelijkbaar met een beherend vennoot in een cv. Zie ook limited partnership.

Good-leaverbepaling — Afspraak in het kader van managementparticipatie omtrent de gevolgen van het vertrek van een manager. Een good leaver is iemand die 'om goede redenen' zijn arbeidscontract beëindigt. Hij krijgt in het algemeen een hogere prijs voor zijn aandelen. Zie ook leaverbepaligen, bad leaver.

Groeikapitaal — Het verschaffen van kapitaal aan een portfolio-onderneming voor de verdere groei van de onderneming, bijvoorbeeld om de productiecapaciteit uit te breiden.

H

Hedgefonds — Hedgefondsen participeren in beursgenoteerde bedrijven, vaak met een minderheidsaandeel en richten zich erop zoveel mogelijk rendement in een korte termijn te realiseren. Hiervoor nemen zij vaak grote risico's, bijvoorbeeld door te speculeren op koersstijgingen. Hedgefondsen bestaan vaak uit meerdere beleggers, die participeren in een fonds. Hedgefondsen hebben meestal een onbeperkte looptijd.

Hefboomeffect — Leverage. De hefboom kan zich voordoen op verschillende niveaus. Er kan een hefboomwerking zitten in de verhouding eigen vermogen-vreemd vermogen. Tevens kan leverage zich voordoen in de verhouding gewone aandelen-preferente aandelen.

HNWI — High net worth individual. Zeer vermogende persoon.

Hurdle, hurdle rate — De minimale winst die investeerders op hun kapitaalinleg in een private-equityfonds willen maken. Pas boven dit rendement gaan de investeerders de winst delen met het fonds-management. Ook wel minimum acceptable rate of return (MARR) of preferred return. Ook preferred return.

Hybride financiering — Financiering die zowel kenmerken vertoont van eigen vermogen als van vreemd vermogen.

I

Indemnities — Vrijwaringen.

Informals, informal investors — Vermogende personen, vaak met veel ervaring als ondernemer, die hun eigen kapitaal willen investeren in een onderneming. In dit rapport wordt de term informal investor gebruikt voor diegenen die niet via de formele fondsvoorwaarden participeren. Ook wel: super informals. Zie ook angel, business angel.

	Information memorandum (IM)	Voorlichtingsmateriaal voor investeerders en managers waarin de economische gevolgen van de investering in de portfolio-onderneming uiteen worden gezet. Ook wel investment memorandum.
	Initial closing	Zie closing. De eerste closing van het fonds.
	Initial public offering (IPO)	De eerste keer dat een bedrijf zijn aandelen te koop aanbiedt aan het publiek via de effectenbeurs. Een beursintroductie van de aandelen van de vennootschap van de portfolio-onderneming is een van de manieren waarop een private-equityfonds een investering kan afstoten (exit). Ook wel beursgang, flotation of listing.
	Interest coverage ratio (ICR)	De mate waarin de onderneming in staat is aan haar renteverplichtingen te voldoen. De ICR is de verhouding EBIT(DA)-rentelasten.
	Internal rate of return (IRR)	De interne-opbrengstvoet of het effectief rendement is een getal, meestal uitgedrukt als percentage, dat het nettorendement van de investeringen in een project weergeeft. Het is de opbrengstvoet (ook wel disconteringsvoet) waarbij de netto contante waarde van het geheel van kosten en baten nul is. Een project is aantrekkelijk als de interne-opbrengstvoet hoog is.
	Intrinsieke waarde	Huidige boekwaarde van bezittingen minus de huidige boekwaarde schulden. Bij intrinsieke waarde wordt geen rekening gehouden met gegenereerde waarde in de toekomst of de tijdswaarde van geld.
	Investment multiple	Een instrument om de waarde van een PE-fonds te meten. Het wordt berekend door de cumulatieve uitkeringen van het fonds en de restwaarde van het gestorte kapitaal bij elkaar op te tellen en te delen door het totaal gestorte kapitaal. De investment multiple houdt geen rekening met de tijdswaarde van geld.
	Investment philosophy	De investeringsaanpak of -focus van een managementteam.
J	**J-curve, J-curve-effect**	Een diagram waarin de curve in eerste instantie daalt en vervolgens stijgt in de vorm van de letter J. Typisch voor een PE-fonds: na het doen van een bepaalde investering volgt eerst een periode van verlies waarna er een aanzienlijke winst wordt gemaakt.
K	**Kapitaalklem**	Op grond van het civiele recht moet een bepaald gedeelte van het vermogen in de vennootschap achterblijven. Per 1 januari 2012 in het bv-recht vervangen door een uitkeringstest met aansprakelijkheidssanctie.
	Key person event	Bepaalde (fonds)managers worden als key person aangemerkt. Bij bepaalde gebeurtenissen, zoals vertrek van een key person, treden bepaalde gevolgen in, bijvoorbeeld het kunnen opheffen van een fonds.
	Key value drivers (KVD's)	De punten die de meeste invloed uitoefenen op de waarde van een onderneming, zoals marktpositie en merknaam.
L	**Late-fase-financiering, later stage- financiering**	Verzamelnaam voor buy-outfinanciering en overige financiering voor meer volwassen ondernemingen.

Lead investor	Bij hele grote investeringen wordt samengewerkt in een groep om het risico te spreiden (syndication). Gewoonlijk is er één investeerder die de leiding (lead) neemt in de onderhandelingen, hij zoekt de andere investeerders erbij.
Leaverbepalingen	Afspraken in het kader van managementparticipatie over overdracht van aandelen en andere relevante zaken in geval van vertrek van een manager die ook aandeelhouder is. Zie ook good leaver en bad leaver.
Letter of intent (LOI)	Intentieverklaring, intentieovereenkomst
Leverage	Hefboomeffect. De hefboom kan zich voordoen op verschillende niveaus. Er kan een hefboomwerking zitten in de verhouding eigen vermogen-vreemd vermogen. Ook kan leverage zich voordoen in de verhouding gewone aandelen-preferente aandelen.
Leveraged buy-out (LBO)	Een financieringsmethode waarbij de overname van een bedrijf voornamelijk berust op geleend geld, dat later door het overgenomen bedrijf moet worden terugbetaald. De activa van het overgenomen bedrijf worden als onderpand bij de lening gebruikt.
Leveraged buy-outfonds	Een PE-fonds dat zich specialiseert in leveraged buy-outs. Zie leveraged buy-out.
Limited liability partnership (LLP)	Een aantal of alle partners van een onderneming hebben beperkte aansprakelijkheid. Rechtsvorm in de US en in de UK.
Limited partner	Participant die beperkt aansprakelijk is in een limited partnership. De investeerders verschaffen het kapitaal in het fonds en zijn limited partners. Te vergelijken met een commanditair vennoot. Zie ook limited partnership.
Limited partnership (LP)	Meest gebruikte US-rechtsvorm voor private-equityfondsen. Bestaat uit een onbeperkt aansprakelijke general partner (meestal een lichaam gelieerd aan het private-equityhuis), en limited partners, de investeerders, die beperkt aansprakelijk zijn. In Nederland het dichtst benaderd door de cv. Zie ook general partner en limited partner.
Limited partnership agreement (LPA)	De fondsvoorwaarden van de limited partnership. Afspraken over het managen van de limited partnership, waarin zaken geregeld zijn als (management)fees, structurering, looptijd en verdeling van de opbrengsten.
Listed peers	Beursgenoteerde bedrijven waarmee een niet-beursgenoteerd bedrijf zich kan vergelijken, bijvoorbeeld voor waardebepaling.
Locked-box-overname	Bij een locked-box-overname wordt de prijs van de overname gefixeerd op een bepaalde datum in het verleden en gaan daarna alle geldstromen (via een locked box) naar de koper. Dit om waarderingsdiscussies te voorkomen.
Lock-up	Regeling die bepaalt dat bestaande aandeelhouders hun aandelen gedurende een bepaalde periode niet mogen verkopen. Meestal rondom een beursgang. Een lock-up kan geregeld zijn in de statuten of in een aandeelhouders-overeenkomst.

	Lucratief belang	Vermogensbestanddelen, zoals aandelen of schuldvorderingen, met een bepaalde hefboomwerking die aan (fonds)managers zijn toegekend (mede) als beloning voor werkzaamheden.
	LuxCo	Algemene naam die wordt gegeven aan een houdstermaatschappij gevestigd in Luxemburg.
M	**Management buy-in (MBI)**	Verkoop van een bedrijf of bedrijfsonderdelen aan management dat nog niet werkzaam is bij de onderneming. Bij grotere buy-ins wordt vaak een deel van de aandelen gekocht door een fonds van een participatiemaatschappij die samenwerkt met het nieuwe management.
	Management buy-out (MBO)	Verkoop van een bedrijf of bedrijfsonderdelen aan het zittende management. Bij grotere buy-outs wordt vaak een deel van de aandelen gekocht door een fonds van een participatiemaatschappij die samenwerkt met het management.
	Managementfee	Vergoeding voor het beheren van het PE-fonds. Gewoonlijk is de management-fee een percentage van het committed capital. Zie capital commitment.
	Market-comparablemethode	Waarderingsmethode door middel van vergelijking met in de markt bekende gegevens van beursgenoteerde bedrijven.
	Market-flexclausule	Een market-flexclausule houdt in dat de bank het recht heeft om bepaalde voorwaarden van de financiering aan te passen, wanneer blijkt dat andere banken niet willen bijdragen aan het risico van de lening. Veelal wordt in dit geval de rentemarge aangepast.
	Marketable	Makkelijk te kopen of te verkopen.
	Material adverse change-clausule (MAC-clausule)	De MAC-clausule in een overnamecontract is een vangnetbepaling die in werking kan treden bij substantiële wijzigingen in de markt. De koper kan zich in bepaalde gevallen terugtrekken door een beroep te doen op de MAC-clausule.
	Mezzanine debt	Achtergestelde ongedekte lening die bij een faillissement als laatste lening in aanmerking komt om terugbetaald te worden. Deze vorm van financiering loopt dus het meeste risico en levert daarom het meeste rendement op, op het eigen vermogen na. Vaak heeft een dergelijke lening conversierechten, zoals warrants of opties.
	Multiple	Relatieve waardering van een onderneming, wordt vaak gedaan aan de hand van multiples. De waarde wordt berekend door ratio's van het bedrijf te vergelijken met vergelijkbare (beursgenoteerde) bedrijven.
N	**Net asset value (NAV)**	De totale waarde van de activa van het fonds verminderd met de totale waarde van de passiva.
	NewCo	Een algemene naam die wordt gegeven aan een rechtspersoon, als deze nog geen eigen naam heeft. Meestal is dit een houdster-vennootschap die wordt opgericht om de feitelijke portfolio-onderneming over te nemen. Zie ook AcqCo.

