

Corporate Real Estate M&A

**Een fiscale brug tussen de stenen- en
M&A praktijk**

Master of Real Estate Company Research Paper

Datum: 21 maart 2022

Auteur: mr. M. Lorenc

Begeleider: prof.dr.mr. H. Vermeulen

Voorwoord

Voor u ligt mijn company research paper over de fiscaliteit rondom Corporate Real Estate M&A. Dit research paper heb ik geschreven als sluitstuk van de Master of Real Estate (MRE) welke ik heb gevolgd aan de Amsterdam School of Real Estate.

Het schrijven van dit paper heb ik als een leerzame uitdaging ervaren. Niet in de minste plaats omdat dit paper is geschreven tijdens de Covid-19 pandemie en alle bijbehorende maatregelen en lockdowns die in deze periode in Nederland golden. Dat gaf een nieuwe dimensie aan het hele proces, maar gezegd zou kunnen worden dat vanwege de verschillende lockdowns dit een 'ideale' periode was om thuis bezig te zijn met een paper. Het zogenaamde *fear of missing out* tijdens deze periode viel in elk geval erg mee.

Mijn doel van het paper is het bij een breder publiek onder de aandacht brengen van de gespecialiseerde fiscale Corporate Real Estate M&A praktijk. Hiermee hoop ik het doen van share deals in de vastgoedtransactie praktijk te stimuleren, bekend maakt hopelijk bemind. Dit heeft geleid tot bijgaande paper, waarbij ik aan het begin van het research paper niet had verwacht dat het deze vorm zou aannemen. Desalniettemin ben ik blij en trots met het resultaat, in mijn ogen een mooie afsluiting van de leuke en leerzame periode van de MRE.

Hierbij wil ik dan ook graag iedereen bedanken die heeft bijgedragen aan dit paper. Mijn dank gaat uit naar Hein Vermeulen voor zijn begeleiding, hulp en bijdrage aan het schrijven ervan. Daarnaast wil ik ook graag mijn collega's bij Deloitte bedanken voor de mogelijkheid om deze opleiding te doen en de steun die zij mij hebben geboden bij de opleiding.

Ten slotte wil ik mijn familie, vrienden en bovenal mijn (inmiddels) verloofde bedanken voor de steun die zij mij hebben gegeven tijdens de gehele opleiding, en voor het aanhoren van mijn hoogten dieptepunten. Vooral mijn verloofde zal blij zijn dat ik weer wat meer tijd heb in de weekenden. Ik overigens ook.

Inhoudsopgave

Voorwoord	1
1 Inleiding	7
1.1 Aanleiding	7
1.2 Probleemstelling	7
1.3 Doelstelling en relevantie	8
1.4 Onderzoeksvraag en sub vragen.....	8
1.5 Onderzoeksmethode en uitgangspunten	9
2 Aandelen versus stenen – fiscaliteit	10
2.1 Inleiding.....	10
2.1.1 Vennootschapsbelasting	10
2.1.1.1 Asset deal	10
2.1.1.2 Share deal.....	10
2.1.1.2.1 Projectontwikkelaars en deelnemingsvrijstelling	12
2.1.1.2.2 Deferred tax liability (belastinglatentie)	13
2.1.2 Omzetbelasting	14
2.1.2.1 Asset deal	14
2.1.2.2 Share deal.....	15
2.1.3 Overdrachtsbelasting.....	16
2.1.3.1 Asset deal	16
2.1.3.2 Share deal.....	16
2.1.3.2.1 Beleggingsvastgoed en bedrijfsmatig vastgoed.....	17
2.1.3.2.2 Portfolio deals	18
2.1.3.2.3 Club deals	20
2.1.3.2.4 Samenloopvrijstelling en de doorkijkbenadering	22
2.2 Overige voordelen van aandelen versus stenen.....	22
2.3 Samenvatting	23
3 Proces van share deals in vastgoed	24
3.1 Inleiding.....	24
3.2 Fiscaliteit in de LOI fase.....	24
3.2.1 Allocatie historische fiscale risico's.....	24
3.2.2 Fiscale status vastgoed	25
3.2.3 Deferred tax liability (belastinglatentie)	25
3.2.3.1 VPB percentage belastinglatentie.....	26
3.2.3.2 Berekening fiscale boekwaarde	26
3.2.3.3 Cash and debt free	26

3.3	Koopprijsmechanismes in share deals.....	27
3.3.1	Enterprise value en Equity value.....	27
3.3.2	Property value.....	28
3.3.3	Cash and debt free principe.....	28
3.3.4	Completion Accounts en Locked Box.....	29
3.3.4.1	Completion Accounts.....	30
3.3.4.1.1	Voor- en nadelen	30
3.3.4.2	Locked Box	31
3.3.4.2.1	Voor- en nadelen	32
3.3.4.3	Koopprijsmechanisme in Corporate Real Estate M&A	33
3.4	Fiscale risico's.....	33
3.4.1	Historische risico's share deals versus asset deals	33
3.4.2	Fiscale due diligence share deals versus asset deals	34
3.4.2.1	Historische transacties en herstructureringen	35
3.4.2.2	Compliance en tax control	35
3.4.2.3	Fiscale boekenonderzoeken, rechtszaken, procedures, rulings en belastingdienst.....	35
3.4.2.4	Afschrijving.....	36
3.4.2.5	Renteaftrek	37
3.4.2.6	Fiscale boekwaarde.....	38
3.4.2.7	Verliezen	38
3.4.2.8	Intercompany transacties en transfer pricing.....	40
3.4.2.9	Omzetbelasting en overdrachtsbelasting	41
3.4.2.10	Secundaire aansprakelijkheden	41
3.4.2.10.1	Fiscale eenheid VPB en BTW.....	42
3.4.2.10.2	Ketenaansprakelijkheid - Projectontwikkeling	42
3.4.2.10.3	Inlenersaansprakelijkheid	43
3.4.2.10.4	Secundaire aansprakelijkheden in fiscaal in due diligence.....	43
3.4.2.11	Debt capacity	44
3.5	Samenvatting	44
4	De fiscale vastgoedtransactie - transactiedocumentatie	45
4.1	Inleiding.....	45
4.2	Overnamecontracten - fiscaliteit in de SPA	46
4.2.1	Fiscale vrijwaringen en garanties.....	46
4.2.1.1	Fiscale garanties.....	47
4.2.1.2	Fiscale vrijwaring.....	47
4.2.2	Contractuele bescherming in Corporate Real Estate M&A	48

4.2.2.1	Algemene fiscale vrijwaring	49
4.2.2.2	Specifieke fiscale vrijwaringen	50
4.2.2.2.1	Secundaire aansprakelijkheden – Secondary Tax Liability	50
4.2.2.2.2	Verlies van een verlies – Deemed Tax Liability	51
4.2.2.2.3	Kosten	52
4.2.2.3	Fiscale vrijwaring van koper – Purchaser’s Tax Indemnity	53
4.2.3	Beperkingen van aansprakelijkheid - Limitations	54
4.2.3.1	Temporele beperking - Time limitation	55
4.2.3.2	Minimum claims - De minimis.....	55
4.2.3.3	Drempel - Basket.....	55
4.2.3.4	Maximum claims - Cap.....	56
4.2.4	Procesafspraken - Conduct	56
4.2.4.1	Aangiften – Conduct of Tax affairs.....	56
4.2.4.1.1	Straddle period	57
4.2.4.2	Claims - Conduct of Tax claims.....	57
4.2.5	Fiscale eenheid in Corporate Real Estate M&A	58
4.2.5.1	Verbreking fiscale eenheid VPB - Juridische en economische eigendom.....	59
4.2.5.1.1	Juridische eigendom	59
4.2.5.1.2	Economische eigendom	60
4.2.5.2	Verbreking fiscale eenheid BTW	61
4.2.5.3	Openingsbalans.....	61
4.2.5.4	Locked Box – Post-Effective Date results.....	61
4.2.5.5	Overige items – Varia	62
4.2.5.5.1	Overdragen fiscale verliezen.....	62
4.2.5.5.2	Opwaardering – Asset Revaluation Event.....	62
4.2.5.5.3	Tax sharing agreements en intercompany verhoudingen	63
4.2.6	Fiscale voordelen – Tax Benefit, Tax Refund en Overprovision.....	63
4.2.6.1	Fiscaal voordeel – Tax Benefit.....	64
4.2.6.1.1	Leakage Tax Benefit	65
4.2.6.2	Teruggaaf van belasting – Tax Refund	65
4.2.6.3	Voorzieningen – Overprovision.....	66
4.2.7	Fiscale varia in de SPA.....	66
4.3	De W&I-verzekering in Corporate Real Estate M&A	67
4.3.1	W&I-verzekering – Achtergrond en werking	67
4.3.1.1	Clean Exit.....	68
4.3.1.2	Tactiek bij bieden	68

4.3.1.3	Positie verkoper	69
4.3.1.4	Overige redenen	69
4.3.2	Toepassing in Corporate Real Estate M&A	69
4.3.3	Werking W&I-verzekering	70
4.3.4	Fiscaliteit rondom W&I-verzekering	70
4.3.4.1	W&I – Belastbaarheid uitkering	71
4.3.4.2	Veelvoorkomende fiscale uitzonderingen W&I-verzekering	71
4.4	Samenvatting	72
5	Acquisitiestructurering en financiering	74
5.1	Inleiding.....	74
5.2	Acquisitiestructurering.....	74
5.2.1	Acquisition – Belastingen bij de aankoop	75
5.2.2	Ongoing taxation - Belastingen gedurende looptijd van de investering	75
5.2.2.1	Kostenaftrek.....	76
5.2.2.1.1	Transactiekosten – Corporate Real Estate M&A.....	76
5.2.2.2	Afschrijvingen.....	77
5.2.2.3	BTW	78
5.2.2.4	Aftrekbaarheid van kosten – op welk niveau zijn deze aftrekbaar?	79
5.2.3	Cash repatriation – Repatriëren van (overtollige) cash	80
5.2.3.1	Cash repatriation – Nationaal perspectief	81
5.2.3.2	Cash repatriation – Internationaal perspectief.....	82
5.2.3.3	Cash repatriation – Dividendbelasting in internationaal perspectief	82
5.2.3.3.1	Discussiepunt Corporate Real Estate M&A.....	84
5.2.3.3.2	Dividendbelasting – Non-houdstercoöperatie.....	85
5.2.3.3.3	Dividendbelasting – Terugbetalen kapitaal	85
5.2.3.4	Cash repatriation – Bronbelasting in internationaal perspectief	85
5.2.4	Exit – Verkoop	87
5.2.4.1	Exit – Nationaal perspectief	87
5.2.4.2	Exit – Internationaal perspectief.....	87
5.2.4.3	Exit – BTW/OVB.....	88
5.3	Acquisitiefinanciering.....	88
5.3.1	Debt Capacity - Overname of herfinanciering bestaande schulden	89
5.3.2	Debt Capacity – Introduceren aanvullende leverage	91
5.3.3	Debt Capacity – Invloed structurering	92
5.3.4	Debt Pushdown.....	93
5.3.5	Debt Pushdown – zonder fiscale renteaftrek	96

5.3.6	Samenvatting	96
6	Conclusie	98
	Literatuurlijst	101

1 Inleiding

1.1 Aanleiding

Traditioneel vinden vastgoedtransacties in Nederland plaats door middel van de overdracht van het vastgoed zelf (zogenaamde asset deals). Er vinden echter steeds meer vastgoedtransacties in Nederland plaats door middel van de overdracht van aandelen in vastgoedlichamen (zogenaamde share deals).

Dit komt deels door de fiscale voordelen bij share deals, maar ook door het in toenemende mate instappen van professionele en buitenlandse beleggers in de Nederlandse vastgoedmarkt alsmede de daarmee gepaard gaande professionalisering. Veel vastgoedbeleggingen in Nederland worden tegenwoordig gedaan door (grote) buitenlandse private equity huizen, hedge funds, pensioenfondsen, sovereign wealth funds en andere (institutionele) beleggers. Deze investeerders beleggen doorgaans met geld van anderen en dat betekent dat zij verantwoordelijkheid dienen af te leggen ten aanzien van de investeringen. Dit zorgt er ook voor dat er meer controle is op transacties en de wijze waarop transacties worden vormgegeven verder professionaliseert. Gelijktijdig zijn deze grote investeerders al reeds lange tijd bekend met de reguliere M&A¹ praktijk die in verregaande mate geprofessionaliseerd is. Als gevolg hiervan wordt de invloed van deze M&A praktijk op de vastgoedpraktijk steeds groter. Deze praktijk wordt daarmee steeds meer een hybride tussen deze twee werelden, dit staat ook wel bekend als Corporate Real Estate M&A.

Wat ook een rol speelt is dat in de huidige vastgoedmarkt er een overschot is aan beschikbaar investeringskapitaal welke op zoek is naar rendementen. Dit is ook te zien in het steeds groeiende aantal portfolio transacties waarbij grote (pan-Europese) portfolio's vastgoed van de hand worden gedaan. Dit laatste gaat veelal gepaard met share deals, simpelweg omdat het ook niet praktisch is om dit soort transacties middels asset deals te doen, omdat dan steeds al het afzonderlijke vastgoed moet worden overgedragen met alle bijbehorende (juridische) vereisten en handelingen.

Directe aanleiding van dit Company Research Paper is eigenlijk een discussie binnen mijn eigen MRE klas van '19- '21 over asset versus share deals in vastgoedtransacties. Uit de discussie kwam naar voren dat, ondanks de mogelijke fiscale voordelen van vastgoedtransacties middels share deals, er in de Nederlandse praktijk nog steeds ook terughoudendheid te zien is in het doen van vastgoedtransacties middels share deals. Dit lijkt te maken te hebben met een combinatie van factoren. Zo zijn er partijen die van oudsher gewend zijn aan de meer traditionele wijze van het doen van vastgoedtransacties middels asset deals en daar aan vasthouden, maar zijn er ook partijen die niet (voldoende) bekend zijn met deze wijze van vastgoedtransacties en de bijbehorende processen en impact op de transactie.

1.2 Probleemstelling

De Corporate Real Estate M&A praktijk vergt (fiscale) kennis van zowel de vastgoedpraktijk als de M&A praktijk, twee veelal verschillende beestjes.

Op hoofdlijnen lijken vastgoedinvesteerders bekend met een aantal belangrijke fiscale voordelen van dergelijke share deals ten opzichte van asset deals. Vanuit de fiscaliteit bezien kennen deze Corporate

¹ *Mergers & Acquisitions*, oftewel fusies en overnames.

Real Estate M&A transacties echter ook een aantal zeer specifieke (fiscale) elementen die men niet tegenkomt in de traditionele vastgoed transactiepraktijk. Dit vereist dat vastgoedinvesteerders en hun adviseurs betrokken bij dergelijke transacties niet alleen kennis dienen te hebben van de fiscale elementen van het vastgoed en de vastgoedtransacties zelf, maar ook acht dienen te slaan op de verschillende elementen behorende bij de meer traditionele M&A transacties. Deze strekken zich niet alleen uit tot het vastgoed en de transactie zelf, maar zien ook op de structurering alsmede financiering van dergelijke transacties.

Tegelijkertijd heeft dit ook impact op de rol van de betrokken fiscalist. Waar van oudsher de focus in transacties lag op de overdrachtsbelasting en omzetbelasting van het vastgoed als zelfstandig object, wordt thans ook verwacht dat de fiscalist in Corporate Real Estate M&A kennis heeft van de relevante M&A processen alsmede een holistische blik heeft op de gehele transactie: van structurering tot financiering en ook van de voor de acquisitie relevante transactiedocumentatie. Al deze elementen bevinden zich op het snijvlak van de fiscaliteit, het juridische en het financiële domein.

Er vinden steeds meer vastgoedtransacties als share deals plaats, en de potentiële fiscale voordelen hiervan zijn inmiddels wel bekend in de praktijk. Desondanks geeft de bestaande literatuur niet of maar in beperkte mate inzicht in de specifieke fiscale elementen van Corporate Real Estate M&A transacties. Iedere expert belicht de problematiek tot nu toe vanuit zijn eigen terrein.

1.3 Doelstelling en relevantie

De doelstelling van dit onderzoek is het verschaffen van inzicht in de belangrijkste fiscale elementen en aandachtspunten van Corporate Real Estate M&A transacties. Hierbij zal worden ingegaan op de belangrijkste fiscale elementen bij zowel asset als share deals, waarbij overkoepelende ook vanuit zowel een fiscale als een algemene vastgoedtransactie invalshoek zal worden ingegaan op specifieke M&A elementen en processen. Ik probeer daarmee alle relevante terreinen te bestrijken.

Dit onderzoek beoogt daarmee een brug te slaan tussen de fiscaliteit rondom vastgoedtransacties en de (fiscale) M&A praktijk. Hiermee wordt gepoogd meer inzicht te verschaffen in de relevante processen om zodoende het draagvlak voor het doen van share deals onder investeerders te verhogen. Onbekend maakt immers onbemind, bekend zou hopelijk meer bemind moeten maken.

Als hierboven aangegeven vindt Corporate Real Estate M&A steeds vaker plaats. Ondanks het feit dat de fiscale voordelen van een share deal in de vastgoedpraktijk weliswaar grotendeels uitgekristalliseerd zijn, geeft de bestaande literatuur – zoals gezegd – niet of maar in beperkte mate inzicht in de specifieke fiscale elementen van Corporate Real Estate M&A transacties. Hiermee is tezamen met het doel van het verhogen van de bereidheid tot het doen van share deals, de relevantie van dit onderzoek voor de hedendaagse vastgoedpraktijk gegeven.

Ten slotte kan dit onderzoek als leidraad dienen voor de fiscalist betrokken bij Corporate Real Estate M&A transacties, waarmee de relevantie voor de fiscale praktijk ook is gegeven.

1.4 Onderzoeksvraag en sub vragen

Met dit onderzoek wordt gepoogd antwoord te geven op de volgende hoofdvraag:

“Wat zijn fiscale aandachts- en knelpunten bij Corporate Real Estate M&A transacties en op welke wijze kan hiermee in de praktijk worden omgegaan?”

Voor de beantwoording van deze vraag worden de volgende sub vragen onderkend:

- (i) Wat zijn Corporate Real Estate M&A transacties en waarom zou je fiscaal gezien dergelijke transacties ondernemen?
- (ii) Wat is het proces van share deals en wat is het fiscale verschil met asset deals in vastgoed?
- (iii) Wat zijn de belangrijkste fiscale risico's bij share deals?
- (iv) Hoe kunnen gesignaleerde fiscale risico's worden verdeeld of gemitigeerd?
- (v) Welke fiscale impact heeft een aandelentransactie op de acquisitie- en financieringsstructuur van vastgoed?

1.5 Onderzoeksmethode en uitgangspunten

Dit onderzoek is een praktijkgericht kwalitatief beschrijvend en verkennend onderzoek. Dit onderzoek zal worden uitgevoerd middels het analyseren van wetgeving, literatuur, parlementaire geschiedenis en jurisprudentie.