	Non-disclosure agreement (NDA)	Geheimhoudingsovereenkomst. Overeengekomen wordt dat partijen bepaalde vertrouwelijke informatie met elkaar delen voor een bepaald doel (aan- of verkoop). Beide partijen komen overeen deze informatie geheim te houden.
	NVP	Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen: de branche-vereniging van Nederlandse venture-capital- en private-equityorganisaties.
O	**Optie**	Het recht een bepaald vermogensbestanddeel (bijvoorbeeld een aandeel) te mogen kopen of verkopen gedurende een bepaalde periode tegen een vooraf bepaalde prijs.
	Overhang	Doordat de gewone aandelen een achterstelling hebben ten opzichte van de preferente aandelen kan het voorkomen dat de aandeelhouders van de laagst preferente klasse (de managers) niet aan bod komen bij een exit. Dit wordt als onwenselijk beschouwd, daarom wordt voor deze gevallen vaak een catch-up-mogelijkheid opgenomen. Zie catch-up.
P	**Parallel fonds**	Wordt opgezet naast het hoofdfonds, vaak met het oog op de specifieke belastingpositie van een of enkele investeerders.
	Participatiemaatschappij (PPM)	Private-equityorganisatie die een of meer PE-fondsen onder beheer heeft, beheerd door fondsmanagers. Ook wel: investeringsmaatschappij.
	Phantom income	Inkomsten die op enig moment nog niet daadwerkelijk cashflow genereren, maar waar op dat moment wel belasting over geheven wordt.
	Phantom stock	Een contractuele afspraak, vaak tussen werkgever en werknemer, waarbij onder bepaalde voorwaarden, recht op een geldbedrag bestaat dat gelijk staat aan de waarde van een bepaald aandeel. In feite wordt een aandeel nagebootst, de werknemer krijgt geen aandeel maar de geldwaarde daarvan.
	Placement agent	Een tussenpersoon die wordt ingehuurd door private-equityorganisaties bij het werven van investeerders bij de opzet van een nieuw fonds.
	Portfolio-management	Ervoor zorgen dat de portefeuille met portfolio-ondernemingen uitgebalanceerd is qua risico's en op elkaar aansluiten qua investerings-focus van het PE-fonds.
	Portfolio-onderneming	Niet-beursgenoteerde onderneming die gehouden wordt door een PE-fonds. Ook target.
	Preferent aandeel	Geeft in het algemeen vóór alle overige aandelen recht op een vast dividend. Bij ontbinding van de vennootschap worden preferente aandelen vóór de andere aandelen terugbetaald. Zie ook cumulatief preferent aandeel.
	Preferred return	De minimale winst die investeerders op hun kapitaalinleg in een private-equityfonds willen maken. Pas boven dit rendement gaan de investeerders de winst delen met het fondsmanagement. Ook wel minimum acceptable rate of return (MARR) of hurdle.

Private equity	Investeringen via risicodragend vermogen in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Private equity omvat zowel investeringen in jonge, snel groeiende (technologie)bedrijven (venture capital) als investeringen in volwassen bedrijven. Doel is de niet-beursgenoteerde ondernemingen op termijn met winst weer te verkopen.
Private-equityhuis	Veelal zelfstandig opererende participatiemaatschappij. Zie participatiemaatschappij.
Private placement memorandum (PPM)	Prospectus waarin de belangrijkste kenmerken van een nieuw op te richten PE-fonds zijn beschreven. Bevat vaak ook een fiscale paragraaf.
Proprietary dealflow	Transacties uit het eigen netwerk, waarbij een investeringsmaatschappij als eerste toegang heeft tot het bedrijf, nog voordat andere gegadigden de gelegenheid krijgen.
Public equity	Eigen vermogen in een beursgenoteerde onderneming (beursaandelen).
Putoptie	Het recht om een bepaalde onderliggende waarde (bijvoorbeeld een aandeel) binnen een bepaalde periode te verkopen tegen een van tevoren vastgestelde prijs.
Q	
Quickscan	Eerste screening bij een mogelijke overname. De risicogebieden van een overnamedeal worden geïdentificeerd en de scope en reikwijdte van een mogelijk verder onderzoek bepaald.
R	
Ratchet	Het recht van het management van de portfolio-onderneming om zijn aandeel in de exit-opbrengsten ten koste van de participatiemaatschappij te vergroten indien bepaalde vooraf gedefinieerde rendementsdoel-stellingen zijn behaald. Zie ook reverse ratchet.
Recapitalization (recap)	Reorganisatie van de kapitaalstructuur van een vennootschapsstructuur. Herkapitalisatie kan een aantal redenen hebben. Meestal wordt een groot deel van het eigen vermogen vervangen door schuld of vice versa. In meer gecompliceerde transacties kan ook sprake zijn van mezzaninefinanciering en andere hybride effecten.
Regionale ontwikkelings-maatschappij	Samenwerkingsverband tussen het Rijk en de provincies met als doel het stimuleren en innoveren van de lokale economie, onder andere door het doen van investeringen en het nemen van participaties in bedrijven uit de regio via PE-fondsen.
Reverse clawback	Het omgekeerde van een clawback. Bij een reverse clawback hebben de investeerders gedurende de looptijd meer ontvangen dan waar zij volgens de fondsvoorwaarden recht op hebben. Uiteindelijk moeten ze het meerdere terugbetalen. Ook wel investor clawback.
Reverse ratchet	Het recht van de participatiemaatschappij om extra aandelen uit te geven om hiermee het managementbelang te laten verwateren wanneer bepaalde vooraf gedefinieerde rendementsdoelstellingen niet gehaald worden. Zie ook ratchet.

Right of first refusal	Aandeelhoudersrecht om als eerste te bieden in geval een andere aandeelhouder zijn aandelen verkoopt.
Risk-adjusted Net Present Value-methode (rNPV)	Vergelijkbaar met de DCF-methode, maar bij de rNPV worden de verwachte kasstromen vermenigvuldigd met de kans van slagen van ieder project.
Roadshow	Meestal voorafgaand aan een beursgang. Het management van een portfoliobedrijf reist het land door om presentaties te geven aan analisten, fondsbeheerders en potentiële investeerders.
Sale and purchase agreement (SPA)	Contract waarin alle rechten en verplichtingen van koper en verkoper zijn vastgelegd.

S

Scale-up	Een start-up die doorgroeit naar de volgende fase.
Screening	Sterkte-en-zwakteanalyse van een te kopen onderneming. Zie ook quickscan.
Secondary buy-out	Buy-out waarbij de portfolio-onderneming wordt overgenomen door een andere participatiemaatschappij.
Seedfinanciering, seedkapitaal	Financiering voor onderzoek, bepaling en ontwikkeling van het initiële concept, nog voordat de start-upfase wordt bereikt.
Senior vreemd vermogen, senior debt	Het deel van het vreemd vermogen van een investering dat (vrijwel) het minste risico loopt, en dus minder rendement oplevert.
Shareholder loan	Aandeelhouderslening. Een lening die de overnamehoudster opneemt bij haar eigen aandeelhouder of bij een aan de aandeelhouder gelieerde partij.
Small company premium/-factor	Theorie van Rolf Banz. Kleinere bedrijven leveren voor investeerders meer op dan grotere bedrijven, omdat een investering in kleinere bedrijven meer risico met zich meebrengt. Banz toonde het verband aan tussen risico en opbrengst.
Startfinanciering/-kapitaal	Financiering voor productontwikkeling en initiële marketingactiviteiten van beginnende ondernemingen.
Start-up	Beginnende onderneming met innovatieve ideeën gericht op groei in een bepaalde markt. Een 'unicorn' is een start-up die een waarde heeft van meer dan een miljard dollar.
Stock appreciation rights (SAR)	Regeling waarbij de werknemer recht heeft op een bedrag in geld dat wordt gerelateerd aan de waardestijging van het bedrijf. Vergelijkbaar met een optieregeling. Het verschil is dat de werknemer bij een SAR geen aandeelhouder wordt maar recht krijgt op een geldswaarde.
Stripinvestering	Participatie door een (fonds)manager in een 'mandje' van verschillende typen vermogensbestanddelen (verschillende soorten aandelen, vorderingen en/of rechten). Een dergelijke combinatie wordt wel een stripinvestering genoemd.