De fiscaliteit kent een groot aantal jurisprudentie, besluiten, parlementaire geschiedenis en literatuur welke alle vele nuances aanbrengen op de in deze company research paper beschreven onderwerpen. Vele van deze nuances kunnen in potentie uitgroeien tot een scriptie of company research paper op zich, en het gaat daarom ook het bestek van dit company research paper te boven om op al deze nuances in te gaan. Het is geenszins de bedoeling om een limitatieve opsomming te geven van alle fiscale elementen die komen kijken bij een dergelijke transactie noch is het de bedoeling om uitputtend in te gaan op alle elementen van een M&A transactie. Dit company research paper poogt inzicht te verschaffen in een aantal van de belangrijkste fiscale elementen van Corporate Real Estate M&A, zonder volledigheid te pretenderen.

Tenzij anders aangegeven gaat deze company research paper uit van de volgende veronderstellingen:

- (i) Het company research paper en de hierin vervatte voorbeelden wordt geschreven vanuit het perspectief van een belegger;
- (ii) Er wordt gehandeld tussen commerciële partijen;
- (iii) De (fiscale) behandeling van particulieren in het vastgoed blijft buiten beschouwing;
- (iv) Er is sprake van Nederlands vastgoed en het vastgoed is het belangrijkste element in de beschreven transactie, i.e. het gaat niet om M&A transacties waarbij reguliere ondernemingen worden overgedragen met bijbehorend vastgoed;
- (v) In een share deal wordt uitgegaan van de overdracht van aandelen in een vennootschap (e.g. BV).

Een aanvullend woord vooraf: in dit company research paper wordt veelvuldig gebruik gemaakt van Engelse termen. Dit is gedaan om zoveel als mogelijk aan te sluiten bij de M&A en Corporate Real Estate M&A praktijk waar veelvuldig Engelse termen worden gebruikt, mede vanwege de Angelsaksische achtergrond van veel processen en M&A in zijn algemeenheid. Ik heb ervoor gekozen om zoveel als mogelijk dezelfde terminologie te hanteren, dit teneinde de duidelijke koppeling met de praktijk te maken.

2 Aandelen versus stenen – fiscaliteit

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk ga ik de fiscale voordelen van aandelen versus stenen behandelen. Bij een vastgoedtransactie denkt men in eerste instantie steevast aan zogenaamde asset deals. Een verkoper verkoopt en een koper koopt het vastgoed zelf. Steeds vaker zien we echter ook de overdracht van aandelen in een vennootschap welke het vastgoed houdt, de zogenaamde share deals.² Als besproken in de introducerende opmerkingen staat dit laatste vanwege de toenemende invloed van de reguliere M&A praktijk op deze vastgoedpraktijk, bekend als Corporate Real Estate M&A.

De keuze voor een asset dan wel share deal is voor een groot gedeelte fiscaal gedreven. In de basis zijn de belangrijkste belastingen die relevant zijn voor deze keuze (i) de vennootschapsbelasting, (ii) de omzetbelasting en (iii) de overdrachtsbelasting. Uiteraard spelen er ook andere overwegingen dan fiscale om voor een asset dan wel share deal te kiezen. Hierna zullen deze onderwerpen worden besproken en zal een vergelijking worden gemaakt tussen de asset deal en de share deal. Ik sluit af met een samenvatting.

2.1.1 Vennootschapsbelasting

2.1.1.1 Asset deal

Voor de vennootschapsbelasting (“**VPB**”) is een asset deal redelijk overzichtelijk. Het verschil tussen de fiscale boekwaarde van het vastgoed en de verkoopprijs is het fiscale resultaat (positief dan wel negatief)³. Enige winst zal doorgaans belast zijn tegen 25,8%⁴ VPB.⁵

2.1.1.2 Share deal

Bij een share deal worden de aandelen verkocht in de vennootschap die het vastgoed houdt (“Property Company” steevast afgekort als “**Propco**”)⁶ in plaats van het vastgoed zelf. De verkoop van aandelen in kwalificerende deelnemingen is doorgaans vrijgesteld van VPB onder de Nederlandse deelnemingsvrijstelling.⁷

² Ik zal in het vervolg van deze company research paper deze in de praktijk veelvuldig gehanteerde begrippen gebruiken.

³ Dit volgt uit het fiscale totaalwinstbegrip zoals opgenomen in art. 3.8 en het jaarwinstbegrip zoals opgenomen in 3.25 van de Wet Inkomstenbelasting 2001 (“**Wet IB**”), welke middels art. 8 op de vennootschapsbelasting 1969 (“**Wet VPB**”) doorwerkt naar vennootschapsbelastingplichtige lichamen.

⁴ Ik ga hier gemakshalve voorbij aan het tariefsopstapje van 15% voor de eerste €395,000 aan belastbaar bedrag (2022).

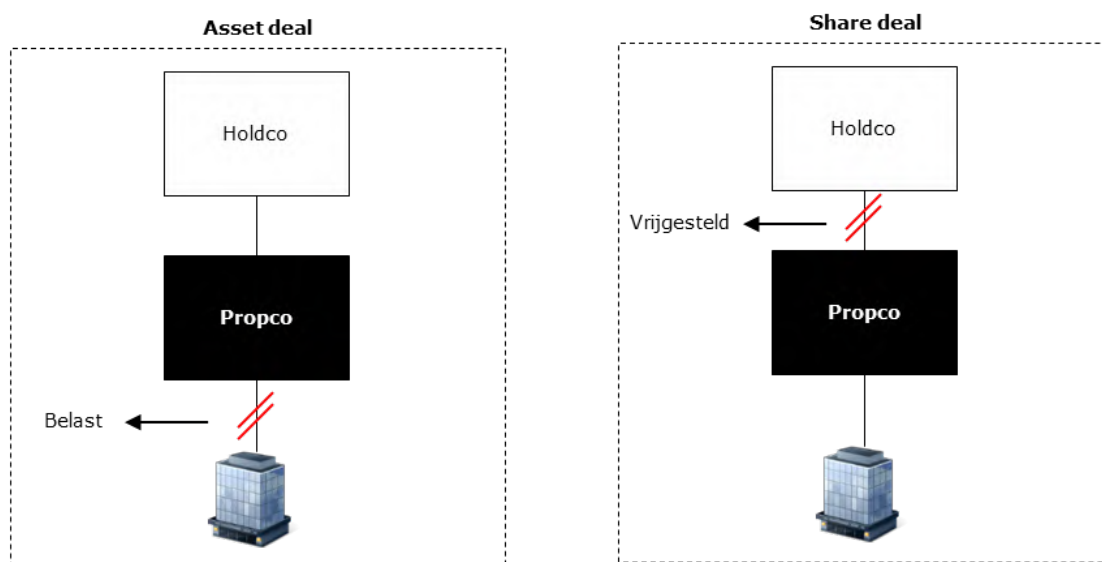
⁵ Voor de volledigheid merk ik op een boekwinst behaald bij de vervreemding van een bedrijfsmiddel kan worden gereserveerd in een zogenaamde herinvesteringsreserve. Worden in het jaar van vervreemding of in de daarop volgende drie jaren bedrijfsmiddelen aangeschaft of voortgebracht, dan moet de reserve worden afgeboekt op de aanschaffings- of voortbrengingskosten van die bedrijfsmiddelen. Effectief betekent dit dat de belastingheffing over de behaalde boekwinst wordt uitgesteld en voortgewenteld naar het nieuwe bedrijfsmiddel, e.g. een nieuw pand.

⁶ De hiervoor veelal gebezigde term is ontleend aan het Engelse “Property Company”, i.e. een vennootschap welke het vastgoed houdt.

⁷ Zie art. 13 Wet VPB voor de verdere vereisten voor de toepassing van de deelnemingsvrijstelling.

Als een entiteit welke is onderworpen aan de vennootschapsbelasting (e.g. een Nederlandse houdstervennootschap zoals een BV) alle aandelen verkoopt in een Propco welke alleen maar vastgoed houdt, dan zal deze verkoop van aandelen doorgaans vrijgesteld zijn onder de deelnemingsvrijstelling.⁸ Dit betekent dat de winst behaald met de vervreemding van de aandelen in Propco niet belast is (en een verlies is vrijgesteld).

Ten opzichte van de asset deal levert de share deal vanwege de deelnemingsvrijstelling dus al 25,8% voordeel op op enige winst behaald met de verkoop van vastgoed. Dit is met name relevant als de koopprijs van het vastgoed (substantieel) hoger is dan de fiscale boekwaarde van het vastgoed en er dus VPB betaald zou moeten worden over het verschil (de fiscale winst) bij een asset deal. Het kan echter ook voorkomen dat de verkoper in een asset deal beschikt over fiscale verliezen welke hij zou kunnen afzetten tegen enige winst behaald met een verkoop. Als er voldoende verliezen zijn om tegen een fiscale winst op de verkoop af te kunnen zetten, zou er vanuit het perspectief van de VPB geen voordeel zijn om een share deal te prefereren boven een asset deal. Sterker nog, ook vanuit het perspectief van de koper zou dan een asset deal de voorkeur genieten, omdat de koper dan het vastgoed op zijn fiscale balans kan zetten voor de waarde die hij ervoor betaalt en daarover af kan



Figuur 1: asset versus share deal

gaan schrijven.⁹

⁸ In de vastgoedpraktijk zal bij een belang van ten minste 5% van het nominaal gestorte kapitaal in een Propco met louter Nederlands dan wel buitenlands vastgoed vaak sprake zijn van een kwalificerende deelnemingen voor de toepassing van de deelnemingsvrijstelling. Er geldt wel een aantal uitzonderingen, in het kader van de vastgoedpraktijk is één van de belangrijkste uitzondering dat de deelnemingsvrijstelling niet geldt bij de verkoop van aandelen in een fiscale beleggingsinstelling (FBI).

⁹ Met inachtneming van de relevante afschrijfbepalingen, zoals art. 3.30a Wet IB juncto art. 8, lid 6 Wet VPB waarbij afschrijving op vastgoed in principe is toegestaan tot 100% van de WOZ waarde ervan.

2.1.1.2.1 Projectontwikkelaars en deelnemingsvrijstelling

Zoals hiervoor weergegeven geldt bij de verkoop van aandelen in een Propco met louter (Nederlands) vastgoed doorgaans de deelnemingsvrijstelling, waardoor enige behaalde verkoopwinst vrijgesteld is van VPB.

Bovenstaand uitgangspunt behoeft enige nuance ten aanzien van projectontwikkelaars. In de praktijk is het gebruikelijk dat nieuwe te ontwikkelen vastgoedprojecten worden ondergebracht in separate vennootschappen. Hier zijn meerdere juridische, organisatorische en financiële redenen voor. Zo is projectontwikkeling doorgaans een risicovolle activiteit waardoor scheiding van de projecten veelal gewenst is.

Een van de andere redenen kan ook gevonden worden in de toepassing van de deelnemingsvrijstelling. In de praktijk heeft de Hoge Raad echter reeds in 1998 een beperking opgelegd aan de toepassing van de deelnemingsvrijstelling in projectontwikkelingsituaties.¹⁰

In het zogenaamde Multi-Vastgoedarrest was sprake van een ontwikkelaar welke voor elk project een nieuwe dochtervennootschap oprichtte en een projectontwikkelingsovereenkomst met deze vennootschap sloot. Op het moment dat kennis van een geschikte locatie voor een project werd verkregen, werd deze kennis voor een beperkte vergoeding of om niet ingebracht in de vennootschappen. Deze dochtervennootschappen ontplooiden verder beperkt activiteiten. De feitelijk aan de ontwikkelaar toekomende (toekomstige) projectontwikkelwinst van projecten kwam op deze manier terecht bij de dochtervennootschappen. De aandelen in de dochtervennootschappen konden vervolgens worden verkocht met toepassing van de deelnemingsvrijstelling. De Hoge Raad heeft geoordeeld dat de ontwikkelaar en haar dochtervennootschappen zakelijk dienen te handelen, en het laten neerslaan van het grootste gedeelte van de ontwikkelwinst bij de dochtervennootschappen is niet zakelijk. Feitelijk behoorde de ontwikkelwinst grotendeels aan de ontwikkelaar toe. Had hij deze zelf genoten, dan was deze winst belast geweest met VPB. Nu een en ander was ondergebracht in een dochtervennootschap werd deze feitelijk belaste ontwikkelwinst getransformeerd in een vrijgestelde verkoopwinst onder de deelnemingsvrijstelling. De Hoge Raad oordeelde dat slechts een beperkt gedeelte van de ontwikkelwinst werd toegerekend aan de dochtervennootschap en onder de deelnemingsvrijstelling viel, terwijl het grootste gedeelte belast was bij de ontwikkelaar. De hoogte van de aan de dochter toe te rekenen ontwikkelwinst is afhankelijk van wat onafhankelijke derde partijen als zakelijke prijs hadden bedongen in dezelfde situatie. De Hoge Raad stelde het gedeelte toerekenbaar aan de dochtervennootschap op circa 2% over de bouwsom, grondkosten en bijkomende kosten, waardoor slechts dit gedeelte werd vrijgesteld onder de deelnemingsvrijstelling (de zogenaamde tweeprocentformule).

Als gevolg van het arrest van de Hoge Raad is in de praktijk in projectontwikkelingsituaties slecht een beperkt gedeelte van de winst behaald op de verkoop van aandelen in een Propco vrijgesteld onder de deelnemingsvrijstelling. Er bestaat echter wel veelal discussie over de reikwijdte van de

¹⁰ HR 17 augustus 1998, nr. 32 997, BNB 1998/385.

tweeprocentformule en welk gedeelte van de ontwikkelwinst uiteindelijk vrijgesteld is onder de deelnemingsvrijstelling. Niet zelden leidt dit tot discussie met de fiscus.¹¹

2.1.1.2.2 Deferred tax liability (belastinglatentie)

In een share deal neemt de koper van de aandelen in de Propco echter wel de belastinglatentie die rust op het vastgoed over. Als gevolg van de share deal wijzigt de fiscale boekwaarde van het vastgoed namelijk niet, niet het vastgoed maar de aandelen zijn immers het object van de transactie. Mocht de koper van de Propco het vastgoed even later willen doorverkopen tegen de waarde waarvoor hij het eerder heeft gekocht, dan zal het verschil tussen de verkoopprijs minus deze historische fiscale boekwaarde gezien worden als fiscale winst¹². Er rust derhalve een latente belastingverplichting bij de Propco, de zogenaamde deferred tax liability oftewel de belastinglatentie.

Een koper zal bij de aankoop van de aandelen in de Propco daarom doorgaans een korting willen bedingen voor deze latente belastingverplichting. Deze korting drukt de prijs van de aandelen. In de praktijk zal het accepteren van een dergelijke korting onderdeel zijn van de commerciële onderhandelingen tussen verkoper en koper.

De vraag is veelal wat de waarde is van een dergelijke latente belastingverplichting. Deze zal zich namelijk pas manifesteren als het vastgoed zelf wordt verkocht. Dit kan ofwel ver in de toekomst zijn, ofwel nooit omdat het vastgoed middels share deals wordt doorverkocht en de latente belastingverplichting effectief voor eeuwig wordt doorgeschoven. De netto contante waarde van een dergelijke belastinglatentie zal dus veelal lager zijn dan nominaal.

Om lange discussies te voorkomen voor wiens rekening en risico een dergelijke latentie moet komen, ziet men vaak in de praktijk dat een dergelijke latentie als uitgangspunt 50/50 gedeeld wordt tussen verkoper en koper. Op dit standpunt wil ik voor de Corporate Real Estate praktijk echter meerdere nuances aanbrengen. Zo zal de bereidheid van een verkoper om een dergelijke korting in een share deal te accepteren ook afhangen van elementen zoals bijvoorbeeld het type vastgoed¹³, het businessplan rondom het vastgoed maar ook de onderhandelingspositie van de verkoper. In een competitief biedingsproces wordt stevast aan potentiële kopers gevraagd om in hun bieding expliciet aan te geven hoe zij om willen gaan met de latentie. In de huidige verkopersmarkt voor (commerciële) vastgoed kan een koper hier een competitief voordeel behalen door een lagere korting voor te stellen.

¹¹ Zie voor een nadere uiteenzetting van het arrest en de discussie met de fiscus L. Yildirim, *Het Multi-vastgoed arrest is 20 jaar: (op sterven na) dood of nog springlevend?!* (MRE scriptie Amsterdam), 2019.

¹² Winst is in de fiscaliteit algebraïsch, dat betekent dat het om positieve winst kan gaan en negatieve winst (verlies).

¹³ Denk aan de zogenaamde *owner-operators* van hotelvastgoed waarbij de eigendom en de exploitatie in handen zijn van 1 partij. Met name als zowel het eigendom en de exploitatie van het hotel tezamen worden verkocht, ligt het niet voor de hand dat een latente belastingverplichting op het hotelvastgoed zich in de toekomst zal manifesteren. Het hotel zal namelijk doorgaans tezamen met de exploitatie in een share deal worden overgedragen, veelal ook omdat een separate verkoop middels asset deal tot (onnodige) overdrachtsbelasting kan leiden. Dit zal daarom veelal leiden tot discussie over enige korting voor een latente belastingverplichting in dergelijke situaties.

2.1.2 Omzetbelasting

2.1.2.1 Asset deal

De omzetbelasting (“**BTW**”) behandeling van vastgoed in een asset deal is sterk feitelijk en hangt af van het vastgoed en het gebruik ervan. De levering van onroerende zaken is in beginsel vrijgesteld van BTW, met uitzondering van de levering van een gebouw vóór, of op uiterlijk twee jaren na het tijdstip van eerste ingebruikneming of van onroerende zaken die als bouwterrein kwalificeren.¹⁴ Tevens kan geopteerd worden voor een BTW belaste levering indien de verkrijger een volledig of nagenoeg volledig recht op aftrek van BTW heeft.¹⁵

Het voert te ver om in het kader van dit company research paper in te gaan op alle details en nuances van het voorgaande, doch is het goed om te realiseren dat de kwalificatie als bouwterrein¹⁶, eerste ingebruikneming en of iets kwalificeert als ‘nieuw vervaardigd’¹⁷ en daarmee de levering belast is met BTW, zeer sterk is verweven met de feiten en er veel richtinggevende literatuur en jurisprudentie is welke ziet op deze elementen.

Daarnaast geldt op basis van jurisprudentie van de Hoge Raad dat de overdracht van verhuurd vastgoed tevens kan kwalificeren als de overdracht van een algemeenheid van goederen ex art. 37d Wet op de omzetbelasting 1968 (“**Wet OB**”).¹⁸ Bij een dergelijke overdracht van algemeenheid van goederen vindt er voor de BTW geen levering en/of dienst plaats, de overdracht is simpelweg niet ‘in scope’ van de BTW.¹⁹ De verkrijger treedt dan in de (BTW) voetsporen van de verkoper.²⁰ Overigens goed om te realiseren dat de toepassing van art. 37d Wet OB volgt uit de wet, i.e. dit is van toepassing of niet en is niet facultatief.²¹

Concluderend is de BTW behandeling van de overdracht van vastgoed specifiek afhankelijk van de feiten, e.g. de leeftijd, of er sprake is van (ver)nieuwbouw, of er sprake is van een bouwterrein²², de

¹⁴ Art. 11, lid 1 sub a 1^o Wet op de omzetbelasting 1968.

¹⁵ Art. 11, lid 1 sub a 2^o Wet OB.