Sum of parts valuation	Waarderingsmethode waarbij de waarden van twee afzonderlijke activiteiten of segmenten bij elkaar worden opgeteld.
Sweet equity	Managers krijgen veelal een groter aandelenbelang in een onderneming in verhouding tot hun investering dan een participatiemaatschappij. Zie ook envy ratio.
SWOT-analyse	Strengths, weaknesses, opportunities & threats: sterkte-en-zwakteanalyse.
Syndication	Een samenwerkende groep van investeerders of geldverstrekkers die gezamenlijk kapitaal of een lening verstrekt. Bijvoorbeeld bij hele grote geldsommen of ter spreiding van de risico's.
T	
Tag-along right	Meeverkooprecht. Aandeelhoudersrecht (van minderheidsaandeelhouders) om aandelen mee te verkopen indien andere (groot-) aandeelhouders hun aandelen verkopen. (Fonds)managers hebben zo het recht om hun aandelen mee te verkopen in geval van een exit.
Target	Niet-beursgenoteerde onderneming die gehouden wordt door een PE-fonds. Ook: target. Ook: portfolio-onderneming.
Tax shield	Een vermindering van vennootschapsbelasting door een vermindering van de belastbare winst. Bijvoorbeeld door een lening te nemen, aangezien rente over een lening veelal aftrekbaar is van de winstbelasting. De kasstromen blijven hierdoor hoger, waardoor ook de waarde van een onderneming stijgt.
Term sheet	Een document waarin de bepalingen van de overdracht van een onderneming worden vastgelegd. Het document is een intentieverklaring, nog geen bindend contract.
Threshold- of hurdleaandelen	Aandelen die pas meedelen in de winst nadat een bepaalde drempel (threshold of hurdle) is behaald. Vaak geregeld in een aandeelhoudersovereenkomst.
Tijdswaarde van geld	Een euro nú is meer waard dan een euro over een jaar, omdat deze euro in de tussentijd meer waard kan worden door deze te investeren of uit te lenen tegen rente. De tijdswaarde kan dan als volgt uitgerekend worden: Kapitaal (na t jaar) = Kapitaal (begin) × (1 + rente)t
Trade sale	Term gebruikt in Europa als het gaat om een exit waarbij de portfolio-onderneming wordt verkocht aan een bedrijf in de branche van de portfolio-onderneming. US: merger of acquisition.
Turnaroundfinanciering	Investering in een bedrijf dat verlies lijdt en waarvan de continuïteit zonder extern vermogen niet is gewaarborgd. Door middel van een investering in een reorganisatie kan de onderneming weer levensvatbaar worden.
V	
Vendor due diligence	Onafhankelijk en volledig boekenonderzoek naar alle informatie van de onderneming alvorens met het verkoopproces te starten, dat verstrekt kan worden aan potentiële kopers.

Terug naar inhoud

	Venture capital	Investeringen in jonge, snel groeiende (technologie)bedrijven, waaraan relatief hoge risico's verbonden zijn. Venture capital is een species van private equity.
	Vervangingskapitaal	Men spreekt van vervangingskapitaal wanneer een financiële investeerder de aandelen van een andere aandeelhouder overneemt. In dit geval ontvangt de onderneming geen extra kapitaal.
	Vintage year	Het jaar van de vorming van het fonds en de eerste opname van het kapitaal.
	Vrijwaring	Voor feiten die bij de koop al wel bekend zijn maar waarvan de omvang nog niet is te overzien, kan door de verkoper een vrijwaring worden verleend.
	Vroegefasefinanciering	Verzamelnaam voor seed- en startkapitaal en overige financiering voor de eerste groeifasen van beginnende ondernemingen.
W	**Warrant**	Vergelijkbaar met een optie. Het belangrijkste verschil tussen opties en warrants is dat de opties door de beurs geïntroduceerd worden en warrants door een onderneming worden uitgegeven. De warrantcontracten worden door de verschillende marktpartijen zelf met elkaar aangegaan. Vaak in combinatie met een (converteerbare) lening.
	Waterfall	De verdeling van de opbrengsten van het PE-fonds tussen investeerders en fondsmanagers. De verdeling gebeurt in verschillende tranches. Als een van de tranches vol is komt men aan de volgende tranche toe. Ook distributie-waterval.
Z	**ZOPA**	Zone of potential agreement: de overlap tussen het bedrag dat de verkoper minimaal wil ontvangen en de koper maximaal wil uitgeven. Deze overlap is de onderhandelingsruimte.

Terug naar inhoud

Bijlage B
Case studies lucratief belang

Deze bijlage behoort bij hoofdstuk 9, lucratief belang. In deze bijlage is een aantal voorbeelden opgenomen. Het zijn varianten op het in onderdeel 9.1.1 opgenomen voorbeeld. Het doel van deze variaties is het onderzoeken van de werking van het hefboomeffect.

In het voorbeeld is sprake van een lucratief belang van de managers door deelname via gewone aandelen in de overnameholding H BV. Hieronder wordt voor de overzichtelijkheid eerst het voorbeeld uit onderdeel 9.1.1 herhaald, gevolgd door de varianten 2 tot en met 5.

Voorbeeld 1

In de praktijk ziet de balans (sterk verkort weergegeven) van de overnameholding (H BV) van een target company (T BV) er bijvoorbeeld als volgt uit:

Vennootschap H BV (overnameholding) op t=0			
Activa		**Passiva**	
Deelneming T	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 500.000
		Lening	€ 19.500.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Vennootschap T BV (target)			
Activa		**Passiva**	
Onderneming	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 20.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Overnameholding H BV financiert de aankoop van target T BV met een aandeelhouderslening van €19.500.000 (rente 4%) en gewoon aandelenkapitaal ter grootte van €500.000. Het gewone aandelenkapitaal bestaat uit 500 aandelen met een nominale waarde van €1.000 per aandeel. De geschatte opbrengsten van target T zijn €1.000.000 per jaar en de rentekosten zijn €780.000 per jaar. De rentekosten worden jaarlijks bij de hoofdsom van de lening bijgeschreven en over de bijgeschreven rente wordt rente vergoed.

De lening van €19.500.000 aan overnameholding H wordt verstrekt door het private equity-fonds[485] (shareholder loan). Daarnaast houdt het private equity-fonds 450 gewone aandelen (€450.000) en houdt het management van de target de resterende 50 aandelen (€50.000). Er zijn 5 managers in dienst van de target, ze houden ieder een gelijk pakket[486] aandelen. Elke manager heeft dus 10 gewone aandelen met een nominale waarde van €1.000 per aandeel. Het private equity-fonds financiert de overname van de target dus voor €19.950.000 in de vorm van een shareholder loan en in de vorm van gewone aandelen (ordinary shares). Het management investeert voor €50.000 uitsluitend in de vorm van gewone aandelen (ordinary shares).

Stel dat de aandelen van targetvennootschap T BV na 5 jaar worden verkocht voor €40.000.000 door overnameholding H BV.

485 In de praktijk worden de leningen verstrekt door aan het fonds gelieerde partijen.
486 In de praktijk verschillen de onderlinge verhoudingen.

Hoe gaat de verdeling van de opbrengst (waterfall) ad € 40.000.000 als gevolg van de verkoop van target T BV in zijn werk?

De opbrengst van € 40.000.000 wordt als volgt verdeeld:
1) € 19.500.000 aflossing shareholder loan;
2) € 4.224.732 rente lening over 5 jaar;
3) € 16.275.268 dividend ordinary shares.

De slotbalans van overnameholding H BV na verkoop target T BV is dus:

Vennootschap H BV (na verkoop aandelen T BV) op t=5			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 40.000.000	Gewoon AK	€ 16.275.268
		Lening (incl. rente)	€ 23.724.732
Totaal	€ 40.000.000	Totaal	€ 40.000.000

Rendement op de gewone aandelen
Het rendement op de gewone aandelen H BV is:
– € 16.275.268 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop aandelen T BV) - € 500.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = € 15.775.268 (rendement).
– € 15.775.268 (rendement) / € 500.000 (investering) = € 31,550536 = 3.155%

Het rendement op de gewone aandelen H BV is dus 3.155%, over 5 jaar, een super rendement!

De opbrengst per gewoon aandeel H BV is (€ 16.275.268 / 500) = € 32.551

Rendement op de gewone aandelen voor PE-fonds
Het rendement voor het private equity-fonds op de gewone aandelen H BV is:
– 450 aandelen × € 32.551 = € 14.647.950.
– € 14.647.950 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - € 450.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = € 14.197.950 (rendement);
– € 14.197.950 (rendement) / € 450.000 (investering) = € 31,551 = 3.155% rendement op de gewone aandelen H BV over een periode van 5 jaar voor het private equity-fonds.

Rendement op de gewone aandelen voor de managers
Het rendement voor de managers op de gewone aandelen H BV is:
– 50 aandelen × € 32.551 = € 1.627.550;
– € 1.627.550 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - € 50.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = € 1.577.550 (rendement);
– € 1.577.550 (rendement) / € 50.000 (investering) = € 31,551 = 3.155% rendement op de gewone aandelen H BV over een periode van 5 jaar voor het management.

Het rendement van het management op de aandelen H BV is gemiddeld: $(32{,}6^{1/5})$ = 2,01 - 1= 100,7% per jaar.
Het gemiddelde rendement per jaar (internal rate of return) is dus 100,7%.

Rendement private equity-fonds op de totale investering op H BV
Het totale rendement voor het private equity-fonds op de verstrekte lening en gewone aandelen (= totale investering) tezamen over een periode van 5 jaar is:
- € 23.724.732 + € 14.647.950 = € 38.372.682 (totale opbrengsten lening en gewone aandelen);
- € 38.372.682 (totale opbrengsten lening en gewone aandelen) - (€ 19.500.000 + € 450.000) = € 19.950.000 (totale investering in lening en gewone aandelen) = € 18.422.682 (rendement);
- € 18.422.682 (rendement) / € 19.950.000 (investering) = 0,923 = 92,3% rendement over een periode van 5 jaar op de totale investering in H BV over een periode van 5 jaar voor het private equity-fonds.

Het rendement van het private equity-fonds op de totale investering is gemiddeld:
$(1{,}92^{1/5}) = 1{,}139 - 1 = 0{,}139$, oftewel 13,9% gemiddeld per jaar (want $1{,}139^5 = 1{,}92$).
De IRR van de totale investering voor het fonds is dus 13,9%.

Conclusie voorbeeld 1
Men zie dat het private equity-fonds genoegen neemt met een rendement van 92,3% over een periode van 5 jaar op hun totale investering, terwijl de managers een rendement behalen van 3.155% over eenzelfde periode van 5 jaar op hun totale investering (de carry). Dit verschil in rendement komt doordat het management uitsluitend participeert in de gewone aandelen van overnameholding H BV en niet tevens in de leningen op overnameholding H BV. Er wordt dus door de participerende partijen niet evenredig deelgenomen in de winst van overnameholding H BV.

Uit dit voorbeeld blijkt dat het rendement op de investering van het management ruim 30 x zo hoog is als die van het private equity-fonds. Dit is het voordeel (de carry) dat het private equity-fonds laat aan het management. De carried interest is in wezen een vergoeding voor de arbeid die de manager levert.

Voorbeeld 2

Vennootschap H BV (overnameholding) op t=0			
Activa		**Passiva**	
Deelneming T	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 10.000.000
		Lening	€ 10.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Vennootschap T BV (target)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 20.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Overnameholding H BV financiert de aankoop van target T BV nu met een aandeelhouderslening van € 10.000.000 (rente 4%) en gewoon aandelenkapitaal ter grootte van € 10.000.000. H BV wordt dus voor 50% met vreemd vermogen en voor 50% met eigen vermogen gefinancierd.

Het gewone aandelenkapitaal van H BV bestaat uit 10.000 aandelen met een nominale waarde van € 1.000 per aandeel. De geschatte opbrengsten van target T BV zijn € 1.000.000 per jaar en de rentekosten over de door H BV gekregen shareholder loan van € 10.000.000 zijn € 400.000 per jaar. De rentekosten worden jaarlijks bij de hoofdsom van de lening bijgeschreven en over de bijgeschreven rente wordt rente vergoed.

De lening van € 10.000.000, rente 4% per jaar, wordt verstrekt door het private equity-fonds (shareholder loan). Daarnaast houdt het private equity-fonds 9.950 gewone aandelen (€ 9.950.000) en houdt het management de resterende 50 aandelen (€ 50.000). Er zijn 5 managers, die elk een gelijk pakket aandelen houden. Elke manager heeft dus 10 gewone aandelen met een nominale waarde van € 1.000 per aandeel. Het private equity-fonds financiert de overname van de target dus voor € 10.000.000 in de vorm van een shareholder loan en € 9.950.000 gewone aandelen (ordinary shares). Het management investeert voor € 50.000 uitsluitend in de vorm van ordinary shares.

Stel dat de aandelen van targetvennootschap T BV na 5 jaar worden verkocht voor € 40.000.000 door overnameholding H BV.

Hoe gaat de verdeling van de opbrengst (waterfall) ad € 40.000.000 als gevolg van de verkoop van target T BV in zijn werk?

Verdeling opbrengst door H BV *als gevolg van verkoop aandelen* T BV

De opbrengst van € 40.000.000 wordt als volgt verdeeld:
1) € 10.000.000 aflossing shareholder loan;
2) € 2.166.529 rente lening over 5 jaar;
3) € 27.833.471 dividend ordinary shares.

Rendement gewone aandelen H BV
Het rendement op de gewone aandelen H BV is:
– € 27.833.471 (opbrengst gewone aandelen in overnameholding H BV na verkoop Target T BV) - € 10.000.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H op moment van investering) = € 17.883.471;
– € 17.883.471 (rendement) / € 10.000.000 (investering) = 1,78 = 178%

Het rendement op de gewone aandelen H BV is dus 178%, over 5 jaar een super rendement!

De opbrengst per gewoon aandeel H BV is (€ 27.833.471 / € 10.000) = € 2.783.

Rendement private equity-fonds op gewone aandelen H BV
Het rendement voor het private equity-fonds op de gewone aandelen H BV is:
– 9.950 aandelen × € 2.783 = € 27.690.850;
– (€ 27.690.850 - € 9.950.000) = € 17.740.850 (rendement)

Het rendement op de gewone aandelen voor het private equity-fonds is:
€ 17.740.850 (rendement) / € 9.950.000 (investering) = 1,78 = 178%, over 5 jaar.

Rendement managers op gewone aandelen H BV
Het rendement voor de managers op de gewone aandelen H BV is:
– 50 aandelen × €2.783 = €139.150;
– €139.150– €50.000 = €89.150 (rendement)

Het rendement op de gewone aandelen voor de managers is:
€89.150 (rendement) / €50.000 (investering) = 1,78 = 178% over een periode van 5 jaar.

Zowel het private equity-fonds als de managers van de target vennootschap behalen dus hetzelfde rendement op hun investering in de gewone aandelen, namelijk 178% over een periode van 5 jaar.

Het gerealiseerde rendement van het management op de aandelen H BV is gemiddeld:
$(2{,}78^{1/5}) = 1{,}23 - 1 = 23\%$ per jaar (internal rate of return). Dit is ook het totale rendement per jaar van de managers.

Rendement private equity-fonds op totale investering in H BV
Het totale gerealiseerde rendement voor het private equity-fonds op de verstrekte lening en gewone aandelen tezamen (= totale investering) over een periode van 5 jaar is:
– €12.166.529 + €27.690.850 = €39.857.379 (totale opbrengsten);
– €39.857.379 - (€10.000.000 + €9.950.000) €19.950.000 = €19.907.379 (rendement);
– Het totale rendement op de totale investering is voor het private equity-fonds:
  €19.907.379 (rendement) / €19.950.000 (investering) = 0,998 = 99,8% over een periode van 5 jaar.

Het rendement van het private equity-fonds op de totale investering is gemiddeld:
$(1{,}998^{1/5}) = 1{,}148 - 1 = 0{,}148$ oftewel 14,8% per jaar (want $1{,}148^5 = 2{,}00$). De IRR is derhalve 14,8%.

Conclusie voorbeeld 2
Het totale rendement van de managers op hun investering in uitsluitend gewone aandelen is dus veel hoger dan het totale rendement van het private equity-fonds. Het rendement voor de managers is echter veel minder dan in voorbeeld 1, omdat in voorbeeld 2 H BV met veel minder vreemd vermogen is gefinancierd.

Voorbeeld 3

Vennootschap H BV (overnameholding) op t=0			
Activa		**Passiva**	
Deelneming T	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 19.950.000
		Lening	€ 50.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Vennootschap T BV (target)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 20.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Overnameholding H BV financiert de aankoop van target T BV nu met een aandeelhouderslening van €50.000 (rente 4%) en gewoon aandelenkapitaal ter grootte van €19.950.000. Het gewone aandelenkapitaal bestaat uit 19.500 aandelen met een nominale waarde van €1.000 per aandeel. De geschatte opbrengsten van target T zijn €1.000.000 per jaar en de renteopbrengsten zijn €2.000 per jaar. De renteopbrengsten worden jaarlijks bij de hoofdsom van de lening bijgeschreven en over de bijgeschreven rente wordt rente vergoed.

De lening van €50.000, rente 4% per jaar, wordt verstrekt door het private equity-fonds (shareholder loan). Daarnaast houdt het private equity-fonds 19.900 gewone aandelen (€19.900.000) en houdt het management de resterende 50 aandelen (€50.000). Er zijn 5 managers, die ieder een gelijk pakket aandelen houden. Elke manager heeft dus 10 gewone aandelen met een nominale waarde van €1.000 per aandeel. Het private equity-fonds financiert de overname van de target dus voor €50.000 in de vorm van een shareholders loan en €19.900.000 ordinary shares. Het management investeert voor €50.000 uitsluitend in de vorm van ordinary shares.

Stel dat de aandelen van targetvennootschap T na 5 jaar worden verkocht voor €40.000.000 door overnameholding H.

Verdeling opbrengst door H BV als gevolg van verkoop aandelen T BV
Hoe gaat de verdeling van de opbrengst (waterfall) ad €40.000.000 als gevolg van de verkoop van target T in zijn werk?

De opbrengst van €40.000.000 wordt als volgt verdeeld:
1) €50.000 aflossing shareholders loan;
2) €10.833 rente lening over 5 jaar;
3) €39.393.167 dividend ordinary shares.

Rendement gewone aandelen H BV
Het rendement op de gewone aandelen H BV is:
– €39.939.167 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - €19.950.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = €19.989.167;
– €19.989.167 (rendement) / €19.950.000 (investering) = 1,002 = 100%.

Het rendement op de gewone aandelen H BV is dus 100% over 5 jaar, een super rendement!

De opbrengst per gewoon aandeel H BV is (€39.939.167 / €19.950) = €2.002.

Rendement private equity-fonds op gewone aandelen H BV
Het rendement voor het private equity-fonds op de gewone aandelen H BV is:
– 19.900 aandelen × €2.002 = €39.839.800;
– €39.839.800 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - €19.900.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = €19.939.800 (rendement);
– €19.939.800 (rendement) / €19.900.000 (investering) = 1,00 = 100% over een periode van 5 jaar.

Het rendement van het private equity-fonds op de aandelen H BV is gemiddeld:
$(2{,}00^{1/5})$ = 1,1487 - 1= 14,9% per jaar. De IRR voor het private equity-fonds is dus 14,9% per jaar.