¹⁶ Zo kan bijvoorbeeld de levering van een terrein met oude gebouwen onder omstandigheden kwalificeren als de levering van een bouwterrein indien wordt afgesproken dat de verkoper de sloop van de oude gebouwen voor zijn rekening neemt. Ook geldt de levering van onbebouwde grond mogelijk als bouwterrein als er een (objectief waarneembare) intentie is om het een en ander te gaan bebouwen. Zie bijvoorbeeld Hof van Justitie 19 november 2009 nr. C-461/08 (*Don Bosco*) en Hof van Justitie 17 januari 2013 nr. C-543/11 (*Woningstichting Maasdriel*).

¹⁷ De levering van een gebouw is van rechtswege belast indien wordt geleverd uiterlijk twee jaren na eerste ingebruikneming. Deze bepaling is niet alleen van toepassing op volledige nieuwbouw, maar tevens op herontwikkeling. Een gebouw kan na transformatie onder omstandigheden ook kwalificeren als ‘nieuw vervaardigd’ gebouw voor de BTW, in welk geval er ook sprake is van een nieuwe eerste ingebruikneming op basis van artikel 11, lid 5 sub b Wet OB en de levering van het nieuw vervaardigde gebouw daarmee ook is belast met BTW. Het begrip nieuw vervaardigd is daarom relevant bij herontwikkeling en transformatieplannen. Een gebouw kwalificeert als nieuw vervaardigd indien sprake is van ‘in wezen nieuwbouw’. Dit criterium is zeer afhankelijk van de feiten en de concrete omstandigheden van het geval, waar veel richtinggevende jurisprudentie over is geweest. Zie voor een nadere toelichting Vakstudie Omzetbelasting, art. 11, lid 5 Wet OB, aant. 19

¹⁸ HR 6 juni 2008, nr. 42677.

¹⁹ Vakstudie Omzetbelasting, art. 37d Wet OB, aant. 4.

²⁰ Vakstudie Omzetbelasting, art. 37d Wet OB, aant. 33.

²¹ Vakstudie Omzetbelasting, art. 37d Wet OB, aant. 4.

²² Zie tevens art. 11, lid 6 Wet OB.

(objectieve) intentie van partijen etc. Deze behandeling dient in een transactie op een case-by-case basis te worden beoordeeld.

2.1.2.2 Share deal

Een share deal waarbij een Propco wordt overgedragen is niet belast met de BTW. Dit is een wezenlijk verschil ten opzichte van een asset deal. Door dit gegeven kan in bepaalde situaties een share deal voor de omzetbelasting voordeliger zijn dan een asset deal.

Dit is met name het geval als de overdracht van het vastgoed van rechtswege is onderworpen aan de BTW en het vastgoed en de exploitatie ervan geen recht geeft op aftrek van voorbelasting van deze BTW. In de praktijk ziet dit met name op de overdracht van nieuw vervaardigd residentieel vastgoed (nieuwbouw) door een ontwikkelaar. De levering van dergelijke nieuwbouw in een asset deal is belast met omzetbelasting, terwijl de verhuur van woningen is vrijgesteld van BTW.²³ De koper ervan zal in deze situatie geen recht hebben op aftrek van de BTW, hetgeen betekent dat de BTW een absolute kost is en het rendement drukt.

Een share deal zou in deze situatie echter niet onderworpen zijn aan BTW. In een asset deal zou de volledige koopprijs (inclusief de winst van de ontwikkelaar) belast zijn met BTW, terwijl in een share deal dit niet het geval is. Tegelijkertijd mag bij een share deal een ontwikkelaar de BTW op de bouwkosten niet in aftrek brengen, terwijl dit bij een asset deal in deze situatie wel het geval zou zijn. Een ontwikkelaar kan middels een share deal in deze situatie feitelijk de winst die hij behaalt buiten de BTW houden.

Asset deal		Share deal	
Grondprijs (bouwterrein)	€ 10.000.000	Grondprijs (bouwterrein)	€ 10.000.000
BTW (21%)*	€ 2.100.000	BTW (21%)*	€ 2.100.000
Totale grondprijs	€ 10.000.000	Totale grondprijs	€ 12.100.000
Aanneemsom	€ 20.000.000	Aanneemsom	€ 20.000.000
BTW (21%)*	€ 4.200.000	BTW (21%)*	€ 4.200.000
Totale aanneemsom	€ 20.000.000	Totale aanneemsom	€ 24.200.000
Totale kostprijs	€ 30.000.000	Totale kostprijs	€ 36.300.000
Ontwikkeltwinst	€ 2.500.000	Ontwikkeltwinst	€ 2.500.000
Verkoopprijs	€ 32.500.000	Verkoopprijs	€ 38.800.000
BTW (21%)**	€ 6.825.000	BTW (21%)**	€ 0
Kostprijs voor belegger	€ 39.325.000	Kostprijs voor belegger	€ 38.800.000

* BTW aftrekbaar voor Propco in asset deal
** BTW niet aftrekbaar voor belegger in asset deal

* BTW niet aftrekbaar voor Propco in share deal
** Geen BTW op share deal

Verskil - BTW op ontwikkelwinst € 525.000

Hierboven is een rekenvoorbeeld opgenomen. Hierbij wordt uitgegaan van de aankoop van grond in de BTW (bouwterrein) en een gestelde kostprijs voor de bouw en ontwikkelwinst. Bovenstaand voorbeeld laat zien dat in een dergelijke situatie in een share deal effectief geen BTW op de

²³ Art. 11, lid 1 sub b 5^o Wet OB.

ontwikkelwinst van €2.500.000 wordt geheven, hetgeen de totale kostprijs voor een belegger verlaagt.²⁴

2.1.3 Overdrachtsbelasting

2.1.3.1 Asset deal

De verkrijging van (economisch eigendom van) in Nederland gelegen onroerende zaken of van rechten waaraan deze zijn onderworpen is belast met overdrachtsbelasting.²⁵ Het tarief is vanaf 2021 8%²⁶, en er bestaat een aantal vrijstellingen, zoals de verkrijging door de Staat of enkele andere publiekrechtelijke lichamen zoals provincies of gemeenten.²⁷

Tevens geniet in de vastgoedpraktijk de zogenaamde samenloopvrijstelling veel bekendheid, één van de belangrijkste vrijstellingen in de overdrachtsbelasting. De samenloopvrijstelling sluit aan bij de kwalificatie in de omzetbelasting en is feitelijk een anti-cumulatie bepaling om ervoor te zorgen dat in bepaalde situaties geen sprake is van zowel omzetbelasting als overdrachtsbelasting.

Onder de samenloopvrijstelling is geen overdrachtsbelasting verschuldigd bij de verkrijging van onroerende zaken indien de levering ervan kwalificeert als een van rechtswege met BTW belaste levering.²⁸ Met andere woorden, de levering van een bouwterrein of (ver)nieuwbouw vóór, op of uiterlijk twee jaren na het tijdstip van eerste ingebruikneming is in principe vrijgesteld van overdrachtsbelasting. Indien het vastgoed al als bedrijfsmiddel is gebruikt, dan geldt de samenloopvrijstelling voor een periode van 2 jaar na de eerste ingebruikneming als de verkrijger in het geheel geen recht heeft op vooraf trek van BTW. Als het vastgoed wel als bedrijfsmiddel is gebruikt en de verkrijger heeft (gedeeltelijk) recht op aftrek van BTW, dan geldt de samenloopvrijstelling slechts voor een periode van 6 maanden na eerste ingebruikname.²⁹

2.1.3.2 Share deal

De verkrijging van een belang in een rechtspersoon is mogelijk ook onderworpen aan overdrachtsbelasting als deze rechtspersoon kwalificeert als een onroerendezaakrechtspersoon (“OZR”).³⁰ Een rechtspersoon kwalificeert als een OZR indien:³¹

- (i) De bezittingen van de rechtspersoon bestaan op het tijdstip van de verkrijging of het daaraan voorafgaande jaar voor ten minste 50% uit onroerende zaken; en

²⁴ Hierbij dient opgemerkt te worden dat dezelfde conclusie mogelijk geldt bij herontwikkeling van bestaande gebouwen tot nieuwe wooncomplexen. De share deal kan in deze situatie ook gunstiger zijn voor zover de herontwikkeling leidt tot een ‘nieuw vervaardigd’ gebouw.

²⁵ Art. 2, lid 1 alsmede lid 2 Wet op belastingen van rechtsverkeer (“WBR”)

²⁶ Op basis van art. 14, lid 2 WBR geldt er een tarief van 2% voor verkrijgers (natuurlijke personen) van woningen die zelf in de woningen gaan wonen. Onder omstandigheden geldt er voor deze personen tevens een vrijstelling tot een koopsom van maximaal €400.000.

²⁷ Art. 15, lid 1 sub c WBR. Zie tevens art. 15 WBR voor vele andere vrijstellingen.

²⁸ Art. 15, lid 1 sub a WBR.

²⁹ Art. 15, lid 6 WBR.

³⁰ Art. 4 WBR.

³¹ Art. 4, lid 1 sub a WBR.

- (ii) De bezittingen van de rechtspersoon bestaan op het tijdstip van de verkrijging of het daaraan voorafgaande jaar voor ten minste 30% uit Nederlandse onroerende zaken (tezamen met (i) de 'bezitseys'); en
- (iii) Deze onroerende zaken zijn ten tijde van de verkrijging of het daaraan voorafgaande jaar voor 70% of meer dienstbaar aan het verkrijgen, vervreemden of exploiteren van die onroerende zaken (de 'doeleis').

De aandelen in een OZR worden fictief gezien als onroerende zaken (fictieve onroerende zaken). De verkrijging van deze aandelen is belast met overdrachtsbelasting indien (al dan niet tezamen met zogenaamde verbonden lichamen of verbonden natuurlijke personen) ten minste een derde belang wordt verkregen of uitgebreid (het zogenaamde aanmerkelijk belang).³² Hierbij moet ook rekening worden gehouden met belangen die ingevolge een zogenaamde samenhangende overeenkomst worden verkregen. Zo worden verkrijgingen binnen een periode van twee jaar door de verkrijger geacht ingevolge dezelfde of een samenhangende overeenkomst te hebben plaatsgevonden, i.e. deze worden bij elkaar opgeteld.³³

De bezitseys is een kwantitatieve eis en voor de berekening ervan geldt een aantal regels.³⁴ De doeleis ziet met name op beleggingsvastgoed, i.e. vastgoed dat is bestemd om te worden aangekocht/verkocht of geëxploiteerd zoals verhuur.³⁵ Aan de doeleis wordt niet voldaan als het vastgoed binnen het bedrijf worden gebruikt. Zo voldoet een hotelpand, een fabriek, een winkel of een bankgebouw welke in het kader van het eigen bedrijf wordt gebruikt, niet aan de doeleis.³⁶

2.1.3.2.1 Beleggingsvastgoed en bedrijfsmatig vastgoed

Een Propco welke naast Nederlands vastgoed ook andere assets houdt, zoals bijvoorbeeld cash, zal afhankelijk van het balanstotaal niet aan de bezitseys voldoen. De Propco kwalificeert in een dergelijk geval niet als OZR.

Daarentegen zal een Propco met louter Nederlands vastgoed wel aan de bezitseys voldoen. Als dit vastgoed dan ook nog louter wordt verhuurd of anderszins wordt geëxploiteerd zal ook aan de doeleis worden voldaan. De Propco zal dan kwalificeren als OZR.

Bezit deze Propco welke louter vastgoed houdt echter bepaalde asset classes welke gebruikt worden in een bedrijf, dan kwalificeert de Propco mogelijk alsnog niet als OZR. Hierbij kan gedacht worden aan hotelvastgoed. Als de Propco zowel het hotelvastgoed als de exploitatie van het hotelbedrijf bezit, dan kwalificeert de Propco doorgaans niet als OZR.³⁷ Zo zijn er nog meer asset classes waarbij het bijbehorende bedrijf de OZR kwalificatie van een Propco kan beïnvloeden. Denk hierbij bijvoorbeeld aan datacenters.³⁸

Dit is ook meteen een verschil met een asset deal. De overdracht van hotelvastgoed zal in een asset deal gewoonlijk belast zijn met overdrachtsbelasting, ook al wordt het bijbehorende hotelbedrijf mee

³² Art. 4, lid 3 sub b WBR.

³³ Art. 4, lid 3 juncto lid 5 sub b WBR.

³⁴ Art. 4, lid 4 sub a.

³⁵ Vakstudie Belastingen van rechtsverkeer, art. 4 WBR, aant. 3.4.1.

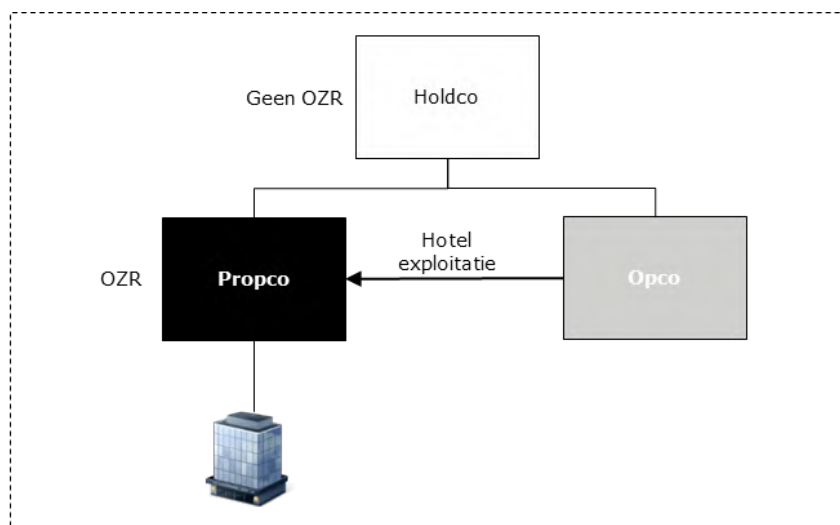
³⁶ Vakstudie Belastingen van rechtsverkeer, art. 4 WBR, aant. 3.4.2.

³⁷ NaV, Kamerstukken II 2010/11, 32504, nr.6, p.8.

³⁸ HR 10 oktober 2014, nr.13/05448, BNB 2015/14.

verkocht. Dit komt omdat in een asset deal gekeken wordt naar de kwalificatie per onroerende zaak. In een share deal spelen echter de bezits- en doeleis een rol bij de beoordeling of er sprake is van een OZR. Als de over te dragen Propco geconsolideerd gezien zowel het hotel vastgoed als de bedrijfsmatige exploitatie ervan bezit, dan kwalificeert Propco veelal niet als OZR. Als de Propco slechts het vastgoed houdt terwijl de bedrijfsmatige exploitatie ervan in weer een andere entiteit is ondergebracht, dan dient gekeken te worden of er ook een (houdster)vennootschap is die beide deze activiteiten (indirect) bezit. De Propco kan op zichzelf gezien dan kwalificeren als OZR, maar de Holdco daarboven kan dan geconsolideerd gezien niet als OZR kwalificeren.

Daarom zal met bepaalde asset classes zoals hotels, datacenters, campings en andere onroerende zaken met bijbehorende bedrijfsmatige activiteiten, vanuit fiscaal perspectief een share deal over het algemeen de voorkeur genieten boven een asset deal.



Figuur 2: Holdco geconsolideerd gezien niet voldaan aan doeleis en geen OZR

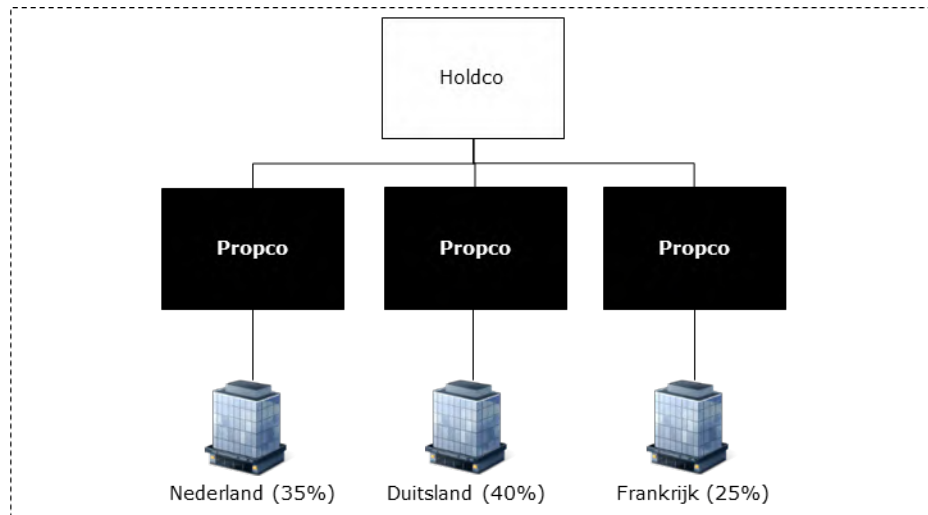
Een en ander is vervolgens ook van invloed op een discussie over de latente belastingen in een dergelijke transactie. Een verkoper zal veelal betogen dat een latente belastingverplichting niet zal manifesteren nu dit vastgoed doorgaans ook weer als share deal zal worden doorverkocht, zie ook paragraaf 2.1.1.2.

2.1.3.2.2 Portfolio deals

In de huidige markt zien we dat de rendementen op vastgoed omlaag gaan, goede assets schaarser worden en de competitie om die assets steeds groter wordt. Tegelijkertijd hebben investeerders veel geld op de plank ('dry powder') welke ze hierdoor niet kwijt kunnen. Mede daarom en door de zoektocht naar rendementen zien we de laatste jaren steeds vaker grotere portfolio transacties als een manier om in één keer een substantiële (internationale) portfolio op te bouwen, dan wel af te stoten.

Bij met name internationale portfolio transacties speelt de bezitseris een belangrijke rol. Doorgaans zal in een dergelijke portfolio transactie een vennootschap “ergens bovenin” de gehele structuur verkocht worden welke indirect een grote (internationale) portfolio aan vastgoed bezit. Met name toets (ii) hierboven wordt dan relevant.

Indien de te verkopen vennootschap louter indirect vastgoed houdt en 30% van dit vastgoed bestaat uit Nederlands vastgoed, dan zal deze vennootschap kwalificeren als OZR voor de



Figuur 3: Holdco geconsolideerd gezien voldaan aan bezitseris en daarmee OZR

overdrachtsbelasting. Indien ten minste 1/3^e belang wordt verkregen in een dergelijke OZR, zal overdrachtsbelasting verschuldigd zijn in Nederland.

In bovenstaande situatie zal de overdrachtsbelasting slechts verschuldigd zijn over het Nederlandse vastgoed. De overdrachtsbelasting wordt hiervoor berekend over het hoogste van de waarde in het economische verkeer van de onroerende zaken of de koopprijs.³⁹ Gezien de grote hoeveelheid onroerende zaken is het bij portfolio deals in de praktijk daarom extra van belang dat een juiste koopprijsallocatie wordt opgesteld over de verschillende onroerende zaken.

Veelal zal in de praktijk een dergelijke koopprijsallocatie als startpunt gelden voor de berekening van enig te betalen overdrachtsbelasting. Er dient echter ook beoordeeld te worden of de waarde in het economisch verkeer van de individuele onroerende zaken mogelijk hoger is dan de koopprijsallocatie. Dit is met name ook relevant indien er tussen partijen een (kwantum)korting wordt afgesproken en deze korting middels de koopprijsallocatie wordt toegerekend aan alle individuele onroerende zaken.