Rendement managers op gewone aandelen H BV
Het rendement voor de managers op de gewone aandelen H BV is:
– 50 aandelen × €2.002 = €100.100;
– €100.100 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) - €50.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = €50.100 (rendement);
– €50.100 (rendement) / €50.000 (investering) = 1,00 = 100% over een periode van 5 jaar.

Het rendement van het management op de aandelen H BV is gemiddeld:
$(2{,}00^{1/5}) = 1{,}1487 - 1 = 14{,}9\%$ per jaar. De IRR voor het management is dus 14,9% per jaar.

Rendement private equity-fonds op totale investering in H BV
Het totale rendement voor het private equity-fonds op de verstrekte lening en gewone aandelen tezamen (= totale investering) over een periode van 5 jaar is:
– €60.833 + €39.839.800 = €39.900.633 (totale opbrengsten);
– €39.900.633 - (€50.000 + €19.900.000 = €19.950.000) = €19.950.633 (rendement);
– €19.950.633 (rendement) / €19.950.000 (investering) = 1,000 =100% over een periode van 5 jaar.

Het rendement van het private equity-fonds op de totale investering is gemiddeld:
$(2^{1/5}) = 1{,}1487 - 1 = 0{,}1487$ oftewel 14,9% per jaar (want $1{,}148^5 = 2{,}00$).
De IRR voor het private equity-fonds op hun investering is dus 14,9% per jaar.

Conclusie voorbeeld 3
Doordat de overnameholding H BV nu nagenoeg uitsluitend met gewone aandelen is gefinancierd wordt de opbrengst, behaald met de verkoop van de aandelen target T BV, nagenoeg geheel evenredig verdeeld tussen het management en het private equity-fonds. Dit is ook te zien aan de IRR van de investering van het management ten opzichte van de IRR van de investering van het private equity-fonds, want deze zijn namelijk bijna hetzelfde.

Voorbeeld 4

Vennootschap H BV (overnameholding) op t=0			
Activa		**Passiva**	
Deelneming T	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 500.000
		Lening	€ 19.500.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Vennootschap T BV (target)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 20.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Het gewone aandelenkapitaal van H BV bestaat wederom uit 500 aandelen met een nominale waarde van €1.000 per aandeel. Overnameholding H BV financiert de aankoop van target T BV (weer) met een aandeelhouderslening van €19.500.000 (rente 4%).

Voorbeeld 4 is dus hetzelfde als voorbeeld 1, alleen participeert het management nu op evenredige wijze in de ordinary shares en shareholder loans op overnameholding H BV. Het management investeert nog steeds €50.000, alleen is de investering verdeeld over de ordinary shares en shareholder loans.

De verhouding lening / totaal vermogen = €19.500.000 / €20.000.000 = 0,975. Overnameholding H BV is dus voor 97,5% gefinancierd met eigen vermogen en voor 2,5% met eigen vermogen. Als het management in deze verhouding in de leningen en ordinary shares zal gaan investeren, behaalt zij exact hetzelfde rendement als het private equity-fonds. Van de totale investering van €50.000 moet het management dus voor 97,5% in leningen deelnemen op overnameholding H BV (= €48.750) en voor 2,5% aan gewone aandelen H BV (= €1.250). Het private equity-fonds moet van de totale investering van €19.950.000 voor (0,975 x €19.950.000) = €19.451.250 aan leningen investeren en voor (0,025 x €19.950.000) = €498.750 in het gewone aandelenkapitaal deelnemen.

Verdeling opbrengst door H BV als gevolg van verkoop aandelen T BV

Hoe gaat de verdeling van de opbrengst ('waterfall') ad €40.000.000 als gevolg van de verkoop van de aandelen target T BV in zijn werk?

1) Lening plus rente na 5 jaar = €23.724.732;
2) Dividend ordinary shares na 5 jaar = €16.275.268.

Rendement gewone aandelen H BV

De opbrengst per aandeel H BV = €16.275.268 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) / 500 (aantal aandelen) = €32.551

Het rendement op de gewone aandelen H BV is:

– €16.275.268 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop aandelen target T BV) - €500.000 (nominaal gestort op gewone aandelen H BV op moment van investering) = €15.775.268.

€15.775.268 (rendement) / €500.000 (investering) = 31,6 = 3.160%. Het rendement op de gewone aandelen H BV is dus 3.160% over een periode van 5 jaar.

Rendement managers op totale investering in H BV

Het totale rendement voor de managers op de investering in gewone aandelen H BV en leningen H BV over een periode van 5 jaar is:

– Opbrengsten lening H BV = €48.750 + (€48.750 / €19.500.000 = 0,0025 x €4.224.732 = €10.562) + €10.562 (rente) = €59.312 lening, inclusief rente;
– Opbrengsten aandelen managers H BV = €1.250 (investering in aandelen) / €1.000 (nominale waarde aandeel) = 1,25 aandelen × €32.551 = €40.689 uitkering op de aandelen;
– De totale uitkering voor het management is dan: (€59.312 + €40.689) = €100.001.

Het rendement over 5 jaar op de totale investering is dan voor het management:
(€100.001 - €50.000 = €50.001) / €50.000 = 1,0 = 100%

De IRR voor het management is $2^{1/5}$= 1,149 (14,9% per jaar).

Rendement private equity-fonds op totale investering in H BV
Het totale rendement voor het private equity-fonds op de verstrekte lening en gewone aandelen tezamen (= totale investering) over een periode van 5 jaar is:
- Opbrengsten lening H BV: €19.451.250 + (€19.451.250 / €19.500.000 = 0,9975 x €4.224.732 = €4.214.170) + €4.214.170 = €23.665.420 lening, inclusief rente;
- Opbrengsten aandelen H BV private equity-fonds: €498.750 (investering in aandelen) / €1.000 (nominale waarde aandeel) = 498,75 aandelen. €32.551 x 498,7 = €16.234.811 uitkering op de aandelen;
- De totale uitkering op gewone aandelen en leningen voor het private equity-fonds is dan: (€23.665.420 + €16.234.811) = €39.900.231.

Het rendement over 5 jaar op de totale investering is dan voor het private equity-fonds: (€39.900.231 - €19.950.000 = €19.950.231) / €19.950.000 = 1,0 = 100%

De IRR voor het private equity-fonds is $2^{1/5}$= 1,149 (14,9% per jaar)

Conclusie voorbeeld 4
Indien het management in exact dezelfde verhouding investeert als het private equity-fonds in de ordinary shares en shareholders loans in overnameholding H BV, behalen zij dus elk precies eenzelfde rendement of IRR per jaar. In dit geval neemt het rendement van het management dus af van 100,7% per jaar in voorbeeld 1, naar 14,9% per jaar in voorbeeld 4. Zie ook dat de hefboomwerking van H BV eruit is gehaald, door het management in exact dezelfde verhouding in het vreemde en eigen vermogen van H BV te laten participeren als het private equity-fonds. De opbrengst van de target vennootschap wordt dus geheel evenredig verdeeld.

Stel dat de overnameholding H BV geheel met eigen vermogen gefinancierd zou zijn geweest, dus voor €20.000.000 aan gewoon aandelenkapitaal. Bij een uitkering van €40.000.000 zou het rendement (€40.000.000 - €20.000.000 = €20.000.000 / €20.000.000) = 100% over 5 jaar zijn geweest en dat is precies hetzelfde rendement over 5 jaar als men voor 97,5% in de leningen en voor 2,5% in het gewone aandelen-kapitaal van overnameholding H BV deelneemt.

Voorbeeld 5

Uiteraard kan men ook in een andere verhouding deelnemen in het vreemde en eigen vermogen van overnameholding H BV.

Vennootschap H BV (overnameholding) op t=0			
Activa		**Passiva**	
Deelneming T	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 500.000
		Lening	€ 19.500.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Vennootschap T BV (target)			
Activa		**Passiva**	
Kas	€ 20.000.000	Gewoon AK	€ 20.000.000
Totaal	€ 20.000.000	Totaal	€ 20.000.000

Het gewone aandelenkapitaal van H BV bestaat nog steeds uit 500 aandelen met een nominale waarde van €1.000 per aandeel. Overnameholding H BV is nog steeds gefinancierd met een aandeelhouderslening van €19.500.000 (rente 4%).

Stel dat het management van de investering van €50.000 10% van dit bedrag (= €5.000) investeert in gewone aandelen H BV en 90% van de investering van €50.000 (= €45.000) in leningen op H BV. Het management neemt dus voor €5.000 deel in de gewone aandelen H BV en voor €45.000 deel in leningen op H BV. Omgerekend naar percentages neemt het management dus deel voor 1% in de gewone aandelen H BV en voor 0,23% in leningen op H BV. Het private equity-fonds neemt het restant van de financiering van H BV voor zijn rekening. Het private equity-fonds investeert dus voor €495.000 in de gewone aandelen H BV en voor €19.455.000 in de leningen op H BV. Zij bezit daarmee 99% van de gewone aandelen H BV en 99,8% van de leningen op H BV.

Op t=5 wordt T BV voor €40.000.000 verkocht.

Verdeling opbrengst door H BV als gevolg van verkoop aandelen T BV
Hoe gaat de verdeling van de opbrengst (waterfall) ad €40.000.000 als gevolg van de verkoop van de aandelen target T BV in zijn werk?
1) Lening plus rente na 5 jaar = €23.724.732;
2) Dividend ordinary shares na 5 jaar = €16.275.268.