Dit belang wordt nog eens onderstreept door een zeer recent arrest van Gerechtshof Amsterdam.⁴⁰ In dit arrest is een portfolio van 147 onroerende zaken verkregen, waarbij tussen partijen een kwantumkorting is afgesproken. Er werd overdrachtsbelasting betaald op basis van de totale koopprijs van de onroerende zaken. De inspecteur voerde aan dat de daadwerkelijke waarde in het economische verkeer van de onroerende zaken hoger was dan de overeengekomen koopprijs, en dat overdrachtsbelasting verschuldigd was over die hogere waarde in het economisch verkeer. Gerechtshof Amsterdam gaf de inspecteur gelijk en oordeelde dat overdrachtsbelasting verschuldigd was over de hogere waarde van de

³⁹ Art. 9, lid 1 WBR.

⁴⁰ Hof Amsterdam 19 januari 2021, nr.19/00273.

onroerende zaken, er diende derhalve geen rekening gehouden te worden met de kwantumkorting en de bijbehorende kooprijisallocatie.

In de praktijk is een juiste kooprijisallocatie in deze situaties daarom zeer relevant, ook in situaties waarin de totale koopprijs voor een portfolio gelijk is aan de totale waarde in het economisch verkeer. Enige afwijkingen in individuele panden kunnen er in een portfolio deal namelijk voor zorgen dat er meer of minder overdrachtsbelasting is verschuldigd in Nederland. In een portfolio met louter Nederlands vastgoed zal een hogere waarde van een individueel pand mogelijk gecompenseerd worden met een lagere waarde voor een ander pand waardoor de totale overdrachtsbelasting mogelijk gelijk blijft.

In principe zou op basis van de wet een inspecteur in deze situatie overdrachtsbelasting kunnen heffen over de hogere kooprijisallocatie van bepaalde onroerende zaken. Tegelijkertijd zou hij de onroerende zaken met een kooprijisallocatie die lager is dan de waarde in het economisch verkeer kunnen “opplussen” en overdrachtsbelasting kunnen heffen over de hogere waarde in het economisch verkeer. Mij lijkt een dergelijke toepassing van de wet te strikt, ik zou menen dat in de praktijk een inspecteur zich hier redelijk dient op te stellen. Gerechtshof Amsterdam lijkt ook van mening dat uiteindelijk niet meer overdrachtsbelasting mag worden geheven dan in de situatie dat een prijsallocatie per onroerende zaak op basis van de waarde in het economisch verkeer zou zijn gemaakt.

In internationale situaties ligt een dergelijke compensatie echter minder voor de hand. Hier zal een naheffing van overdrachtsbelasting in Nederland niet meteen tot compensatie leiden in een ander land waar onroerende zaken mogelijk een te hoge kooprijisallocatie hebben gekregen. De juiste kooprijisallocatie blijft in portfolio deals daarom erg belangrijk.

2.1.3.2.3 Club deals

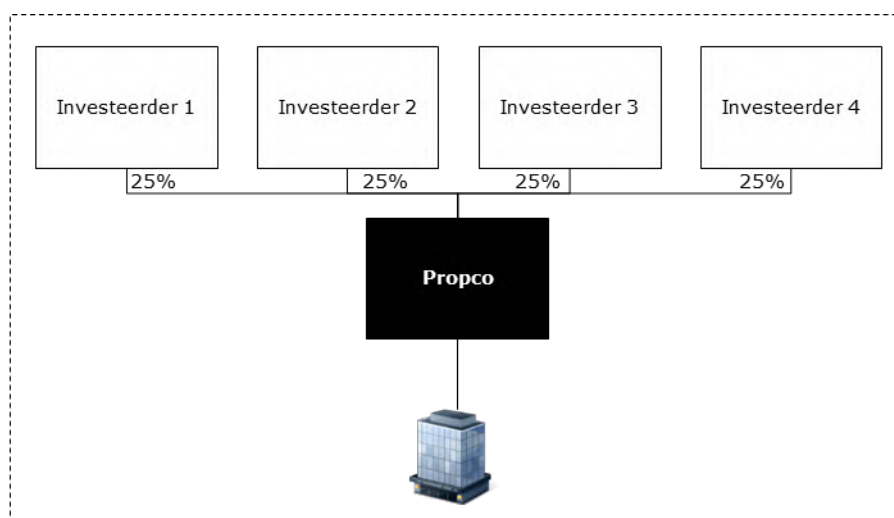
In het verlengde van bovenstaande zien we dat de grootte van de portfolio's in transacties ook toeneemt.⁴¹ Als gevolg van de stijgende prijzen van assets alsmede de toename in portfolio transacties en de grootte ervan, zien we steeds vaker club deals.

Club deals zijn feitelijk deals waarbij meerdere investeerders besluiten om gezamenlijk een of meer investeringen te doen. Hierbij krijgt elke investeerder een bepaald belang in de onderliggende investering. Voordeel hiervan voor de investeerders is dat zij mee kunnen doen aan grotere transacties met potentieel hogere rendementen, terwijl het mee te brengen kapitaal en daarmee risico verdeeld is over meerdere investeerders.

Voor de overdrachtsbelasting bij club deals is zoals hierboven al even aangegeven dat slechts de verkrijging van ten minste 1/3 belang in een OZR belast is met overdrachtsbelasting. In club deals met ten minste 4 investeerders met een belang van minder dan 1/3 kunnen derhalve OZR lichamen worden verkregen zonder dat overdrachtsbelasting verschuldigd is. Hierbij is wel van belang dat de

⁴¹ Een aantal voorbeelden met Nederlandse assets en nexus: zo verkochten door de Amerikaanse private equity firma Blackstone geadviseerde fondsen in 2017 het opgebouwde Logicor Europese logistieke platform voor €12.25 miljard. Een consortium geleid door CBRE Global Investors heeft in 2017 een portefeuille met Bijenkorf en voormalige V&D panden overgenomen voor €1.6 miljard. Eind 2019 hebben door Blackstone geadviseerde fondsen het Canadese Dream Global overgenomen voor €4.2 miljard. Meer recent in maart 2020 heeft de US REIT Digital Realty het Nederlandse Interxion gekocht voor \$8.4 miljard.

investeerders niet gezien worden als verbonden lichamen, i.e. dat het feitelijk onafhankelijke investeerders zijn.



Figuur 4: Elke investeerder verkrijgt een belang van minder dan 1/3 in Propco

Als gezegd worden de belangen van verbonden lichamen samengeteld voor de beoordeling of is voldaan aan het 1/3 vereiste.⁴²

Volgens de parlementaire behandeling bij de introductie van het concept van verbondenheid is dit concept gericht op *“de huidige praktijk waarin de aandelen (of de rechten daarop) in een onroerende-zaaklichaam zodanig over verschillende gelieerde personen worden verspreid dat niet wordt voldaan aan de wettelijke omschrijving van het aanmerkelijk belang, terwijl de verbondenheid tussen die personen zodanig is dat door samenwerking met of invloed op de ander in wezen van één aanmerkelijk belang kan worden gesproken”*.⁴³

Daarbij is ook aangegeven dat *“de samenwerking met de andere lichamen behoeft niet op machts criterium of volledige zeggenschap over de ander te zijn gestoeld. Voldoende is dat bij een een/derde belang in het andere lichaam de verbondenheid zodanig is, dat aannemelijk mag worden geacht dat sprake is van samenwerking of eenduidig belang bij de vervreemding en verkrijging van onroerende zaken door middel van aandelenoverdrachten.”*⁴⁴

Bij de beoordeling van verbondenheid is het begrip ‘belang’ zeer relevant. Dit begrip strekt zich niet alleen uit tot belangen in entiteiten met een in aandelen verdeeld kapitaal (e.g. BV), maar tevens ook tot overige lichamen. Daarnaast is tevens in de jurisprudentie bevestigd dat het concept van belang een zeer ruime strekking heeft en zich uitstrekt tot zowel financiële belangen alsmede om zeggenschap.⁴⁵

In het kader van dit company research paper voert het te ver om in detail in te gaan op dit verbondenheidscriterium en het begrip belang. Wel is het gezien de breedte van deze concepten in de praktijk van belang om bij de structurering van dergelijke acquisities en het opzetten van de

⁴² Art. 4, lid 7 en 8 WBR.

⁴³ Kamerstukken II, 1999/2000, 27 030, nr.6. p.23.

⁴⁴ Kamerstukken II, 1999/2000, 27 030, nr.6. p.23

⁴⁵ HR 5 februari 2010, BNB 2010/148.

governance rondom club deals goed in de gaten te houden dat de investeerders niet worden aangemerkt als verbonden lichamen.

2.1.3.2.4 Samenloopvrijstelling en de doorkijkbenadering

Als aangegeven geldt in bepaalde situaties de samenloopvrijstelling voor de overdrachtsbelasting (paragrafen 2.1.2 en 2.1.3.1). Dit is het geval bij de verkrijging van onroerende zaken indien de levering ervan kwalificeert als een van rechtswege met BTW belaste levering. We zagen echter ook dat een share deal in de regel niet is onderworpen aan de BTW (paragraaf 2.1.2.2). Formeel gezien kan de samenloopvrijstelling in principe aldus niet worden toegepast bij een share deal.

Op basis van jurisprudentie van de Hoge Raad geldt dat vrijstellingen ook van toepassing zijn in share deals indien deze ook van toepassing waren geweest bij een directe verkrijging van de onroerende zaken in asset deals. Er wordt als het ware door de aandelen heen gekeken.

In de zogenaamde doorkijkarresten heeft de Hoge Raad geoordeeld dat de wetsfictie van artikel 4 waarbij aandelen in een OZR worden aangemerkt als fictieve onroerende zaken *“geen verdere strekking heeft dan te voorkomen dat door middel van het tussenschuiven van rechtspersonen de heffing van overdrachtsbelasting wordt ontgaan. Met deze wetsfictie is niet beoogd de verkrijging van aandelen in een onroerendezaaklichaam onder de heffing van overdrachtsbelasting te brengen voor zover de verkrijging van een onroerende zaak van dat lichaam zelf buiten de heffing van overdrachtsbelasting zou blijven vanwege de vrijstellingsbepaling (...)”*.⁴⁶ Dit arrest zag op de toepassing van de samenloopvrijstelling bij de verkrijging van een BV met daarin een bouwterrein. Inmiddels heeft de Hoge Raad geoordeeld dat deze doorkijkbenadering in zijn algemeenheid geldt voor vrijstellingen opgenomen in art. 15 WBR.⁴⁷

Tegenwoordig is bovenstaand standpunt ook opgenomen in het zogenaamde samenloopbesluit.⁴⁸

2.2 Overige voordelen van aandelen versus stenen

Naast de vele fiscale voordelen zijn er ook overige voordelen om een share deal te doen in plaats van een asset deal. Een aantal hiervan is hierboven al (indirect) ter sprake gekomen. Zo zal het (juridisch) eenvoudiger en wenselijker zijn om een grote portfolio aan te kopen middels een share deal, anders moeten alle assets in het portfolio individueel worden aangekocht met alle bijbehorende (juridische) vereisten en handelingen.

In het verlengde hiervan zal een share deal in de regel ook de voorkeur genieten indien er meer dan alleen vastgoed moet worden overgedragen, zoals contracten, andere activa, ondernemingen etc. Het zal doorgaans juridisch eenvoudiger zijn om alles tegelijkertijd te kunnen overdragen middels de verkoop van aandelen in plaats van elk element separaat te moeten overdragen met de daarbij behorende juridische vereisten voor overdracht.

⁴⁶ HR 10 juni 2011, BNB 2011/219.

⁴⁷ HR 30 november 2018, BNB 2019/37 en HR 30 november 2018, nr.18/02567.

⁴⁸ Samenloopbesluit gepubliceerd op 27 maart 2017, nr.2017-51500, onderdeel 2.2.7.

2.3 Samenvatting

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op wat Corporate Real Estate M&A transacties inhouden en waarom fiscaal gezien dergelijke transacties worden ondernomen. Ik heb hierbij een aantal belangrijke fiscale gevolgen behandeld van asset deals versus share deals. Hierbij is met name gekeken wat het (fiscale) voordeel kan zijn van het doen van een share deal ten opzichte van de asset deal.

Uit het voorgaande blijkt dat in het kader van de VPB op basis van de deelnemingsvrijstelling een share deal doorgaans niet zal leiden tot een belasting van enige meerwaarde van het door een entiteit gehouden vastgoed, waar dit in een asset deal doorgaans wel het geval is. Toch zal in een share deal doorgaans rekening worden gehouden met een latente belasting en een bijbehorende korting op de koopprijs voor aandelen in een share deal.

De BTW bij asset deals is sterk afhankelijk van het vastgoed en de feiten en is zeer casuïstisch, terwijl een share deal niet belast zal zijn met BTW.

Voor de overdrachtsbelasting geldt weer wat de verkrijging van vastgoed in asset deal doorgaans belast zal zijn met overdrachtsbelasting. In een share deal geldt hetzelfde uitgangspunt, zij het dat de entiteit die het vastgoed houdt (geconsolideerd gezien) eerst moet voldoen aan de zogenaamde bezitsei en doeleis en er ten minste een 1/3 belang dient te worden verkregen in deze entiteit om te kunnen concluderen tot overdrachtsbelasting op de verkrijging van deze entiteit. Op basis van deze regels kan het voorkomen dat de verkrijging van aandelen in entiteiten met daarin ondergebracht vastgoed niet belast is met overdrachtsbelasting in bijvoorbeeld portfolio deals of club deals. Ook zijn er specifieke regels om de samenloop tussen de overdrachtsbelasting en de BTW te voorkomen.

Naast de fiscale voordelen kunnen er uiteraard ook andere non-fiscale voordelen zijn van het doen van een share deal ten opzichte van een asset deal in het vastgoed.

3 Proces van share deals in vastgoed

3.1 Inleiding

Het transactieproces met betrekking tot share deals in vastgoedtransacties is op hoofdlijnen vergelijkbaar met dat van een asset deal. Partijen spreken de intentie uit om een transactie aan te gaan, partijen spreken een bepaalde koopprijs af en brengen de (fiscale) risico's in kaart van het vastgoed en de transactie.

Desondanks kennen share deals vanuit de fiscaliteit een aantal specifieke elementen. In dit hoofdstuk zal ik ingaan op een aantal fiscale elementen in het proces van share deals in vastgoedtransacties. Hierbij zal ik ingaan op de hierboven beschreven elementen, en zal ik toelichten waar de verschillen tussen asset deals en share deals zich bevinden, en hoe deze zich vertalen in het transactieproces in Corporate Real Estate M&A. Ik sluit af met een samenvatting.

3.2 Fiscaliteit in de LOI fase

Als een verkoper en een potentiële koper van vastgoed elkaar hebben gevonden en op hoofdlijnen de commerciële elementen van een potentiële transactie (indicatief) zijn overeengekomen, dan sluit men veelal een Letter of Intent (*LOI*), ook wel een intentieovereenkomst. Feitelijk is dit een uiting van de intentie om met elkaar verder te gaan in het onderhandelingsproces voor de beoogde transactie en kan de LOI gezien worden als het startpunt van verdere onderhandelingen.

De LOI is niet een noodzakelijke overeenkomst in het onderhandelingsproces.⁴⁹ Veelal zien we dat deze in de (Corporate Real Estate) M&A praktijk wel tussen partijen wordt gesloten. Met name in bilaterale procedures komen we een LOI tegen, terwijl dit bij veilingprocedures met meerdere bidders (*controlled auctions*) minder het geval is.⁵⁰ Hierin worden dan de belangrijkste afspraken vastgelegd omtrent het verdere proces, het vastgoed, koopprijs en assumpties onderliggend aan de koopprijs, geheimhouding, exclusiviteit, bepaalde voorwaarden zoals het nog naar tevredenheid uitvoeren van *due diligence* en afspraken over op te nemen contractuele bescherming zoals vrijwaringen en garanties.⁵¹

De LOI is niet uniek aan een share deal, er worden ook LOI's gesloten voor vastgoedtransacties die als asset deals worden vormgegeven. Bij de share deals speelt echter een aantal elementen welke vanuit de fiscaliteit wel van groter belang zijn bij share deals dan bij asset deals. Een aantal belangrijke elementen zullen hierna worden uitgelicht.

3.2.1 Allocatie historische fiscale risico's

Een wezenlijk verschil tussen een asset deal en een share deal is dat bij de laatste de gehele historie (juridisch, fiscaal, financieel, etc.) behorende bij de vennootschap mee over gaat. Dit betekent dat alle

⁴⁹ Zie voor meer informatie De Kluiver, O&F 2003/58.

⁵⁰ Janssen & De Breij, *TOP* 2013/6.

⁵¹ De LOI kent veelal een juridische achtergrond. De precontractuele en contractuele fase en de daaruit mogelijk voortvloeiende aansprakelijkheid voor het afbreken van onderhandelingen speelt hierbij een belangrijke rol. Zie voor een uitgebreid overzicht Tjittes, *THEMIS* 2016/5.

verplichtingen van de Propco ook mee over gaan. Bij een asset deal is dit doorgaans niet het geval, in elk geval ten aanzien van de fiscaliteit.

Bovenstaande brengt met zich dat ook alle aan de Propco klevende historische fiscale risico's mee over gaan, i.e. doorgaans alle belastingen die men kan bedenken. Het gaat hier veelal om mogelijke belastingen die bij de overgedragen Propco op kunnen komen en feitelijk na aankoop van de Propco voor rekening van een koper komen terwijl deze belastingen zien op de periode dat de verkoper nog eigenaar was.

In de LOI wordt daarom veelal een allocatie gemaakt voor wiens rekening dergelijke historische fiscale risico's dienen te komen. Het is gebruikelijk dat alle belastingen die zien op de periode dat de verkoper nog eigenaar was van de Propco, voor rekening van de verkoper blijven. De belastingen die zien op de periode nadat de koper eigenaar wordt van de over te dragen Propco komen vervolgens voor rekening van de koper. Dit laatste zou overigens ook al het geval zijn als hier geen specifieke afspraken over worden gemaakt, de koper is immers vanaf dit moment eigenaar van de aandelen.

3.2.2 Fiscale status vastgoed

Net als bij een asset deals is bij een share deal de fiscale status van het over te dragen vastgoed van belang in de LOI fase. Hierbij zal met name de BTW en de overdrachtsbelasting relevant zijn nu dit elementen zijn die direct van invloed zijn op de bepaling van de koopprijs. Zo is het van wezenlijk belang of het te kopen vastgoed belast is met 8% overdrachtsbelasting of dat er sprake is van een vrijstelling, bijvoorbeeld uit hoofde van de door mij hiervoor besproken samenloopvrijstelling. Een bidder zal in zijn prijsbepaling rekening hebben gehouden (of hebben moeten houden) met dit element nu de aankoopprijs immers direct van invloed is op het te verwachten rendement.

Daarom worden er in de LOI veelal afspraken gemaakt over de aan de koopprijs onderliggende fiscale status van het vastgoed en de uitgangspunten die partijen hierbij hanteren. Tevens verdient het de aanbeveling om ook te bepalen wie het risico draagt mocht de fiscale status toch anders blijken dan door partijen is verondersteld.

3.2.3 Deferred tax liability (belastinglatentie)

Als ook al even aangegeven in paragraaf 2.1.1.2.2 is er bij een share deal sprake van een latente belastingverplichting voor de VPB indien de in een transactie aan het vastgoed toegekende waarde hoger is dan de fiscale boekwaarde van dit vastgoed.

In de LOI pleegt men veelal de afspraken rondom de belastinglatentie vast te leggen en hoe wordt omgegaan met deze latentie. Hierbij is het niet alleen zaak om vast te leggen hoe de latentie tussen partijen wordt gedeeld en tegen welk percentage (als er sprake is van een deling van de latentie), maar verdient het ook aanbeveling om te omschrijven hoe de latentie zal worden berekend. Dit laatste is met name relevant als er mogelijk nog flexibele elementen zijn die aan de berekening van de latentie ten grondslag liggen. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan:

- (i) Het VPB percentage waartegen de latentie zal worden berekend;
- (ii) De berekening van de fiscale boekwaarde.

3.2.3.1 VPB percentage belastinglatentie

Het VPB tarief is relevant voor de berekening van de belastinglatentie. Het huidige VPB tarief is 25,8%. Het is niet ondenkbaar dat dit percentage (verder) zal wijzigen, te meer nu het waarschijnlijk is dat de Nederlandse overheid gretig gebruik zal maken van het fiscale instrumentarium om de door Covid-19 belopen kosten te compenseren.

Zo zagen we tevens de afgelopen jaren meermaals voorstellen om het huidige hoogste VPB tarief van 25,8% te wijzigen. Zo zou het VPB tarief in 2021 naar 21,7% gaan, bleef het in 2021 toch 25% en is het inmiddels 25,8% per 2022. Sommige voorstellen waren reeds aangenomen als wet, waarna de voorgestelde wijzigingen toch op het laatste moment zijn teruggedraaid en niet doorgingen omdat er weer nieuwe voorstellen lagen.

In de praktijk zagen we dat het VPB tarief van 21,7% ook al werd gebruikt voor de berekening van de belastinglatentie. Een koper in een share deal heeft dan feitelijk een te lage korting bedongen nu het VPB tarief toch 25% is gebleven in 2021 (25,8% in 2022). Het vastzetten van het VPB percentage voor de latentie werkte voor een verkoper in deze situatie gunstig uit, omdat er een lagere korting op de koopprijs werd bedongen. Voor een koper werkte dit minder gunstig uit.

Bovenstaande zou tevens opgelost kunnen worden door het VPB percentage flexibel te maken, of simpelweg aan te sluiten bij 'alsdan geldend recht'. Ook kan worden overwogen om een vast VPB percentage te hanteren en een terugbetalingsverplichting op te nemen mocht het percentage toch dalen. Uiteraard dient een en ander wel commercieel mogelijk te zijn.

3.2.3.2 Berekening fiscale boekwaarde

De fiscale boekwaarde heeft een direct effect op de hoogte van de belastinglatentie. Over het algemeen volgt de fiscale boekwaarde uit het due diligence dat gedaan zal worden nadat de LOI is getekend. In bepaalde situaties kan het verstandig zijn om in de LOI specifieke afspraken te maken over de veronderstelde (minimale) fiscale boekwaarde van een aan te kopen onroerende zaak.

Dit kan met name het geval zijn in situaties waarin het onroerend goed nog dient te worden (af)gebouwd. Op basis van het business plan en de geschatte kosten voor de bouw van het onroerend goed hebben partijen vaak rekening gehouden met een bepaalde belastinglatentie in de modellering en het commerciële bod. In deze situaties plegen partijen regelmatig afspraken te maken over een (minimale) fiscale boekwaarde welke het vastgoed zal moeten hebben om in de buurt te komen van de gemodelleerde belastinglatentie. In bepaalde situaties worden zelfs afspraken gemaakt dat er ten aanzien van het te bouwen onroerend goed geen belastinglatentie zal zijn.

3.2.3.3 Cash and debt free

Voor een toelichting van dit principe verwijst ik naar paragraaf 3.3.3 hierna.

Dit principe is weliswaar geen fiscaal principe, maar mijns inziens toch vermeldenswaardig in de context van de LOI nu dit wezenlijk anders is dan bij een asset deal, waar alleen de activa en dus geen overige vermogensbestanddelen mee over gaan. Dit principe zal in een share deal vastgoedtransactie in de regel ook opgenomen moeten worden in de LOI.

3.3 Koopprijsmechanismes in share deals

De bepaling van de koopprijs in een vastgoedtransactie en in een reguliere M&A transactie is in de basis gelijk. In een vastgoedtransactie dient het vastgoed gewaardeerd te worden en in een reguliere M&A transactie dient de onderneming gewaardeerd te worden. Deze prijs dient zijn weerslag te vinden in de transactiedocumentatie en idealiter zou dit ook de koopprijs zijn die een koper betaalt voor de aandelen.

In een share deal zullen echter ook andere vermogensbestanddelen zoals activa, passiva en overige verplichtingen mee over gaan met een vennootschap. Deze elementen hebben een weerslag op de waarde van de aandelen in deze vennootschap en daarmee de koopprijs die een koper bereid is om te betalen. Deze overige vermogensbestanddelen zijn bovendien niet statisch maar kunnen fluctueren.

Ter achtergrond zal ik eerst kort stil staan bij in de M&A praktijk veel gehanteerde begrippen voor de bepaling van de waarde voor de onderneming en uiteindelijk de koopprijs van de aandelen. Deze hebben namelijk ook hun weerslag gevonden in de Corporate Real Estate M&A praktijk. Vervolgens zal de aansluiting worden gemaakt tussen deze praktijken.

3.3.1 Enterprise value en Equity value

In reguliere M&A transacties wordt voor de ondernemingswaarde het begrip 'Enterprise value' gehanteerd. Op hoofdlijnen is de ondernemingswaarde gelijk aan de contante waarde van de toekomstige kasstromen van de onderneming. Afhankelijk van de gehanteerde waarderingsmethode zoals het gebruik van de *discounted cash flow* methode of bijvoorbeeld het werken met *multiples*, komt er een Enterprise value uit waar kopers vanuit gaan en hun bod voor een onderneming op baseren. Deze Enterprise value is als gezegd de waarde die een koper toekent aan een onderneming. Deze Enterprise value abstraheert van de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, het gaat om de waarde voor alle kapitaalverschaffers (dus banken en aandeelhouders).⁵²

De Enterprise value zal uiteindelijk zijn weerslag moeten vinden in de koopprijs voor de aandelen in een share deal. Als ook al even kort weergegeven in paragraaf 3.3 zal de prijs voor de aandelen zelden helemaal gelijk zijn aan de prijs voor de onderneming zelf. Om tot de koopprijs voor de aandelen te komen dient de Enterprise value gecorrigeerd te worden voor de netto schuld van de vennootschap, i.e. cash in de vennootschap wordt erbij opgeteld en schuld wordt ervan afgehaald. De (netto) schulden moeten immers in principe ofwel in de toekomst door de vennootschap worden voldaan ofwel worden voldaan uit de verkoopopbrengst van verkoper. In de reguliere M&A praktijk wordt overigens veelal ook gecorrigeerd voor veranderingen ten opzichte van een bepaald niveau aan aanwezig verondersteld (genormaliseerd) werkkapitaal. Een onderneming heeft immers een bepaald niveau aan werkkapitaal nodig om winst te maken.⁵³ In de Corporate Real Estate M&A praktijk is dit een minder relevant item gezien de aard van de onderneming (het vastgoed).

Wat overblijft is wat de verkoper daadwerkelijk gaat ontvangen. De waarde die volgt na deze correcties wordt de Equity value genoemd, de waarde van het kapitaal en hetgeen naar de

⁵² Grimme, *TOP* 2006/1, p.21

⁵³ O'Sullivan, *PLC Magazine* January 2012, p. 3.

aandeelhouders zal vloeien (de aandeelhouderswaarde). De Equity value is doorgaans ook de waarde die als daadwerkelijke koopprijs in het koopcontract wordt opgenomen.⁵⁴

De correcties tussen Enterprise value en Equity value worden ook wel de '*Equity bridge*' of EV-to-equity bridge genoemd. Als gezegd zijn de belangrijkste correcties in de Equity bridge de correctie voor netto schuld en werkkapitaal. Welke verschillende correcties uiteindelijk worden gemaakt zal echter ook afhangen van de onderhandelingen tussen partijen.

3.3.2 Property value

De koopprijs die een koper bereid is te betalen voor vastgoed hangt af van een aantal factoren. Een daarvan is de rendementseis die een koper stelt aan het aan te kopen vastgoed. Deze kan variëren per vastgoedmarkt, per soort vastgoed, looptijd van huurcontracten, kwaliteit van huurders en overige factoren zoals doelstelling van een koper.⁵⁵ De rendementseis vertaalt zich vervolgens in de bereidheid om een bepaald bedrag te betalen voor een vastgoedobject. De waarde van dit vastgoed kan overigens op verschillende manieren worden beoordeeld. Denk hierbij aan de BAR, de NAR, multiplier methode, discounted cashflow etc.⁵⁶

De waardering van een koper welke uit bovenstaande volgt is in principe de Enterprise value van het vastgoed. In de vastgoedpraktijk wordt dit echter de '*Property value*' genoemd. Het gaat in de regel immers om het vastgoedobject zelf (Property), en niet zozeer om een onderneming (Enterprise).

Overeenkomstig de methode zoals hierboven uiteengezet zal vervolgens in de share deal vastgoedtransactie de Property value ook dienen te worden gecorrigeerd voor de netto schuld, om tot de Equity value of koopprijs van de aandelen te komen.

3.3.3 Cash and debt free principle

In de M&A praktijk wordt veelal het '*cash and debt free*' principe gehanteerd voor de prijsvorming van ondernemingen. *Cash and debt free* betekent dat een koper bij de waarde welke hij toekent aan een over te nemen onderneming uitgaat van de situatie dat er geen liquide middelen (*cash*) en geen rentedragende schulden (*debt*) zijn. Zo komt men tot een prijs voor alleen de onderneming en niet de manier waarop deze gefinancierd wordt, i.e. de Enterprise value. Dit cash and debt free principe wordt veelal meegegeven als onderdeel van een bod op een onderneming, het is een veronderstelling welke aan een bod van een koper ten grondslag ligt.

Als eerder uiteengezet bezitten ondernemingen in de praktijk veelal wel (fluctuerende) liquide middelen en schulden. Deze zullen in een share deal derhalve van de koopprijs af moeten worden gehaald (schuld) of bij de koopprijs moeten worden opgeteld (liquide middelen). Het cash en debt free principe geeft niet aan dat er daadwerkelijk geen netto schuld in de vennootschap zal zijn na aankoop, maar dat het bod wordt gedaan alsof er sprake is van een cash and debt free basis, en dat dus de uiteindelijke Equity value (koopprijs) tot stand zal komen na correctie van de netto schuld (de cash en debt).

⁵⁴ Grimme, *TOP* 2006/1, p.20.

⁵⁵ Van Gool e.a. 2013, p.174.

⁵⁶ Van Gool e.a. 2013, p.187-217.

Dit principe is daarmee eigenlijk ook een correctiemechanisme. Als een koper direct rekening zou hebben gehouden met deze elementen in zijn bod en dus een niet cash and debt free bod zou hebben neergelegd, is er voor een verkoper op het moment van de daadwerkelijke overdracht van de aandelen gelegenheid om minder cash of meer schulden in een vennootschap te laten zitten dan waarop het bod initieel op is gebaseerd.⁵⁷

Ook in de Corporate Real Estate M&A is bovenstaande een belangrijk principe dat wordt gehanteerd voor de prijsvorming van vastgoed in share deal vastgoedtransacties. Als hiervoor al uiteengezet verdient het aanbeveling om dit principe mee te nemen in het bod jegens een verkoper, alsmede in de LOI.

Enterprise Value / Property value	€ 100.000.000	
Aanpassingen*	€ 1.000.000	
	€ 99.000.000	
Cash/debt free		
Plus Cash	€ 1.000.000	} Equity bridge
Min Debt	€ 50.000.000	
Overige aanpassingen**	€ 5.000.000	
Equity value (koopprijs)	€ 44.000.000	

Figuur 5: Voorbeeld koopprijsberekening en Equity bridge.

* Bepaalde aanpassingen direct meegenomen in de Property value. Bijvoorbeeld verwachte CAPEX.

** Denk aan de deferred tax liability, oftewel belastinglatentie

3.3.4 Completion Accounts en Locked Box

Hiervoor is uiteengezet wat de Enterprise value, Property value en Equity value zijn, en dat deze waarden niet altijd gelijk zijn aan elkaar. Oftewel de daadwerkelijke koopprijs van aandelen in een (Corporate Real Estate) M&A transactie verschilt veelal van de waardering van het onderliggende object van de transactie, i.e. de onderneming of het vastgoed. Deze waarden kunnen doorgaans uit elkaar lopen door bijvoorbeeld de aanwezigheid van netto schuld.⁵⁸

Daarbij geldt dat er tussen de periode van de prijsvorming door een koper en het tekenen (ook wel *Signing*) van het koopcontract (*share purchase agreement*, hierna: “SPA”) alsmede de daadwerkelijke overdracht van de aandelen (ook wel *Closing of Completion*), om vele redenen tijd kan zitten. Dit is overigens bij vastgoedtransacties niet altijd het geval, maar is desondanks ook niet zeldzaam. Door dit tijdsverloop kan daarom de waarde van de aandelen nog verder wijzigen in de tussenliggende periode. In de praktijk is de waarde van de aandelen daarom zelden helemaal gelijk aan de waarde van de onderliggende onderneming, of het vastgoed.

Een koper van aandelen zal beschermd willen worden tegen dergelijke fluctuaties en wijzigingen, maar zal ook zeker willen zijn dat de financiële positie van de gekochte vennootschap op het moment van levering aansluit bij zijn oorspronkelijke waardering. In M&A transacties pleegt men daarom veelal

⁵⁷ Zie ook Grimme, *TOP* 2006/1, p.20-25.

⁵⁸ En/of wijzigingen in afgesproken (genormaliseerd) werkkapitaal.

specifieke koopprijsmechanismes af te spreken om het voorgaande te ondervangen alsmede de koopprijs te kunnen corrigeren voor onverwachte zaken.

De koopprijsmechanismen gehanteerd in Corporate Real Estate M&A transacties volgen uit de reguliere M&A praktijk. Daarom zal ter achtergrond hierna eerst in worden gegaan op de meest voorkomende koopprijsmechanismen in M&A transacties. Hierbij zal ook de koppeling worden gemaakt met de Corporate Real Estate M&A praktijk.

3.3.4.1 Completion Accounts

Het meest gebruikte koopprijsmechanisme in M&A transacties is het *Completion Accounts* mechanisme. Onder het Completion Accounts mechanisme wordt op datum van de levering van de aandelen (Completion) een voorlopige koopprijs berekend op basis van een voorlopige overnamebalans (Completion Accounts) welke de financiële positie van de vennootschap inschat op dat moment. Deze koopprijs zal veelal de eerder beschreven voorlopige aanpassingen van Enterprise (of Property) value naar Equity value weerspiegelen.⁵⁹

Weliswaar wordt de prijs berekend op basis van de activa en passiva per Completion zoals deze volgen uit de voorlopige Completion Accounts, de daadwerkelijke activa en passiva zullen doorgaans pas op een later moment bekend zijn. De meeste informatie voor de Completion Account is namelijk meestal pas na de transactie beschikbaar.⁶⁰ Dit is voornamelijk het geval waar hele ondernemingen worden overgedragen.

Onder het Completion Accounts mechanisme wordt daarom ook afgesproken dat binnen een bepaalde termijn na Completion er een definitieve koopprijs wordt berekend op basis van definitieve Completion Accounts als men de financiële positie van de vennootschap nauwkeuriger in beeld heeft kunnen brengen. Er zal vervolgens een correctie op de koopprijs plaatsvinden voor enig verschil tussen de voorlopige Completion Accounts en de definitieve Completion Accounts. Dit kan leiden tot een nabetaling door een koper, of een terugbetaling door een verkoper.

Een belangrijk element van dit mechanisme is de vaststelling van de Completion Accounts. Hoe worden de Completion Accounts vastgesteld, op basis van welke (accounting) principes, wat gebeurt er als er onenigheid is over de Completion Accounts of de interpretatie van de hieraan ten grondslag liggende principes? Dit zorgt ervoor dat er tijdens het transactieproces veel aandacht besteed wordt aan de bepalingen rondom het opstellen en beoordelen van de Completion Accounts en de principes op basis waarvan de Completion Accounts zullen moeten worden opgesteld (*Accounting Policies*).

3.3.4.1.1 Voor- en nadelen

Het Completion Accounts mechanisme is een koopprijsmechanisme dat voorziet in een correctie na de levering van de aandelen (post-Completion). Dit biedt zekerheid voor partijen, en met name de koper die een correctiemechanisme heeft op de koopprijs mochten er toch nog onverwachte zaken opkomen, of mocht de financiële positie van de vennootschap op datum van Completion toch anders zijn dan initieel rekening mee gehouden. Dit betekent ook dat enig boekenonderzoek naar de

⁵⁹ Zie ook Van Leeuwen, *Ondernemingsrecht* 2019/22.

⁶⁰ O'Sullivan, PLC Magazine January 2012, p. 4.

financiële positie van de over te nemen vennootschap (*due diligence*) iets minder extensief (en tijdrovend) kan zijn vanwege dit correctiemechanisme.

Tegelijkertijd betekent dit in de praktijk ook dat Completion Accounts mechanismes ervoor zorgen dat een transactie complexer, duurder en tijdrovender zal zijn dan in overige kooprijnsmechanismes. Het hele proces van opstellen, beoordelen en onderhandelen over voorlopige en definitieve Completion Accounts kost veelal tijd en geld. Daarnaast leidt deze correctiemogelijkheid er ook nogal eens toe dat geschillen opkomen over de (definitieve) Completion Accounts en de interpretatie van de daaraan ten grondslag liggende (accounting) principes.⁶¹ Dit brengt ook meteen een zekere mate van onzekerheid mee voor partijen, zij weten tot het laatste moment niet wat de precieze kooprijns gaat zijn. Dit betekent ook dat er tot het allerlaatste moment nog (her)onderhandelingen kunnen plaatsvinden op de uiteindelijke kooprijns.⁶²

3.3.4.2 Locked Box

Het Locked Box mechanisme is het tweede veelvoorkomende kooprijnsmechanisme in M&A transacties. Onder het Locked Box mechanisme wordt de waardering van een onderneming vastgesteld per de zogenaamde effectieve datum (Effective Date). Deze datum ligt vóór de ondertekening van de SPA en zal veelal gebaseerd zijn op de laatste beschikbare solide financiële gegevens (*Locked Box Accounts*). De onderneming wordt vervolgens per Effective Date geacht voor rekening en risico van de koper te komen, i.e. vanaf Effective Date tot aan Completion zal de koper gerechtigd zijn tot alle voor- en nadelen uit de onderneming.

Onder dit mechanisme wordt zowel de Enterprise value als de Equity value feitelijk al vastgesteld op basis van de laatste beschikbare financiële gegevens, nog vóór het ondertekenen van de SPA en dus ook vóór Completion. Tegelijkertijd vindt er onder het Locked Box mechanisme geen correctie op de kooprijns plaats na Completion. Dit betekent dat een koper er zeker van zal willen zijn dat een verkoper de vennootschap en de bijbehorende onderneming goed bestuurt en voortzet, alsook dat er geen waarde lekt uit de vennootschap in de periode tussen Effective Date en Completion. Hier komt ook de benaming Locked Box vandaan, i.e. vanaf Effective Date wordt de vennootschap (box) gesloten (locked) en er als het ware niks mag uit lekken.