Opbrengst gewone aandelen H BV
De opbrengst per aandeel H BV =
€16.275.268 (opbrengst gewone aandelen H BV na verkoop target T BV) / 500 (aantal aandelen) = €32.551

Rendement managers op totale investering in H BV
Het totale rendement voor de managers op de investering in gewone aandelen H BV en de leningen op H BV is:

Het rendement voor de managers op de gewone aandelen H BV is:
– €5.000 (investering in aandelen) / €1.000 (nominale waarde aandeel) = 5 aandelen × €32.551 = €162.755 uitkering op de gewone aandelen;
– €162.755 - €5.000 = €157.755 (rendement);
– €157.755 (rendement) / €5.000 (investering) = 31,55 = 3.155% rendement over een periode van 5 jaar.

De IRR voor het management is $3{,}55^{1/5}$ = 1,99 -1 = 1 = 99% per jaar op de gewone aandelen.

Het totale rendement op de leningen op H BV is:
– €45.000 + (€45.000 / €19.500.000 = 0,0023 x €4.224.732 = €9.716) + €9.716 (rente) = €54.716 (uitkering lening, inclusief rente);
– De totale uitkering voor het management is dan: (€54.716 + €162.755) = €217.471.

Het rendement over 5 jaar op de totale investering in gewone aandelen en leningen tezamen is dan voor het management:
(€21.471 - €50.000 = €167.471) / €50.000 = 3,35 = 335%

De IRR voor het management op de totale investering is $4{,}35^{1/5}$= 1,34 (34% per jaar).

Rendement private equity-fonds op totale investering in H BV
Het rendement op de aandelen H BV is:
– €495.000 (investering in aandelen) / €1.000 (nominale waarde aandeel) = 495 aandelen × €32.551 = €16.112.745 uitkering op de gewone aandelen;
– €16.112.745 - €495.000 = €15.611.745 (rendement);
– €15.611.745 / €495.000 = 31,55 = 3.155% rendement over een periode van 5 jaar.

De IRR voor het private equity-fonds is $3{,}55^{1/5}$ = 1,99 -1 = 1 = 99% per jaar op de gewone aandelen.

De totale uitkering op de leningen op H BV is:
– €19.455.000 + (€19.455.000 / €19.500.000 = 0,998 x 4.224.732 = €4.216.283) + €4.216.283 (rente) = €23.671.283 (uitkering lening, inclusief rente);

De totale uitkering voor het private equity-fonds op aandelen en leningen is dan:
€23.671.283 + €16.112.745 = €39.784.028

Het rendement over 5 jaar op de totale investering in gewone aandelen en leningen tezamen is dan voor het private equity-fonds:
– (€39.784.028 - €19.950.000) = € 19.834.028 (rendement);
– €19.834.028 / €19.950.000 = 0,99 = 99%.
– De IRR voor het private equity-fonds op de totale investering is $1{,}99^{1/5}$= 1,147 (14,7% per jaar).

Conclusie voorbeeld 5
In dit geval gaat het management iets meer investeren in gewone aandelen H BV en dus iets minder in leningen op H BV. De gevolgen zijn toch aanzienlijk: er is nu een hefboom ontstaan en dientengevolge een veel hoger (mogelijk) rendement per jaar voor het management.

Een mix van verschillende vermogensbestanddelen (gewone aandelen, preferente aandelen, leningen) noemt men in het jargon ook wel een '*strip*' investering.

Terug naar inhoud

Bijlage C
Belastingheffing carried interest in de vs en in de UK[487]

Verenigde Staten
In de vs wordt een carried interest als hoofdregel belast als capital gain. Op het moment van toekenning wordt er geen belasting geheven, omdat er op dat moment nog geen afdwingbaar recht op inkomsten is en de toekomstige inkomsten afhankelijk zijn van de waardestijging van het fonds. Men moet wel aan strikte 'safe harbour'-voorwaarden voldoen[488], wil er sprake zijn van een 'long term capital gain'. Zo niet, dan wordt het carried-bestanddeel belast als ordinary income. Een long term capital gain werd in 2017 belast tegen maximaal 15%. De tarieven behorende bij ordinary income zijn progressief en lopen op tot 39,6% in 2017.

De laatste jaren zijn er in de vs verschillende wetsvoorstellen gedaan waarbij werd voorgesteld carried interest als hoofdregel te belasten als ordinary income. Bijvoorbeeld de American Jobs Act 2011 waarin werd voorgesteld bepaalde participaties aan te merken als een 'ISPI' (investment services partnerships interests). Een participatie zou worden aangemerkt als ISPI als redelijkerwijs te verwachten was dat degene die de participatie hield bepaalde diensten of arbeid verricht ten aanzien van de gehouden participaties, zoals investeringsadvies, aan- en verkoopadvies, managementdiensten, acquisitie-, financieringswerkzaamheden etc. In dergelijke gevallen zou de totale nettovermogenswinst aangemerkt en belast worden als ordinary income.

Verenigd Koninkrijk
In de UK wordt het verwerven van een participatie tegen een lagere prijs dan de waarde in het economische verkeer gezien als belastbaar arbeidsinkomen. In de praktijk kan voor carried-interestparticipaties in de meeste gevallen een beroep worden gedaan op een 'memorandum of understanding' uit 2003 tussen de UK belastingdienst en de BVCA, de brancheorganisatie van PE-firma's in de UK[489] (de 'Carry MoU'). Indien wordt voldaan aan de voorwaarden uit deze memorandum of understanding, die onder andere inhouden dat de managers een zakelijke prijs betalen voor de participaties en onder dezelfde condities participeren in het fonds als de investeerders, worden voordelen behaald uit de carried interest belast als capital gains. Arbeidsinkomen wordt in de UK belast tegen een progressief tarief oplopend tot 45%. De belastingtarieven van de capital gains tax variëren van 18 tot 28%, afhankelijk van het inkomen (belastingtarieven 2017/18).

487 IBFD – Topical Analysis – Investment Funds & Private Equity, United Kingdom / Untited States, April 2016.
488 Rev. Proc. 93-27, 1993-2 C.B. 343.
489 http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/PDF_2.pdf.

Terug naar inhoud

Bijlage D
Jurisprudentieregister

HvJ EU

- HvJ EU 21 oktober 2004, nr. C-8/03, ECLI:NL:XX:2004:AV3413, V-N 2004/61.10
- HvJ EU 4 mei 2006, nr. C-169/04, ECLI:EU:C:2006:289, V-N 2006/45.15
- HvJ EU 13 maart 2008, nr. C-437/06, ECLI:EU:C:2008:166, V-N 2008/14.20
- HvJ EU 29 oktober 2009, nr. C-29/08, ECLI:EU:C:2009:665, BNB 2010/251
- HvJ EU 13 maart 2014, nr. C-464/12, ECLI:EU:C:2014:139, V-N 2014/15.19
- HvJ EU 9 december 2015, nr. C-595/13, ECLI:EU:C:2015:801, BNB 2106/45

Hoge Raad

- HR 21 juni 1932, B. 5237
- HR 28 december 1951, B. 9129
- HR 9 december 1953, nr. 11 536, ECLI:NL:HR:1953:AY2738, BNB 1954/9
- HR 10 april 1957, nr. 13 104, ECLI:NL HR:1957:AY1651, BNB 1951/266
- HR 13 maart 1968, nr. 15 854, ECLI:NL:HR:1968:AX6013, BNB 1968/105
- HR 14 oktober 1970, nr. 16 406, ECLI:NL:HR:1970:AX5267, BNB 1970/246
- HR 21 december 1977, nr. 18 338, ECLI:NL:HR:1977:AX3041, BNB 1978/94
- HR 8 maart 1978, nr. 18 671, ECLI:NL:HR:1978:AX3025, BNB 1978/87
- HR 12 maart 1980, nr. 19 651, ECLI:NL:HR:1980:AX0020, BNB 1980/116
- HR 19 augustus 1981, nr. 20 607, ECLI:NL:HR:1981:AW9796, BNB 1981/257
- HR 7 oktober 1981, nr. 20 733, ECLI:NL:HR:1981:AW9757, BNB 1981/299
- HR 26 februari 1986, nr. 23 299, ECLI:NL:HR:1986:AC9248, BNB 1986/162
- HR 20 januari 1988, nr. 24 304, ECLI:NL:HR:1988:BH7123, BNB 1988/122
- HR 27 januari 1988, nr. 23 919, ECLI:NL:HR:ZC3744, BNB 1988/217
- HR 1 maart 1989, nr. 25 327, ECLI:NL:HR:1989:ZC4001, BNB 1989/156
- HR 8 november 1989, nr. 25 257, ECLI:NL:HR:1989:ZC4143, BNB 1990/73
- HR 3 oktober 1990, nr. 26 142, ECLI:NL:HR:1990:BH7882, BNB 1990/329
- HR 1 april 1992, nr. 27 531, ECLI:NL:HR:1992:ZC4952, BNB 1992/231
- HR 8 april 1992, nr. 27 829, ECLI:NL:HR:1992:ZC4961, BNB 1992/232
- HR 14 april 1993, nr. 28 847, ECLI:NL:HR:1993:BH8770, BNB 1993/203
- HR 15 juni 1994, nr. 28 840, ECLI:NL:HR:1994:ZC5687, BNB 1994/261
- HR 17 augustus 1994, nr. 29 755, ECLI:NL:HR:1994:ZC5731, BNB 1994/319
- HR 16 augustus 1996, nr. 30 885, ECLI:NL:HR:1996:AA1910, BNB 1996/340
- HR 10 augustus 1998, nr. 31 659, ECLI:NL:HR:1998:AA2296, BNB 1998/295
- HR 30 juni 1999, nr. 34 325, ECLI:NL:HR:1999:AA2812, BNB 1999/334
- HR 25 oktober 2000, nr. 35 695, ECLI:NL:HR:2000:AA7843, BNB 2000/388
- HR 1 november 2000, nr. 361, ECLI:NL:HR:2000:AA7993, BNB 2001/82
- HR 29 november 2000, nr. 35 132, ECLI:NL:HR:2000:AA8596, BNB 2001/83
- HR 1 februari 2002, nr. 36 668, ECLI:NL:HR:2002:AD8765, BNB 2002/129
- HR 8 februari 2002, nr. 36 358, ECLI:NL:HR:2002:AB2856, BNB 2002/118
- HR 29 maart 2002, nr. 36 715, ECLI:NL:HR:2002:AE0862, BNB 2003/60
- HR 24 mei 2002, nr. 37 071, ECLI:NL:HR:2002:AE3171, BNB 2002/231
- HR 12 juli 2002, nr. 36 902, ECLI:NL:HR:2002:AD7272, BNB 2002/317
- HR 5 september 2003, nr. 37 651, ECLI:NL:HR:2003:AE8398, BNB 2003/379
- HR 18 juni 2004, nr. 39 305, ECLI:NL:HR:2004:AP1896, BNB 2004/314
- HR 17 december 2004, nr. 39 080, ECLI:NL:HR:2004:AP6652, BNB 2005/169
- HR 9 september 2005, nr. 40 215, ECLI:NL:HR:2005:AU2395, V-N 2005/48.30
- HR 11 november 2005, nr. 40 243, ECLI:NL:HR:2005:AU6017, BNB 2006/39
- HR 25 november 2005, nr. 40 213, ECLI:NL:HR:2005:AU6909, BNB 2006/94
- HR 25 november 2005, nr. 40 989, ECLI:NL:HR:AT5958, BNB 2006/82
- HR 8 september 2006, nr. 42 015, ECLI:NL:HR:2006:AU2327, BNB 2007/104
- HR 3 november 2006, nr. 41 533, ECLI:NL:HR:2006:AU7378, BNB 2007/118