Het bevorderen van het besturen van de vennootschap door de verkoper wordt bewerkstelligd door in de SPA bepalingen op te nemen die feitelijk een inspanningsverplichting opleggen aan de verkoper, alsook een goedkeuringsmechanisme voor koper om goedkeuring te geven voor belangrijke beslissingen (de zogenaamde *gap controls* of *pre-completion covenants*).⁶³

Omdat de waarde en de kooprijns worden vastgesteld op Effective Date, wil een koper beschermd worden zodat er vanaf die datum tot aan Completion geen waarde uit de vennootschap 'lekt'. Hiertoe worden bepalingen overeengekomen die deze lekkage (*Leakage*) moeten voorkomen. Partijen spreken af dat een verkoper de koper op een euro-voor-euro basis voor enige Leakage zal compenseren. Leakage omhelst kort gezegd enige overdracht van waarde vanuit de vennootschap

⁶¹ Tsao, University of Pennsylvania Journal of Business Law 2016, p. 1239.

⁶² Zie voor een overzicht van verdere voor- en nadelen van dit mechanisme Van Leeuwen, *Ondernemingsrecht* 2019/22.

⁶³ Idem. Overigens worden in Completion Accounts transacties veelal ook pre-completion covenants opgenomen. Deze zijn in de regel echter iets minder belangrijk dan in een Locked Box transactie.

naar de verkoper of diens gelieerde partijen tussen de Effective Date waarop de Locked Box Accounts zijn gebaseerd en Completion, e.g. dividenden, management fees, betalingen op aandeelhoudersleningen, bonussen etc.⁶⁴ Uiteraard vinden er ook betalingen plaats die nodig zijn om de onderneming te blijven draaien tot aan Completion, zoals het betalen van salariskosten aan personeel. Men spreekt voor deze betalingen veelal af dat deze toegestaan zijn (*Permitted Leakage*).

Een ander belangrijk element van het Locked Box mechanisme is de vergoeding tussen Effective Date en Completion. Zoals we hierboven zagen wordt de te verkopen onderneming vanaf Effective Date geacht voor rekening en risico van de koper te worden gedreven. De verkoper krijgt echter pas zijn geld vanaf de daadwerkelijke levering van de aandelen, i.e. Completion. Afhankelijk van de datum van de Locked Box Accounts en het daarmee samenhangende Effective Date kan hier nogal wat tijd zitten.

In de tussentijd geniet de koper alle voor- en nadelen van de onderneming, terwijl de verkoper op zijn geld wacht. In de praktijk wordt daarom veelal een vergoeding afgesproken over de berekende Equity value. Afhankelijk van hoe je naar de vergoeding kijkt kan dit gezien worden als een vergoeding voor de winst die de vennootschap in de tussentijd maakt, of een rentevergoeding op een uitgestelde betaling.⁶⁵ Deze vergoeding is veelal onderwerp van commerciële onderhandelingen tussen partijen.

3.3.4.2.1 Voor- en nadelen

Onder het Locked Box mechanisme hebben partijen zekerheid over de koopprijs, deze staat afgezien van Leakage immers vast vanaf de Effective Date. We zien in de praktijk dat het Locked Box mechanisme om deze reden vooral belangstelling geniet van verkopers en met name private equity partijen. Zij zijn gebaat bij een 'clean' en snelle exit met zekerheid over de koopprijs. De koopprijs kan dan snel worden uitgekeerd en de resulterende juridische structuur kan, waar nodig, worden opgedoekt.⁶⁶

Daarnaast hoeven onder dit mechanisme geen voorlopige of definitieve overnamebalansen te worden opgesteld, hetgeen het proces efficiënter, sneller en goedkoper maakt ten opzichte van een Completion Accounts mechanisme.

Tegelijkertijd betekent dit dat er in een Locked Box transactie in principe meer druk komt te staan op het due diligence, dat (nog) grondiger zal moeten worden uitgevoerd. Ook zal een verkoper de onderneming op een goede manier moeten voortzetten, terwijl deze in principe niet meer voor zijn rekening is vanaf de Effective Date, de vraag is of een verkoper daar wel voldoende incentive toe heeft. Daarnaast zal een verkoper de onderneming tussen Effective Date en Completion moeten voortzetten tegen een vergoeding die mogelijk lager is dan de verkoper zou kunnen krijgen in een Completion Accounts mechanisme waarin feitelijk alle resultaten tot aan Completion nauwkeuriger kunnen worden berekend en voor zijn rekening zouden komen.⁶⁷

⁶⁴ O'Sullivan, PLC Magazine January 2012, p. 8.

⁶⁵ Tsao, University of Pennsylvania Journal of Business Law 2016, p. 1238.

⁶⁶ Private equity partijen hebben in de regel een kortere investeringshorizon van circa 5 tot 7 jaar waar mee wordt gerekend voor het beoogd rendement. Des te eerder en met zekerheid de koopprijs beschikbaar komt, des te beter.

⁶⁷ Zie voor een overzicht van verdere voor- en nadelen van dit mechanisme Van Leeuwen, *Ondernemingsrecht* 2019/22.

3.3.4.3 Koopprijsmechanisme in Corporate Real Estate M&A

In de Corporate Real Estate M&A praktijk zien we in het merendeel van de transacties een vorm van het Completion Accounts koopprijsmechanisme worden gebruikt. De waarschijnlijke verklaring is dat het Completion Accounts mechanisme traditioneel gezien het meest gehanteerd werd en wordt in M&A transacties.⁶⁸ Dit is dan ook over komen waaien naar de Corporate Real Estate praktijk. De vastgoedpraktijk is daarbij zelf immers ook een traditionele praktijk waar veranderingen langzaam worden doorgevoerd.

Daarnaast is mijns inziens een belangrijkere verklaring dat de complexiteit en potentiële tijdrovendheid van het Completion Accounts mechanisme minder een rol lijken te spelen in vastgoedtransacties. In vastgoedtransacties is het object van de transactie immers relatief simpel en afgebakend, en de bijbehorende netto schuld en werkkapitaal aanpassingen minder omvangrijk en minder complex. De discussies rondom de aanpassingen op basis van de Completion Accounts zijn dan ook navenant minder tijdrovend en complex dan in situaties waar een hele onderneming wordt overgedragen met vele activa en passiva en bijbehorende waarderings- en accounting vraagstukken. In deze zin lijkt het voordeel van een correctiemechanisme op de koopprijs en de bijbehorende zekerheid een belangrijkere rol te spelen dan de in potentie toegenomen complexiteit en doorlooptijd van het Completion Accounts mechanisme. Deze elementen lijken in vastgoedtransacties wellicht toch iets beperkter te zijn.

Tegelijkertijd zien we het gebruik van het Locked Box mechanisme ook wel toenemen in de Corporate Real Estate M&A praktijk, maar dan met name in zeer grote transacties waarbij tevens hele ondernemingen worden overgedragen.⁶⁹ De voordelen van een Locked Box mechanisme en de nadelen van een Completion Accounts mechanisme wegen dan zwaarder dan in een traditionele vastgoedtransactie waar 'louter' vastgoed wordt overgedragen.

3.4 Fiscale risico's

Fiscale risico's zijn veelal naar hun aard kwantificeerbaar en geldelijk van aard. Niet zelden kunnen fiscale risico's tot hoge schade leiden, niet in de minste plaats vanwege het feit dat fiscale risico's zich over meerdere jaren kunnen uitstrekken. Als een fiscaal risico zich manifesteert, heeft dit nagenoeg altijd een impact op kasstromen en daarmee een directe impact op het rendement. Een onderzoek naar fiscale risico's is daarom een vast onderdeel van vastgoedtransacties.

3.4.1 Historische risico's share deals versus asset deals

In tegenstelling tot een activum zoals vastgoed bezit een vennootschap rechtspersoonlijkheid waarbij deze zelfstandig drager is van rechten en plichten.⁷⁰ Zoals ik reeds in paragraaf 3.1.1 beschreef leidt dit tot een wezenlijk verschil tussen een asset deal en een share deal. Bij een share deal betekent dit daarmee dat de gehele historie (juridisch, fiscaal, financieel, etc.) behorende bij het subject van de

⁶⁸ O'Sullivan, PLC Magazine January 2012, p. 1.

⁶⁹ Denk bijvoorbeeld aan transacties in *owner-operator* hotelondernemingen of infrastructurele ondernemingen met een groot onroerend goed element zoals datacenters of kabelnetwerken.

⁷⁰ Art. 2:3 Burgerlijk Wetboek ("BW").

verkoop (de vennootschap) (“**Target**”) mee over gaat terwijl dit bij een asset deal doorgaans niet het geval is.

Bovenstaande betekent ook dat alle verplichtingen van de Target alsmede alle aan de Target klevende fiscale historische risico’s ook mee over gaan. Dit komt omdat de belastingen zogenaamd subjectgebonden zijn, i.e. het is de Target die veelal belastingplichtig is voor de vele belastingen en de belastingen zijn daarmee verbonden aan de Target.

3.4.2 Fiscale due diligence share deals versus asset deals

De overgang van historische risico’s in een share deal heeft een belangrijke impact op het transactieproces. Bij een asset deal is het fiscale boekenonderzoek (*due diligence*) voor een groot gedeelte beperkt tot de omzet- en overdrachtsbelasting aspecten van het vastgoed zelf. In een share deal strekt fiscale due diligence zich echter uit tot de gehele fiscale historie van de Target om zich een goed beeld te kunnen vormen van mogelijke historische risico’s en daarmee de impact op de koopprijs voor de aandelen of het rendement naar de toekomst toe.

In de praktijk zien wij dat het fiscale due diligence zich met name richt op de VPB, de BTW en de overdrachtsbelasting. Deze onderwerpen worden veelal beschouwd als de meest relevante belastingmiddelen in een vastgoedtransactie. Afhankelijk van het type transactie en vastgoed, kan het fiscale due diligence zich ook uitstrekken tot de loonbelasting als er bijvoorbeeld werknemers aanwezig zijn of waren.

Een ander relevant element van het fiscale due diligence is hoe ver terug de historische fiscale positie wordt onderzocht. Het ligt in de rede om aan te sluiten bij de periode dat de Nederlandse belastingdienst belastingen kan navorderen of naheffen. Immers, als de belastingdienst niet kan navorderen of naheffen dan is er formeel geen historisch fiscaal risico.

Alhoewel er vele vereisten en formaliteiten bestaan voor de belastingdienst om na te vorderen dan wel na te heffen, geldt in de regel dat een navorderingsaanslag (e.g. de VPB) kan worden opgelegd vijf jaren na het tijdstip waarop de belastingschuld is ontstaan.⁷¹ Een naheffingsaanslag (e.g. de BTW, overdrachtsbelasting, loonbelasting) kan in de regel worden opgelegd vijf jaren na het einde van het kalenderjaar waarin de belastingschuld is ontstaan.⁷² Het verschil tussen een navorderingsaanslag en een naheffingsaanslag volgt uit het verschil tussen een aanslagbelasting (e.g. de vennootschapsbelasting) en de aangiftebelasting (e.g. de omzetbelasting, overdrachtsbelasting, loonbelasting).

Deze termijnen kunnen tevens worden verlengd, bijvoorbeeld voor een verleend uitstel om een aangifte in te dienen.⁷³ Het historische risico ten aanzien van bepaalde belastingmiddelen kan zich in

⁷¹ Art. 16, lid 3 Algemene wet inzake rijksbelastingen (“**AWR**”).

⁷² Art. 20, lid 3 AWR.

⁷³ Dit is vaak het geval bij het indienen van de aangifte VPB. Met name als de aangifte VPB wordt ingediend door adviseurs is het gebruikelijk dat deze aangifte wordt opgenomen in de uitstelregeling voor belastingconsulenten van deze adviseurs welke voorziet in een uitstel van indienen van de aangifte van 11 maanden (Beconregeling).

de praktijk daarom uitstrekken tot een periode van 6 tot 7 jaar terug. In specifieke situaties kan zelfs een navorderings- en naheffingstermijn van 12 jaar gelden.⁷⁴

Het belang van een fiscaal due diligence in een share deal is derhalve groot. Gezien de grote hoeveelheid belastingen en de lange navorderings- en naheffingstermijn is er een groot aantal fiscale onderwerpen dat tijdens een fiscaal due diligence beoordeeld dient te worden. Over elk van deze onderwerpen kan een op zichzelf staande scriptie of company research paper worden geschreven. Desondanks wil ik hierna een aantal belangrijke onderwerpen kort uitlichten.

3.4.2.1 Historische transacties en herstructureringen

Als onderdeel van het fiscaal due diligence wordt gekeken naar historische transacties en herstructureringen waar de Target bij betrokken was. Onder dergelijke transacties vallen ook de aan- en verkoop van het vastgoed zelf. Hierbij zal doorgaans beoordeeld worden wat destijds de fiscale gevolgen waren van dergelijke transacties, en of die fiscale gevolgen overeenkomen met de fiscale analyse van de adviseur die het due diligence uitvoert. Immers, indien bij historische transacties niet de correcte fiscale kwalificatie is gehanteerd, is dit een fiscaal risico voor de Target.

Voorbeeld: een Target heeft in het verleden vastgoed aangekocht in de veronderstelling dat sprake was van een met BTW belaste levering en een gelijktijdige vrijstelling van de overdrachtsbelasting op basis van de samenloopvrijstelling⁷⁵. Als achteraf blijkt dat de samenloopvrijstelling niet correct is toegepast, dan kan de fiscus 5 jaar overdrachtsbelasting naheffen bij de Target.

3.4.2.2 Compliance en tax control

Er wordt tevens onderzoek gedaan naar de compliance en tax control van een Target. Hierbij wordt gekeken naar de inrichting van de compliance functie: wie doet de aangifte, hoe wordt deze voorbereid, opgemaakt en gecontroleerd, wie is waarvoor (eind)verantwoordelijk, is de Target fiscaal in control van haar belastingpositie, is het (fiscale) kennisniveau van de betrokkenen voldoende om een en ander correct fiscaal te verwerken of fiscale risico's te spotten?, etc.

Weliswaar leidt een (gebrekkige) compliance en tax control niet tot directe fiscale gevolgen zoals bijvoorbeeld historische transacties, maar het geeft wel inzicht in mogelijke risico's en aandachtsgebieden om verder onderzoek naar te doen. Dit punt wordt in de praktijk des te belangrijker naarmate de grootte van de transactie en de Target toeneemt, e.g. bij portfolio investeringen.

3.4.2.3 Fiscale boekenonderzoeken, rechtszaken, procedures, rulings en belastingdienst

Het is tijdens een fiscaal due diligence ook relevant om te kijken naar oude of lopende fiscale boekenonderzoeken, rechtszaken en/of procedures met de belastingdienst. Vanzelfsprekend geldt dit voor lopende zaken, deze kunnen immers tot directe fiscale schade leiden. Het beoordelen van oude onderzoeken kan echter ook waardevolle informatie verschaffen naar het heden en de toekomst toe. Als bepaalde onderwerpen reeds zijn afgedaan door de belastingdienst tijdens een vorig

⁷⁴ Dit geldt bijvoorbeeld bij navordering over inkomsten of vermogen uit het buitenlands (art. 16, lid 4 AWR) of bij de overdracht van een economisch eigendom zoals bedoelde in de WBR (art. 20, lid 4 AWR).

⁷⁵ Art. 15, lid 1 sub a WBR.

boekenonderzoek, dan kan dit een indicatie zijn dat de in dat onderzoek naar voren gekomen feiten waarschijnlijk niet (nogmaals) tot fiscale schade kunnen leiden.

Daarnaast geldt hetzelfde voor afspraken (*rulings*) die met de belastingdienst zijn gemaakt ten aanzien van bepaalde fiscale gevolgen. Uit een dergelijke afspraak kan worden afgeleid dat de belastingdienst haar goedkeuring heeft gegeven aan bepaalde fiscale gevolgen en de daaraan ten grondslag liggende handelingen waarschijnlijk niet een fiscaal risico zullen behelzen voor Target.

3.4.2.4 Afschrijving

Afschrijving op onroerend goed is in principe fiscaal toegestaan onder het zogenaamde goed koopmansgebruik. Hierbij dient rekening gehouden te worden met de restwaarde van het gebouw, de grondwaarde en de levensduur (het afschrijvingspercentage). Veelal zien wij dat de fiscale afschrijving de commerciële afschrijving volgt.

Een onderdeel van het fiscaal due diligence is om te begrijpen hoe de afschrijving op het onroerend goed plaatsvindt, en op basis van welke uitgangspunten (welke restwaarde, grondwaarde, afschrijvingspercentage) en of dat in lijn is met de fiscale wetgeving en de praktijk.

De belastingwet kent daarnaast een fiscale afschrijvingsbeperking. Afschrijving op gebouwen is slechts toegestaan tot de zogenaamde bodemwaarde.⁷⁶ De bodemwaarde voor een gebouw dat ter belegging wordt aangehouden wordt gesteld op de WOZ-waarde van het gebouw.⁷⁷ Voor een gebouw in eigen gebruik bedraagt de bodemwaarde 50% van de WOZ-waarde.⁷⁸ Echter, vanaf 2019 geldt voor VPB ondernemingen dat ook voor een gebouw in eigen gebruik de volledige WOZ-waarde als bodemwaarde geldt.⁷⁹ Dit betekent dat afschrijving op vastgoed gehouden in een vennootschap slechts tot de WOZ-waarde kan. Tot 2019 gold ook voor VPB ondernemingen dat een gebouw in eigen gebruik kon worden afgeschreven tot 50% van de WOZ-waarde.

Bovenstaande wijkt doorgaans af van de reguliere commerciële afschrijving. In een commerciële jaarrekening wordt onroerend goed gewaardeerd tegen kostprijs en verminderd met cumulatieve afschrijvingen, of gewaardeerd tegen actuele waarde.⁸⁰ Bij de afschrijving wordt geen rekening gehouden met de bodemwaarde. Hierdoor kan er een verschil ontstaan tussen de commerciële afschrijving en de fiscale afschrijving. Afschrijvingen en met name de fiscale afschrijvingsbeperking zijn daarom tijdens het due diligence vaak een aandachtspunt.

Overigens is het due diligence op de afschrijving niet alleen historisch van aard. Het is zaak om inzicht te hebben in de afschrijving op gebouwen en bijbehorende afschrijvingsbegrenzing naar de toekomst toe. Deze hebben immers een directe impact op de toekomstige kasstromen welke een koper pleegt te modelleren ter bepaling van het rendement en waardering van het vastgoed.

⁷⁶ Art. 3.30a, lid 1 Wet IB.

⁷⁷ Art. 3.30a, lid 3 sub a Wet IB.

⁷⁸ Art. 3.30a, lid 3 sub b Wet IB.

⁷⁹ Art. 8, lid 6 Wet VPB.

⁸⁰ Art. 2:384, lid 1 BW.

3.4.2.5 Renteaftrek

De fiscaliteit volgt in principe de juridische kwalificatie of iets kwalificeert als schuld of als eigen vermogen. Fiscaal gezien bestaat hier echter een uitzondering op voor instrumenten met bepaalde voorwaarden. Zo zullen de volgende instrumenten fiscaal gezien kwalificeren als eigen vermogen:

- (i) Bodemlozeputleningen;
- (ii) Schijnleningen; of
- (iii) Deelnemerschapsleningen.

Daarmee is de rente betaald op deze instrumenten fiscaal in zijn geheel niet aftrekbaar, zonder dat gekeken hoeft te worden naar specifieke renteaftrekbeperkingen.⁸¹ Ik ga verder niet in op deze instrumenten maar volsta ermee door aan te geven dat deze bestaan en in het fiscale due diligence tevens zal dienen te worden beoordeeld of sprake is van fiscale leningen of eigen vermogen.⁸²

Voor zover een geldlening (fiscaal) kwalificeert als lening, is de rente op een zakelijke schuld in beginsel aftrekbaar voor de VPB. Doorgaans zal dus de zakelijke rente gebruikt voor de aanschaf of verbetering van vastgoed aftrekbaar zijn.

De VPB kent echter een aantal renteaftrekbeperkingen. Deze renteaftrekbeperkingen kennen zeer uitgebreide en veelal complexe regelingen, maar in hoofdlijnen is de aftrek van rente beperkt voor:

- (i) Rente op schulden aangetrokken van verbonden lichamen die feitelijk verband houden met een aantal 'besmette' rechtshandelingen zoals de teruggaaf van kapitaal, een kapitaalstorting of de verwerving of uitbreiding van een lichaam dat hierna een verbonden lichaam wordt.⁸³
- (ii) Rente op geldleningen met gelieerde partijen voor zover de geldlening geen vaste aflossingsdatum heeft of een aflossingsdatum van meer dan 10 jaar heeft terwijl de rente op die vergoeding niet zakelijk is;⁸⁴
- (iii) Vergoedingen of betalingen voor zover deze in internationale verhoudingen op basis van zogenaamde hybride mismatches leiden tot een dubbele aftrek in meerdere jurisdicties of tot een aftrek in de ene jurisdictie zonder betrekking in de heffing in een andere jurisdictie, de zogenaamde ATAD2⁸⁵ renteaftrekbeperkingen;⁸⁶
- (iv) Het saldo aan rente voor zover dat meer bedraagt dan het hoogste van 20% van de fiscale EBITDA of €1.000.000 van een VPB plichtig lichaam, de zogenaamde earningsstrippingregeling.⁸⁷

Tot de invoering van de 20% EBITDA regeling in 2019 bestond er nog een tweetal renteaftrekbeperkingen:

- (i) Rente ter zake van (bovenmatige) financiering van deelnemingen.⁸⁸

⁸¹ Art. 10, lid 1 sub a Wet VPB.

⁸² Zie voor een verdere uiteenzetting Vermeulen & Van Steen, *VGFC* 2014/4.

⁸³ Art. 10a, lid 1 Wet VPB.

⁸⁴ Art. 10b Wet VPB.

⁸⁵ Anti Tax Avoidance Directive 2, oftewel de tweede EU-antibelastingontwijkingsrichtlijn.

⁸⁶ Art. 12aa t/m 12ag Wet VPB.

⁸⁷ Art. 15b, lid 1 Wet VPB.

⁸⁸ Art. 13L Wet VPB (tot 1 januari 2019).

- (ii) Rente die feitelijk verband hield met de verwerving of uitbreiding van een belang in een maatschappij (vennootschap) als die maatschappij daarna in een fiscale eenheid VPB werd gevoegd.⁸⁹

Weliswaar zijn bovengenoemde renteaftrekbeperkingen afgeschaft per 1 januari 2019, zij behouden hun relevantie in een fiscaal due diligence vanwege de navorderingstermijn van (ten minste) 5 jaar.

Tijdens het fiscale due diligence wordt beoordeeld of al deze renteaftrekbeperkingen van toepassing waren/zijn en zo ja, of deze correct zijn toegepast. Daarnaast wordt ook gekeken of deze renteaftrekbeperkingen ook naar de toekomst toe invloed kunnen hebben op de renteaftrek nadat de Target is gekocht. Zo blijft een lening gebruikt voor een besmette handeling op basis van art. 10a Wet VPB zoals hierboven genoemd in principe besmet, ook al wordt de Target (of de lening) verkocht. Dit kan naar de toekomst toe ook van invloed zijn op de aftrek van rente onder een koper van de Target. Dit is daarom ook een aandachtspunt bij de structurering en financiering van de aankoop van Target. Op dit laatste punt zal ik nader ingaan in paragraaf 5.3.

3.4.2.6 Fiscale boekwaarde

In paragraaf 3.1.3.2 zagen we al dat de fiscale boekwaarde relevant is voor de berekening van een mogelijke belastinglatentie behorende bij het vastgoed. Bij een share deal zal de historische fiscale boekwaarde immers mee over gaan, terwijl bij een asset deal de fiscale boekwaarde doorgaans wordt gezet op de verkrijgingsprijs van het vastgoed.

Afhankelijk van de afspraken tussen partijen rondom de belastinglatentie zal deze doorgaans een directe impact hebben op de koopprijs van de aandelen. Gezien het feit dat de belastinglatentie een toekomstige verplichting is, zal een koper immers de belastinglatentie van de koopprijs willen afhalen. Als vast onderdeel van het due diligence wordt daarom gekeken naar de fiscale boekwaarde en de opmaak daarvan. Waar bestaat de fiscale boekwaarde uit en hoe is de afschrijving erover verlopen (zie paragraaf 3.3.2.4 hiervoor)? Een en ander om ervoor te zorgen dat enige belastinglatentie correct wordt berekend.

3.4.2.7 Verliezen

Het is mogelijk dat een Target fiscale verliezen heeft. Deze verliezen zijn doorgaans zes jaar vooruit (*carry forward*) en 1 jaar terug (*carry back*) te verrekenen met belastbare winst.⁹⁰ Deze fiscale verliezen kunnen echter vervallen op het moment dat in vergelijking met het oudste nog openstaande verliesjaar het uiteindelijke belang in de Target voor ten minste 30% wijzigt.⁹¹ In een aantal situaties vervallen de verliezen niet, zoals bij een uitbreiding van een rechtspersoon die al reed een belang van ten minste een derde in de Target had.⁹² Een in de praktijk belangrijke uitzondering op het vervallen van de verliezen geldt indien sprake is van verliezen die zijn geleden in een jaar waarin de bezittingen van de belastingplichtige gedurende ten minste negen maanden niet grotendeels uit beleggingen bestonden, mits:⁹³

⁸⁹ Art. 15ad Wet VPB (tot 1 januari 2019).

⁹⁰ Art. 20, lid 1 Wet VPB.

⁹¹ Art. 20a, lid 1 Wet VPB.

⁹² Art. 20a, lid 2 sub b.

⁹³ Art. 20a, lid 4 Wet VPB.

- (i) Direct voorafgaande aan de hierboven genoemde wijziging in uiteindelijk belang de werkzaamheden van de Target niet zijn afgenomen tot minder dan 30% van de werkzaamheden bij het begin van het oudste verliesjaar, en
- (ii) Ten tijde van de wijziging in uiteindelijk belang niet het voornemen bestaat de werkzaamheden van de Target binnen een periode van drie jaar alsnog te laten afnemen tot minder dan 30% van de omvang van de werkzaamheden bij het begin van het oudste verliesjaar.

Kort en wel komt het erop neer dat fiscale verliezen een share deal kunnen overleven mits Target niet grotendeels uit beleggingen bestaat. Echter, voor de toepassing van deze bepaling worden onroerende zaken die zijn bestemd om ter beschikking te worden gesteld aan anderen dan met de belastingplichtige verbonden lichamen aangemerkt als belegging.⁹⁴ Met andere woorden, onroerende zaken die worden verhuurd aan derden worden als beleggingen aangemerkt.

In de praktijk betekent dit dat de meeste share deal vastgoedtransacties onder deze bepaling zullen vallen, tenzij er niet sprake is van beleggen. Dit laatste kan bijvoorbeeld het geval zijn als er een onderneming wordt overgedragen, e.g. een hotelonderneming waarbij vastgoed en exploitatie worden overgedragen.

In principe brengt bovenstaande mee dat fiscale verliezen vervallen. De wet voorziet echter in een voor vastgoedtransacties relevante tegemoetkoming. Indien verliezen als gevolg van een share deal verdampen op basis van bovenstaande, dan kan op het tijdstip onmiddellijk voorafgaande aan de transactie de fiscale boekwaarde van het vastgoed verhogen met het bedrag aan verliezen dat verdampt, doch ten hoogste tot de waarde in het economisch verkeer van het vastgoed.⁹⁵

Bovenstaande bepaling heeft een impact op de fiscale boekwaarde van het vastgoed in een share deal, en daarmee een directe impact op een mogelijke belastinglatentie. Tijdens het due diligence zal daarom goed gekeken worden naar de fiscale verliezen en waar deze verliezen precies uit bestaan. Indien bij de berekening van de belastinglatentie rekening wordt gehouden met de fiscale verliezen die de fiscale boekwaarde van het vastgoed verhogen maar deze verliezen blijken achteraf toch lager te zijn geweest dan initieel gedacht, dan was de berekende fiscale boekwaarde ten tijde van de transactie niet correct en daarmee de belastinglatentie eveneens niet.⁹⁶

⁹⁴ Art. 20a, lid 8 sub a Wet VPB.

⁹⁵ Art. 20a, lid 12 Wet VPB.

⁹⁶ Denk bijvoorbeeld aan de situatie dat de belastingdienst stelt dat sommige kosten niet hadden mogen worden genomen of slechts tot een lager bedrag hadden mogen worden genomen, waardoor het totale bedrag aan verliezen lager hoorde te zijn.

Property value	€ 100.000.000
Fiscale boekwaarde vastgoed	€ 50.000.000
Fiscale verliezen	€ 10.000.000
Totale fiscale boekwaarde	€ 60.000.000
Latente winst	€ 40.000.000
Latente belasting (25%)	€ 10.000.000
Koopprijsreductie (50%)*	€ 5.000.000

Property value	€ 100.000.000
Fiscale boekwaarde vastgoed	€ 50.000.000
Fiscale verliezen	€ 5.000.000
Totale fiscale boekwaarde	€ 55.000.000
Latente winst	€ 45.000.000
Latente belasting (25%)	€ 11.250.000
Koopprijsreductie (50%)	€ 5.625.000

Figuur 6: Voorbeeld latente belasting verkeerd berekend vanwege niet aanwezig zijn van verliezen.

* We gaan er vanuit dat de partijen enige belastinglatentie 50/50 delen.

3.4.2.8 Intercompany transacties en transfer pricing

Fiscaal gezien dienen gelieerde lichamen met elkaar te handelen als waren zij onafhankelijke derden, i.e. de tussen hen afgesproken voorwaarden dienen zakelijk te zijn. Dit betekent dat op transacties tussen gelieerde lichamen (*intercompany transacties*) zakelijke voorwaarden van toepassing moeten zijn (de voorwaarden dienen *at "arm's length"* te zijn).⁹⁷

Dit ziet op alle intercompany transacties tussen gelieerde lichamen, hierbij kan gedacht worden aan leningen tussen gelieerde lichamen, asset management fees, property management fees, reguliere management fees etc. Alle vergoedingen in dergelijke intercompany transacties dienen derhalve *at arm's length* te zijn. De Target heeft een wettelijke documentatieverplichting om in haar administratieve documentatie op te nemen die de zakelijkheid van de intercompany transacties onderbouwt.⁹⁸ Het geheel aan regels en methoden voor het vaststellen van de zakelijkheid van vergoedingen en prijzen wordt ook *transfer pricing* genoemd.

Als onderdeel van het due diligence worden daarom de verschillende intercompany transacties in kaart gebracht, en beoordeeld of deze als zakelijk kunnen worden gezien. De impact van het niet zakelijk zijn van intercompany transacties kan velerlei vormen hebben. Zo kunnen kosten die zijn afgetrokken maar niet als zakelijk worden beschouwd (deels) niet aftrekbaar zijn of moet in sommige situaties juist meer inkomen in aanmerking worden genomen. Niet alleen kan dit tot fiscale risico's van navorderingen leiden, maar een indirect effect van incorrecte *transfer pricing* is dat de fiscale positie van een Target niet correct kan zijn weergegeven wat op zijn beurt weer een impact kan hebben op de mogelijke belastinglatentie.

Voorbeeld: een Target heeft management fees betaald aan een gelieerd lichaam en deze management fees heeft het fiscaal afgetrokken. Target bevindt zich hierdoor ten tijde van de transactie in een verliespositie en deze verliezen worden als gevolg van de transactie gekapitaliseerd tegen de fiscale boekwaarde van het vastgoed. Hierdoor is de belastinglatentie die 50/50 tussen partijen wordt gedeeld lager. Achteraf blijkt dat de hoogte van de management fees niet *at arm's length* was en Target dus te veel management fees

⁹⁷ Art. 8b, lid 1 Wet VPB.

⁹⁸ Art. 8b, lid 3 Wet VPB.

heeft afgetrokken. Het fiscale verlies van Target is derhalve te hoog vastgesteld, waardoor er te veel verliezen zijn gekapitaliseerd tegen de fiscale boekwaarde van het vastgoed. De belastinglatentie is daarmee te laag vastgesteld, wat nadelig is voor een koper.

3.4.2.9 Omzetbelasting en overdrachtsbelasting

De BTW is een belangrijk onderdeel van het fiscale due diligence in vastgoedtransacties. Er zal uitgebreid gekeken dienen te worden naar de BTW historie van een Target. In zijn algemeenheid zien we dat het BTW onderzoek zich richt op een aantal elementen rondom het vastgoed. Gedacht kan worden aan:

- (i) De BTW status van het vastgoed, zowel historisch als met betrekking tot de voorgenomen transactie, e.g. zal er sprake zijn van een BTW belaste transactie, of een 37d, of een BTW vrijgestelde transactie etc.;
- (ii) De historische aftrek van BTW op kosten alsmede de aftrek van BTW op kosten naar de toekomst toe;
- (iii) De zogenaamde herzieningsperiodes behorende bij het vastgoed op basis waarvan initieel geclaimde BTW aftrek nog tot 10 jaar kan worden herzien;⁹⁹
- (iv) BTW aspecten van huurcontracten, e.g. of er (correct) geopteerd is om huurcontracten onderworpen te laten zijn aan de BTW of de BTW rondom huurincentives zoals huurgaranties en huurkortingen;
- (v) BTW aspecten van (historische) projectontwikkeling, e.g. rondom het zogenaamde eigenbouwerschap.

De overdrachtsbelasting maakt eveneens een belangrijk deel uit van het fiscale due diligence. Net als bij de BTW richt dit aspect van het due diligence zich (logischerwijs) op het vastgoed. Hierbij kan gedacht worden aan:

- (i) De overdrachtsbehandeling van transacties, zowel historisch als met betrekking tot de voorgenomen transactie;
- (ii) Het gebruik van specifieke vrijstelling voor de overdrachtsbelasting;
- (iii) De overdrachtsbelastingaspecten van beperkte rechten, e.g. erfpacht, opstal etc;
- (iv) De zogenaamde maatstaf van heffing, i.e. waarover wordt overdrachtsbelasting betaald.

Bovenstaande is een niet limitatieve opsomming van een aantal belangrijke BTW en overdrachtsbelasting elementen dat veelal terugkomt in het fiscale due diligence. Van belang is om zich te realiseren dat de complexiteit rondom deze onderwerpen vele malen groter is dan hierboven weergegeven. Bovenstaande dient daarom ook slechts ter illustratie.

3.4.2.10 Secundaire aansprakelijkheden

In Nederland kennen wij een aantal fiscale secundaire aansprakelijkheden. Dit zijn aansprakelijkheden voor belasting die primair bij een andere partij behoren, maar secundair in tweede instantie bij Target terechtkomen.

⁹⁹ Art. 13 en 13a Uitvoeringsbeschikking Omzetbelasting 1968.

3.4.2.10.1 Fiscale eenheid VPB en BTW

De bekendste secundaire aansprakelijkheden zijn die van de fiscale eenheid voor de VPB¹⁰⁰ en de fiscale eenheid voor de BTW¹⁰¹. Lichamen opgenomen in één van de twee fiscale eenheden zijn hoofdelijk aansprakelijk voor de schulden van die fiscale eenheid voor de periode dat zij waren opgenomen in die fiscale eenheid. Doorgaans is het hoofd (de moeder) van de fiscale eenheid primair aansprakelijk voor de VPB of BTW van de fiscale eenheid als geheel, maar vanwege de hoofdelijke aansprakelijkheid zijn de lichamen opgenomen in die fiscale eenheid secundair aansprakelijk op het moment dat de moeder dan wel een van de overige leden van de fiscale eenheid niet langer aan haar VPB of BTW verplichtingen voldoet.

Daarbij is het goed om op te merken dat naast bovenstaande hoofdelijke aansprakelijkheid de fiscale eenheid VPB nog een aanvullende verrekeningsmogelijkheid creëert voor de belastingdienst (de Ontvanger). De belastingdienst is gerechtigd om belastingschulden te verrekenen met uit te betalen belastingbedragen (bijvoorbeeld een teruggaaf BTW) van alle lichamen opgenomen in een fiscale eenheid VPB voor zover die zien op de periode dat deze lichamen in een fiscale eenheid VPB waren opgenomen.¹⁰² Deze verrekeningsmogelijkheid geldt voor alle belastingen, en is derhalve niet beperkt tot de VPB.

Voorbeeld: Bovenstaande is derhalve relevant voor zover een Target wordt gekocht uit een reeds bestaande fiscale eenheid VPB of BTW.

3.4.2.10.2 Ketenaansprakelijkheid - Projectontwikkeling

Een andere in het vastgoed vaker voorkomende secundaire aansprakelijkheid is die op basis van de zogenaamde ketenaansprakelijkheid.¹⁰³ Een aannemer is hoofdelijk aansprakelijk voor de loonbelasting van zijn onderaannemers. Als zijn onderaannemers de loonbelasting over hun personeel niet afdragen, kan een hoofdaannemer daarvoor aansprakelijk worden gesteld. De aansprakelijkheid gaat als het ware door de hele keten van onderaannemers, dus de hoofdaannemer is ook aansprakelijk in het geval zijn onderaannemer zijn werk gedeeltelijk verder uitbesteedt.

Bij de ketenaansprakelijkheid is van belang dat met een (hoofd)aannemer wordt gelijkgesteld degene die zonder daartoe van een opdrachtgever opdracht te hebben gekregen in de normale uitoefening van zijn bedrijf een werk van stoffelijke aard uitvoert, de zogenaamde eigenbouwer.¹⁰⁴ Een partij die feitelijk het gehele werk uitbesteedt kan desondanks kwalificeren als eigenbouwer indien de algehele leiding bij het tot stand brengen van de werken berust bij deze partij.¹⁰⁵

Voorbeeld: Het eigenbouwerschap is in het kader van vastgoedtransacties met name van belang in (project)ontwikkelingsituaties. Indien de algehele leiding bij het bouwen van vastgoed feitelijk berust bij een opdrachtgever Target, dan kan de Target zelf als eigenbouwer worden

¹⁰⁰ Art. 39 Invorderingswet 1990 ("IW").