– HR 3 november 2006, nr. 41 624, ECLI:NL:HR:2006:AU7382, BNB 2007/119
– HR 8 december 2006, nr. 41 711, ECLI:NL:HR:2006:AW2207, BNB 2007/83
– HR 15 januari 2010, nr. 08/03923, ECLI:NL:HR:2010:BH9198, BNB 2010/100
– HR 5 februari 2010, nr. 08/04988, ECLI:NL:HR:2010:BL1942, BNB 2010/165
– HR 22 oktober 2010, nr. 09/04077, ECLI:NL:HR:2010:BO1393, BNB 2010/336
– HR 15 april 2011, nr. 10/00990, ECLI:NL:HR:2011:BN8728, BNB 2011/160
– HR 9 september 2011, nr. 09/04984, ECLI:NL:HR:2011:BQ2071, BNB 2011/255
– HR 25 november 2011, nr. 08/05323, ECLI:NL:HR:BN3442, BNB 2012/37
– HR 16 december 2011, nr. 10/00158, ECLI:NL:HR:2011:BN7252, BNB 2012/81
– HR 16 december 2011, nr. 10/00610, ECLI:NL:HR:2011:BU8233, BNB 2012/80
– HR 9 november 2012, nr. 11/02127, ECLI:NL:HR:2012:BW4756, BNB 2013/72
– HR 9 november 2012, nr. 11/03555, ECLI:NL:HR:2012:BW4167, BNB 2013/71
– HR 10 januari 2014, nr. 12/04723, ECLI:NL:HR:2014:3, BNB 2014/123
– HR 7 februari 2014, nr. 12/04640, ECLI:NL:HR:2014:181, BNB 2014/80
– HR 21 maart 2014, nr. 12/02793, ECLI:NL:HR:2014:635, BNB 2014/116
– HR 20 juni 2014, nr. 13/01431, ECLI:NL:HR:2014:1463, BNB 2014/229
– HR 5 juni 2015, nr. 14/00343, ECLI:NL:HR:2015:1460, BNB 2015/165
– HR 15 april 2016, nr. 14/06257, ECLI:HR:2016:635, NTFR 2016/1166
– HR 15 april 2016, nr. 15/02829, ECLI:NL:HR:2016:633, FutD 2016-0959
– HR 13 mei 2016, nr. 15/02667, ECLI:NL:HR:2016:831, FutD 2016-1181
– HR 24 juni 2016, nr. 15/02880, ECLI:NL:HR:2016:1269
– HR 14 april 2017, nr. 15/02197, ECLI:NL:HR:2017:673, NTFR 2017/1052
– HR 21 april 2017, nr. 16/03669, ECLI:NL:HR:2017:640, NTFR 2017/1033

Conclusies A-G

– Conclusie A-G bij HR 8 februari 2002, nr. 36 358, ECLI:NL:HR:2002:AB2856, BNB 2002/118
– Conclusie A-G bij HR 3 november 2006, nr. 41 533, ECLI:NL:HR:2006:AU7378, BNB 2007/118
– Conclusie A-G 8 september 2015, nr. 14/06257, ECLI:NL:PHR:2015:1843

Gerechtshoven

– Hof Amsterdam 19 mei 2005, nr.03/01353, ECLI:NL:GHAMS:2005:AT8379, V-N 2005/46.16
– Hof Amsterdam 27 mei 2010, nr. 200.024.956 OK, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, JOR 2010/189
– Hof Amsterdam 29 maart 2012, nr. 09/00340, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW1517, V-N 2012/52.19
– Hof Amsterdam 6 november 2014, nr. 13/00294, ECLI:NL:HR:GHAMS:2014:4833
– Hof Arnhem 9 juli 1976, nr. 868/1974, ECLI:NL:GHARN:1976:AX3221, BNB 1978/35
– Hof Arnhem 8 mei 2007, nr. 05/00357, ECLI:NL:GHARN2007:BA5909, V-N 2007/40.20
– Hof Arnhem-Leeuwarden 12 mei 2015, nr. 13/01073, ECLI:NL:GHARL:2015:3505
– Hof Den Bosch 10 juni 2003, nr. 01/00952 ECLI:NL:GHSHE:2003:AH9718, V-N 2003/34.1.11
– Hof Den Bosch 3 oktober 2008, nr. 07/00493, ECLI:NL:HR:GHSHE:2008:BH0224, V-N 2009/33.12
– Hof Den Haag 1 juli 1969, nr. 52/1696, ECLI:NL:GHSGR:1969:AX5216, BNB 1970/194
– Hof Den Haag 1 april 2015, nr. 09/00406 (niet gepubliceerd)

Terug naar inhoud

Rechtbanken

- Rechtbank Den Haag 27 februari 2014, nr. Awb-13_6146, ECLI:NL:RBDHA:2014:2616, V-N 2014/22.16.7
- Rechtbank Den Haag 3 november 2015, nr. 15_1342 IBPVV, ECLI:NL:RBDHA:2015:12841, V-N 2016/9.19.10
- Rechtbank Den Haag 3 november 2015, nr. 15_1347 IBPVV, ECLI:NL:RBDHA:2015:12842, V-N 2016/9.19.11
- Rechtbank Den Haag 3 november 2015, nr. 15_1388 IBPVV, ECLI:NL:RBDHA:2015:12843, V-N 2016/9.10
- Rechtbank Noord-Holland 19 maart 2013, nr. AWB-12_2381, ECLI:NL:RBNHO:2013:1953
- Rechtbank Zeeland-West Brabant 26 juli 2013, nr. AWB-12_1371, ECLI:NL:RBZWB:2013:5587, FutD 2013-2271.
- Rechtbank Zeeland-West Brabant 24 augustus 2015, nr. AWB-13_2913, ECLI:NL:RBZWB:2015:5635, V-N 2015/55.3.2
- Rechtbank Gelderland 23 februari 2017, ECLI:NL:RBGEL:2017:883
- Rechtbank Gelderland 23 februari 2017, ECLI:NL:RBGEL:2017:884, NTFR 2017/692
- Rechtbank Den Haag 2 februari 2017, ECLI:NL:RBDHA:2017:1491

Overig

- Bundesfinanzhof 24 augustus 2011, nr. I R 46/10
- US Court of Appeals first circuit 24 juli 2013, nr. 12-2312

Terug naar inhoud

Bijlage E
Beleidsbesluiten

- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 december 2003, CPP 2003/2145M, Inkomstenbelasting, inkomen uit sparen en beleggen (box 3). Regeling vervallen per 30 december 2010, BNB 2004/94.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 11 januari 2007, CPP 2006/1870M, Stcrt. 2007,15. Vennootschapsbelasting. Fonds voor gemene rekening. Wijziging van het besluit van 11 januari 2007, nr. CPP2006/1870M, Staatscourant 2007, nr. 15.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 9 december 2008, nr. CPP2008/2412M, Stcrt. nr. 249. Inkomstenbelasting. Aanmerkelijk belang; resultaat uit overige werkzaamheden; inbreng lucratief belang.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 11 december 2009, nr. CPP2009/519M, Stcrt. 2009, 19749. Vennootschapsbelasting. Dividendbelasting. Inkomstenbelasting. Kwalificatie buitenlandse samenwerkingsverbanden.
- Besluit van de minister van Financiën van 14 oktober 2010, nr. DGB 2010/6307M, Stcrt. 2010, 16697. Vennootschapsbelasting. Dividendbelasting. Instelling en taakopdracht Coördinatiegroep Taxhavens en Concernfinanciering.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 4 april 2011, BLKB2011/68M, laatstelijk gewijzigd bij Besluit van 16 november 2015, BLKB2015/1346M, Stcrt. 2015, 41921. Schenk- en erfbelasting. Bedrijfsopvolgingsregeling.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 november 2011, BLKB2011/641M, Stcrt. 2011, 21834. Omzetbelasting. Aftrek van omzetbelasting.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 4 september 2012, BLKB2012/101M, Stcrt. 2012, 18480. Inkomstenbelasting. Aanmerkelijk belang. Verzamelbesluit.
- Toelichting van de staatssecretaris van Financiën, naar aanleiding van Hof Amsterdam 29 maart 2012, nr. 09/00340, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW1517, V-N 2012/52.19. Loonbelasting, waardedruk blokkeringsregeling beursgenoteerde aandelen.
- Besluit van de minister van Veiligheid en Justitie van 16 januari 2013, Stb 2013, 22, laatstelijk gewijzigd bij besluit van de minister van Veiligheid en Justitie van 17 december 2014, Stb 2014/579 Besluit van 17 december 2014 tot wijziging van enige uitvoeringsbesluiten op het gebied van belastingen en toeslagen. Besluit aftrekbeperking bovenmatige deelnemingsrente.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 25 maart 2013, BLKB2013/110M, par. 5.1, Stcrt. 2013, 8768. Vennootschapsbelasting. Toepassing van artikel 10a van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 26 november 2013, nr. IFZ 2013/184M, Stcrt. 2013, 32584. Internationaal Belastingrecht. Verrekenprijzen, toepassing van het arm's-lengthbeginsel en de Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations (OESO-richtlijnen).
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 juni 2014, nr. DGB2014/3099, Stcrt. 2014, 15956. Vennootschapsbelasting en dividendbelasting. Behandeling van verzoeken om zekerheid vooraf in de vorm van een advance tax ruling (ATR).
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 juni 2014, nr. DGB2014/3098, Stcrt. 2014, 15955. Behandelprocedure verzoeken om advance pricing agreements. Procedure voor een behandeling van verzoeken om zekerheid vooraf ten aanzien van bij grensoverschrijdende transacties te hanteren verrekenprijzen (APA).
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 juni 2014, nr. DGB 2014/296M, Stcrt. 2014, nr. 15954. Organisatie- en competentieregeling APA-/ATR-praktijk. Advance pricing agreements (APA's); Advance tax rulings (ATR's); Financiële dienstverleningsactiviteiten; (Tussen)houdsters; Aanspreekpunt potentiële buitenlandse investeerders (APBI). Organisatie- en competentieregeling.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 12 juni 2014, nr. DGB 2014/3101, Stcrt. Stcrt. 2014, 15957. Dienstverleningslichamen en zekerheid vooraf. Lichamen met financiële dienstverleningsactiviteiten binnen concernverband zonder reële economische aanwezigheid in Nederland; geen zekerheid vooraf, verstrekken van inlichtingen en beperking verrekening bronheffing.

Terug naar inhoud

- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 15 december 2015, BLKB2015/1209M, Stcrt. 2015, 46508. Wijziging van het besluit van 11 januari 2007, nr. CPP2006/1870M, Staatscourant 2007, nr. 15. Inkomstenbelasting. Vennootschapsbelasting. Dividendbelasting. Algemene wet inzake rijksbelastingen. Commanditaire vennootschap; het toestemmingsvereiste.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 15 december 2015, BLKB2015/1511M, Stcrt. 2015, 46505. Wijziging van het besluit van 11 januari 2007, nr. CPP2006/1870M, Staatscourant 2007, nr. 15. Vennootschapsbelasting. Fonds voor gemene rekening.
- Besluit van de staatssecretaris van Financiën van 9 mei 2017, nr. 2017-1209, Stcrt. 2017, 1209. Algemene wet bestuursrecht. Algemene wet inzake rijksbelastingen. Burgerlijk wetboek; Besluit Fiscaal Bestuursrecht.

Terug naar inhoud

Bijlage F
Geraadpleegde bronnen

Boeken en rapporten

- O. Gottschalg, 2007, Private Equity and Leveraged Buy-outs, Study for the European Parliament, IP/A/ECON/IC/2007-25.
- A. De Jong, P.G.J. Roosenboom, M.J.C.M. Verbeek, en P. Verwijmeren, P., 2007, Hedgefondsen en private equity in Nederland, RSM Erasmus University Rotterdam.
- Frontier Economics Ltd, 2013, Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, in opdracht van EVCA.
- J. Lerner, F. Hardymon, A. Leamon, 2012, Venture capital and private equity, a casebook, John Wiley & Sons, 2012.
- A.W.A. Boot en K. Cools, 2007, Private equity en activistische aandeelhouders: bestuur onder vuur, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, preadviezen 2007 jaarvergadering 11 december.
- T. Rietveld, 2014, Handboek Investeren & financieren.
- M. Ramsinghani, 2011, The business of Venture Capital, John Wiley & Sons.
- S.W. Naidech, 2011, Private Equity Fund Formation, Practical Law Company.
- S.W. Naidech, 2011, Timeline of a private equity fund, Practical Law Company.
- J. Gilligan en M. Wright, 2014, PE demystified: an explanatory guide, ICAEW.
- R.H. Happé, 2011, 'Belastingrecht en de geest van de wet', Tilburg University.
- H. Schuttevaer en J.W. Zwemmer, 1995, Schenking, pag. 19.
- A. Berger and F. Udell, 1998, The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle.
- A.C. Rijkers, Cursus Belastingrecht IB, onderdeel IB.3.4.3.E.e.
- Dr. J.E. Ligterink, Dr. J.K. Martin, Prof. dr. A.W.A. Boot, Prof. Dr. K. Cools RA, Dr. L. Phalippou, 2017. Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief.

Artikelen

- H. Uittien en S.A. Alleman, Managementparticipatie bij private equity investeringen (I), Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk 2010/8.
- H. Uittien en S.A. Alleman, Managementparticipatie bij private equity investeringen (II), Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk 2011/1.
- M.A.F.J. Schoolmeesters, Actieve bemoeienis door een participatiemaatschappij: mogelijkheden en risico's, V&O 2003, nr. 3.
- J.M. van Dijk, Van prefs die vreemd vermogen zijn, Ondernemingsrecht 2004, p. 211 e.v.
- L. Koopmans, 'Anatomie voor dealmakers', de Accountant, mei 2007.
- J.T.L. Nillesen en H.T.P.M. van den Hurk, De coöperatie in investeringsstructuren – fiscale aspecten, Ondernemingsrecht 2012, afl. 10/11.
- F. Kramer, Financiering door participatiemaatschappijen, Tijdschrift PE-bedrijfsopvolging, januari 2014, nr. 1.
- M. Beudeker, De commanditaire vennootschap en het fonds voor gemene rekening: de relevantie van het toestemmingsvereiste, V&O 2007, nr. 7/8.
- T.M. Berkhout en M.J. Hoogeveen, Falsifieerbare normen en omstandighedencatalogus voor vastgoedexploitanten, WFR 2015/7078.
- Q.W.J.C.H. Kok en R.J. de Vries, Winstdrainageperikelen, WFR 2014/116.
- F.J. Elsweier en J. van Strien, Het nieuwe artikel 10a-besluit; de teugels worden aangetrokken', NTFR 2013/5.
- J.N. Bouwman, Eigen aandelen en opties op eigen aandelen in de vennootschapsbelasting anno 2007, NTFR 2007/819.
- G.T.K. Meussen, de rangorderegeling en de waarde in het economische verkeer als pijlers van een op beginselen gebaseerde belastingwetgeving, WFR 2009/865.
- N. Idsinga en M. Wieringa, Huwelijk, echtscheiding en overlijden en lucratief belang, WFR 2012/1530.
- R.P.C. Cornelisse, De moeizame symbiose tussen lucratief belang en aanmerkelijk belang bij emigratie en overlijden, WFR 2016/86.

- F.P.G. Pötgens en D.A. Hofland, De verdragsclassificatie van voordelen uit een lucratief belang genoten door een buitenlands belastingplichtige, WFR 2010/6841.
- E. Alink, Schenking aan werknemer: loon of toch niet?, VP-bulletin 2014/50.
- W. Burgerhart en D.H. Hoeve, Doorschuiven ab-claim bij giften aan werknemers, NTFR 2012/2778.
- J.B. Vegter, Het civielrechtelijke kader van de herroepelijke schenking, WPNR 2008/6744.
- I.J.F.A. van Vijfeijken, De fiscale behandeling van de herroepelijke schenking, WPNR 2008/6744.
- Venture Capital Review, issue 27, 2011.
- J.C.M. van Sonderen, 2010, Aandelen als arbeidsbeloning, in: Wetgevingskunsten (Vriendenbundel voor Jan Kees Bartel).
- A.C. Rijkers, 1988, De artikelen 12, 13, 14 en 15 van de Wet IB '64 kunnen vervallen, Van Dijck-bundel, pag. 339-340.
- M.H.C. Ruijschop, Renteaftrekbeperking overnameholdings, TFO 2012/120.4.
- P. van der Storm, Double or nothing? Het lot van de bevoordeelde werknemer, VP-bulletin 2014/26.
- IBFD – Topical Analysis – Investment Funds & Private Equity, United Kingdom / Untited States, April 2016.
- Preqin, 2012, Special Report: LP Appetite for Private Equity Co-investments
- H.T.J. Smit, Waarde en ontwikkeling van buyouts, MAB januari/februari 2004
- A. Metrick en A. Yasuda, The economics of private equity funds, 31 januari 2011, Oxford Journals
- D.M. Brouwers, Uitgifte van aandelen en kostenaftrek bij (on)zakelijke transacties, WFR 2013/729.
- mr. dr. M.J. Hoogeveen, Schenken van aanmerkelijkbelangaandelen aan werknemers, WFR 2016/250.

Dit is een uitgave van
Belastingdienst
September 2017