¹⁰¹ Art. 43 IW.

¹⁰² Art. 24 IW.

¹⁰³ Art. 35 IW.

¹⁰⁴ Art. 35, lid 3 sub b IW.

¹⁰⁵ HR 15 oktober 1986, nr. 23 830, BNB 1987/43

beschouwd. Deze kwalificatie roept een secundaire aansprakelijkheid voor de loonbelasting in het leven voor Target.¹⁰⁶

Overigens heeft de kwalificatie van eigenbouwer tevens een impact op de BTW. Een eigenbouwer wordt ook voor de BTW als hoofdaannemer aangemerkt, hetgeen een impact heeft op de factureringsverplichtingen en de verschuldigdheid van BTW. Zo hoort er geen BTW op een factuur aan een onderaannemer te worden opgenomen, maar dient de verschuldigdheid van BTW te worden verlegd naar deze onderaannemer.¹⁰⁷

3.4.2.10.3 Inlenersaansprakelijkheid

Het inlenen van personeel door een Target kan onder omstandigheden ook leiden tot een secundaire aansprakelijkheid. Ingeval een werknemer met instandhouding van de dienstbetrekking met de uitlener ter beschikking wordt gesteld aan een derde (de inlener) om onder diens toezicht of leiding werkzaam te zijn, is de inlener hoofdelijk aansprakelijk voor de loonbelasting en de BTW die de uitlener verschuldigd is ter zake van dit uitlenen.¹⁰⁸

Voorbeeld: In een vastgoedcontext zien we dat bovenstaande relevant kan zijn waar personeel wordt ingeleend voor diensten. Denk hierbij bijvoorbeeld aan het inhuren van schoonmakers van uitzendondernemingen. Voor zover de inlener de leiding heeft en toezicht houdt over deze schoonmakers, kan sprake zijn van inlenersaansprakelijkheid.¹⁰⁹

3.4.2.10.4 Secundaire aansprakelijkheden in fiscaal in due diligence

In een fiscale due diligence wordt gekeken naar de aanwezigheid van mogelijke secundaire aansprakelijkheden.

Een complicerende factor is dat de hoogte van een potentiële secundaire aansprakelijkheid vaak lastig in kaart te brengen is, de mogelijke aansprakelijkheid ligt immers primair bij een andere partij. Deze partij is vaak geen onderdeel van het fiscale due diligence noch is er informatie beschikbaar.

Voorbeeld: Een Target wordt gekocht uit een fiscale eenheid VPB van een verkoper. De koper zal due diligence kunnen doen op de Target, maar zal veelal geen toegang krijgen tot de informatie van de gehele fiscale eenheid van verkoper. Daar zitten immers ook nog lichamen in die geen onderdeel uitmaken van de transactie, en een verkoper zal daarover doorgaans geen informatie willen delen.

¹⁰⁶ Overigens zijn er in de praktijk mitigerende maatregelen die getroffen kunnen worden om dit risico te verkleinen of te beperken. Een aannemer kan zijn hoofdelijke aansprakelijkheid voor de loonheffing van onderaannemers beperken door het gebruik van zogenaamde g-rekeningen waarop de aannemer een deel van het factuurbedrag dat bedoeld is om loonheffingen te betalen stort op een g-rekening van de onderaannemer, zie ook art. 35, lid 5 IW. Daarnaast kan gedacht worden aan een verklaring omtrent betalingsgedrag die een aannemer van een onderaannemers kan vragen.

¹⁰⁷ Art. 12, lid 5 OB juncto art. 24b, lid 5 Uitvoeringsbesluit Omzetbelasting 1968.

¹⁰⁸ Art. 34, lid 1 IW.

¹⁰⁹ Net als voor de ketenaansprakelijkheid geldt voor de inlenersaansprakelijkheid een aantal mitigerende maatregelen. Ook hier kan gewerkt worden met g-rekeningen. Daarnaast kan het inhuren van werknemers van een SNA gecertificeerde uitzendonderneming de inlener onder voorwaarden vrijwaren van de inlenersaansprakelijkheid.

Als gevolg hiervan richt het fiscale due diligence zich vaak op het in kaart brengen van de fiscale eenheden, het zo goed als mogelijk proberen te kwantificeren van mogelijke risico's en met name het beoordelen of er (contractuele) mitigerende maatregelen zijn of kunnen worden genomen om een secundaire aansprakelijkheid te beperken of te verkleinen.

3.4.2.11 Debt capacity

We zagen in paragraaf 3.3.2.5 dat een zakelijke rente op een zakelijke schuld gebruikt voor de aanschaf of verbetering van vastgoed doorgaans aftrekbaar zal zijn voor de VPB. Tegelijkertijd kent de wet ook een aantal renteaftrekbeperkingen. Bij de renteaftrekbeperkingen zagen we ook dat een reeds 'besmette' schuld 'besmet' blijft, ook na aankoop van Target of herfinanciering.

Als onderdeel van het fiscale due diligence zal in kaart dienen te worden gebracht wat het vermogen is van Target om schuld aan te trekken waarbij de rente op deze schuld ook na acquisitie fiscaal aftrekbaar is. Dit is de zogenaamde *debt capacity* van een Target. Het aantrekken van schuld heeft immers geen positief effect op het rendement als de rente ervan niet aftrekbaar is. Deze debt capacity review wordt met name gedaan met het oog op de acquisitiestructurering en financiering in een Corporate Real Estate M&A transactie. Zie daarom voor nadere details paragraaf 5.3 inzake acquisitiefinanciering.

3.5 Samenvatting

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op een aantal specifieke processen binnen Corporate Real Estate M&A en het verschil met asset deals in vastgoed. Hierbij heb ik uiteengezet dat de aard van een share deal impact heeft op de koopprijs in een transactie. Voor share deals dient rekening te worden gehouden met het feit dat aan een over te nemen vennootschap ook verplichtingen en schulden kunnen kleven. Dit betekent dat niet alleen een koopprijs voor het vastgoed dient te worden gevonden in de vorm van de zogenaamde Property value, maar ook de koopprijs voor de aandelen in de vennootschap dient te worden bepaald in de vorm van de Equity value. Met deze elementen in het achterhoofd worden in verschillende koopprijsmechanismes gehanteerd in de vorm van Completion Accounts en Locked Box mechanismes welke hun oorsprong vinden in de reguliere M&A praktijk. In de praktijk zien we dat het Completion Accounts mechanisme het meest gehanteerd wordt in Corporate Real Estate M&A.

Een ander gevolg van het doen van share deals is dat de gehele historische fiscale positie van een vennootschap mee overgaat. Dit betekent dat het fiscale due diligence veel uitgebreider is dan bij een asset deal. Zonder te pretenderen uitputtend te zijn heb ik in dit hoofdstuk op hoofdlijnen verschillende veelvoorkomende fiscale risico's in het vastgoed beschreven welke doorgaans onderzocht dienen te worden in een fiscaal due diligence in share deals.

4 De fiscale vastgoedtransactie - transactiedocumentatie

4.1 Inleiding

Een van de belangrijkste elementen in een overname is het overnamecontract. Zo beschrijft men in het overnamecontract afspraken tussen partijen, worden bevindingen uit het due diligence verwerkt, worden procesafspraken gemaakt en wordt er een risicoverdeling ten aanzien van aansprakelijkheden overeengekomen tussen partijen. Kortom, het overnamecontract kan gezien worden als het sluitstuk van een transactie.

Een overnamecontract gaat in hoofdlijnen in op en beschrijft een aantal belangrijke elementen van de transactie. Hierbij kan gedacht worden aan:

- (i) Een beschrijving van de transactie en de betrokken partijen;
- (ii) Het object van de verkoop, i.e. wat wordt er verkocht;
- (iii) De koopprijs en het koopprijsmechanisme;
- (iv) De (opschortende) voorwaarden om tot de daadwerkelijke levering van het transactieobject te komen;
- (v) Een risicoverdeling en bepalingen rondom aansprakelijkheid en schadevergoeding van partijen;
- (vi) Overige afspraken, zoals geheimhouding, concurrentieovereenkomsten etc.

In de basis geldt dat voor zowel reguliere asset deals ("Asset Purchase Agreement" steevast afgekort als "APA") als de share deals ("Share Purchase Agreement" of "Sale and Purchase Agreement" steevast afgekort als "SPA") een overnamecontract wordt gesloten. Het verschil is dat een SPA voor de share deals in de praktijk doorgaans uitgebreider is dan in asset deals, voor een groot gedeelte veroorzaakt door het feit dat bij een share deal de gehele historie (juridisch, financieel, fiscaal, etc.) mee wordt overgedragen. Hierdoor dienen partijen en adviseurs over meer aspecten na te denken en worden er meer (en uitgebreidere) afspraken gemaakt. Gezien de opzet van dit company research paper zal ik mij beperken tot de share deals en daarmee de SPA.

De SPA is een combinatie van juridische, financiële en in dit geval fiscale elementen. In de basis is de SPA een juridisch document dat wordt opgesteld met inachtneming van verschillende bepalingen en concepten van het Nederlandse (contracten)recht. Deze bepalingen worden geflankeerd door verschillende financiële concepten zoals ik die hiervoor heb beschreven, e.g. Property values, cash and debt free principles, verschillende koopprijsmechanismes zoals Completion Accounts of Locked Box etc. Al deze verschillende elementen dienen gecombineerd te worden beschouwd en hebben daarmee hun weerslag op de verschillende fiscale elementen en bepalingen in een SPA. De fiscaliteit in een SPA dient dan ook in samenhang te worden beschouwd met de onderliggende juridische en financiële aspecten.

In dit hoofdstuk zal ik ingaan op de belangrijkste fiscale aspecten in de SPA. Hierbij zal ik ook ingaan op de in de praktijk veelvuldig voorkomende *warranty and indemnity insurance* ("**W&I**") en de fiscale impact ervan op de transactie alsmede de SPA. Ten slotte zal ik ingaan op nadere (lange termijn) gevolgen van de in een SPA afgegeven fiscale beschermingen.

4.2 Overnamecontracten - fiscaliteit in de SPA

Als gezegd zal een SPA doorgaans uitgebreider zijn dan een APA, dit geldt te meer voor de fiscaliteit. Zoals ik hiervoor heb uiteengezet gaat in een asset deal in beginsel geen fiscale historie mee over met het vastgoed. Dit betekent dat de fiscaliteit in een APA zich doorgaans beperkt tot de fiscale duiding en bepalingen rondom de transactie zelf, i.e. doorgaans de BTW en overdrachtsbelasting status van de transactie en de vraag voor wiens rekening en risico deze belastingen komen.

Vanwege het overgaan van de historische fiscale positie is de SPA in een share deal vanuit fiscaal perspectief substantieel uitgebreider dan een APA, en dient er over een aantal belangrijke fiscale elementen te worden nagedacht. Vanuit de fiscaliteit is hier de invloed van de fiscale M&A praktijk overigens erg duidelijk, de verschillende fiscale bepalingen en gewoontes en gebruiken uit de M&A SPA vinden hun weg naar de Corporate Real Estate M&A SPA.

Een aantal belangrijke fiscale elementen van de SPA ziet op de volgende onderwerpen:

- (vii) Fiscale vrijwaringen en garanties;
- (viii) Limitations - beperkingen van aansprakelijkheid;
- (ix) Conduct of Tax Affairs – Proces rondom aangiftes;
- (x) Conduct of Tax Claims – Proces rondom fiscale claims;
- (xi) Fiscale eenheden;
- (xii) Fiscale voordelen - Tax Benefits, Tax Refunds en Overprovisions;
- (xiii) BTW en overdrachtsbelasting op de transactie;
- (xiv) Overige bepalingen met een fiscale achtergrond, zoals het overnemen van bestaande schulden.

Deze onderwerpen zal ik hierna in meer detail behandelen.

4.2.1 Fiscale vrijwaringen en garanties

Als tijdens het fiscale due diligence specifieke fiscale risico's worden geïdentificeerd, is het vanuit het perspectief van een koper de veiligste positie om voor het bedrag van het geïdentificeerde fiscale risico een korting op de koopprijs te bedingen. In de praktijk gebeurt dit ook, doch veelal bij items die daadwerkelijk kunnen worden geïdentificeerd en gekwantificeerd.

Maar er kunnen ook potentiële fiscale risico's worden geïdentificeerd waarvan het niet zeker is dat deze tot een daadwerkelijke fiscale claim zullen leiden, en/of tot welk bedrag deze tot een fiscale claim zullen leiden. Deze fiscale risico's worden doorgaans contractueel afgedekt. Een SPA bevat vaak contractuele bescherming voor fiscale items in de vorm van fiscale vrijwaringen en fiscale garanties. Het onderscheid tussen deze twee is juridisch van aard en is van invloed op de bewijspositie van partijen. Feitelijk komt de fiscale risicoverdeling tussen partijen tot uitdrukking in de set van fiscale garanties en vrijwaringen.¹¹⁰

Van belang om te melden is dat de begrippen garanties en vrijwaringen onder Nederlands recht in principe geen juridisch vastomlijnde begrippen zijn en er discussie bestaat over deze twee begrippen. De oorsprong van deze begrippen komt tevens voort uit het Angelsaksische recht (welke veel invloed heeft op de M&A praktijk en bijbehorende SPA), hetgeen aanvullend complicerend kan werken omdat

¹¹⁰ Zie ook Raaijmakers & Wessels, *WPNR* 2007/6695, p. 96.

deze begrippen onder Angelsaksisch recht iets anders betekenen dan onder Nederlands recht.¹¹¹ Onderstaand zal ik in elk geval nader ingaan op wat deze begrippen gebruikelijk in de (fiscale) (Corporate Real Estate) M&A praktijk betekenen.

4.2.1.1 Fiscale garanties

Garanties omschrijven bepaalde (fiscale) feiten en omstandigheden welke door verkoper en koper als juist worden verondersteld. Indien de garantie niet juist blijkt te zijn, is de verkoper daarvoor in beginsel aansprakelijk.¹¹² Juridisch wordt de schending van een garantie in beginsel behandeld als een wanprestatie op basis van art. 6:74 Burgerlijk Wetboek, met de bijbehorende vereisten.¹¹³ In het kader van een SPA brengt dit op hoofdlijnen met zich mee dat bij een schending van een garantie beoordeeld zal dienen te worden of de garantie is geschonden, of er sprake is van schade en hoe hoog die schade dan is.¹¹⁴ In de praktijk wordt dit ook wel aangeduid met *breach* (schending van de garantie), *damage* (schade) en *quantum* (hoeveelheid van de schade).¹¹⁵ Daar staat tegenover dat een verkoper zijn aansprakelijkheid voor de schending van fiscale garanties zal proberen te beperken door informatie en gegevens te openbaren (*disclosed* of *disclosed information*). Er rust immers ook een onderzoeksplicht op een koper, en alle informatie die de koper heeft ingezien of had kunnen inzien geldt als disclosed en beperkt in principe de schadevergoedingsplicht bij schending van een garantie, i.e. de garantie geldt niet als een koper reeds op de hoogte was of had kunnen zijn van het gebrek in de garantie.¹¹⁶ De koper had met deze kennis immers ook andere maatregelen kunnen nemen, zoals het verwerken van dit risico in de koopprijs. In de praktijk kan evenwel juridische discussie ontstaan over de breach, damage en quantum vragen.

Voorbeeld: een verkoper geeft een garantie af dat alle fiscale aangiftes die een Target had moeten doen voor Completion, correct zijn gedaan. Indien dit niet het geval blijkt te zijn, zal een koper een beroep willen doen op schending van deze garantie. Er zal dan gekeken dienen te worden of de garantie is geschonden, of de koper daadwerkelijk schade heeft geleden en zo ja wat deze schade dan is. Tegelijkertijd wordt dan gekeken naar de vraag of de verkoper mogelijk toch iets had disclosed dat aan aansprakelijkheid voor schending van de garantie in de weg zou kunnen staan.

4.2.1.2 Fiscale vrijwaring

Een fiscale vrijwaring verschilt van de bovengenoemde fiscale garanties. Fiscale vrijwaringen worden in beginsel afgesproken met betrekking tot feiten en omstandigheden waarvan ten tijde van het aangaan van de SPA al bekend was dat deze aanleiding kunnen geven tot vergoeding van schade, maar bijvoorbeeld nog niet zeker is hoeveel schade er uit kan voortvloeien.¹¹⁷

In de SPA is een fiscale vrijwaring veelal zo geconstrueerd dat deze voorziet in een betalingsverplichting met een euro-voor-euro betaling voor onvoorziene belasting (een *covenant to*

¹¹¹ Zie voor meer detail Van den Bergh & Jongen, *Contracteren* 2011/2, p.49 e.v.

¹¹² De Kluiver, O&F 2003/58.

¹¹³ Uijen, *Contracteren* 2004/4, p.101.

¹¹⁴ Zie voor meer detail rondom dit proces Strik, *Geschriften Corporate Litigation* 2003-2004, p.393-420.

¹¹⁵ Bondrager & Van der Donk, *WFR* 2012/840.

¹¹⁶ De Kluiver, O&F 2003/58.

¹¹⁷ De Kluiver, O&F 2003/58.

pay), zonder dat bovengenoemde procedure die van toepassing is op garanties doorlopen hoeft te worden.¹¹⁸ Met andere woorden, als zich een feit voordoet welke valt onder de fiscale vrijwaring, dan zal in beginsel elke te betalen euro aan belasting volgend op dit schadeveroorzakende feit dienen te worden vergoed onder de fiscale vrijwaring.¹¹⁹ Op hoofdlijnen betekent dit dat bij een vrijwaring slechts nog de hoogte van de schade aan zal moeten worden getoond, terwijl bij schending van een garantie juridisch dient te worden aangetoond dat er daadwerkelijk sprake is van schade en zal moeten worden beoordeeld of er ook disclosed is tegen de fiscale garantie. In de praktijk gaat men er veelal vanuit dat niet kan worden disclosed tegen een fiscale vrijwaring.¹²⁰

Voorbeeld: Een verkoper is voornemens een herstructurering uit te voeren met de Target vennootschap teneinde deze te ontvlechten uit zijn eigen structuur vlak voordat de Target vennootschap zal worden verkocht aan een koper. Verkoper vrijwaart een koper voor enige belasting die als gevolg van deze herstructurering daadwerkelijk verschuldigd zal zijn door Target dan wel koper. Indien de herstructurering daadwerkelijk tot verschuldigdheid van belasting leidt bij één van deze twee partijen, zal de verkoper dit bedrag aan verschuldigde belasting dienen te vergoeden aan Target dan wel koper. Het juridische proces dat geldt voor de inbreuk op de garanties hoeft dan niet nog te worden doorlopen.

4.2.2 Contractuele bescherming in Corporate Real Estate M&A

In de Corporate Real Estate M&A praktijk bestaat een aantal mogelijkheden om fiscale risico's te verwerken in de transactie. Deze methodes zijn gelijk aan de methodes in een reguliere M&A transactie, i.e. fiscale risico's kunnen worden verwerkt in de prijs door middel van koopprijsaanpassingen of aanpassingen in de waardering, of er kan contractuele bescherming worden afgesproken in de vorm van algemene vrijwaringen, specifieke vrijwaringen of garanties. Welke methode het meest geëigend is voor een specifieke situatie hangt onder meer af van het gesignaleerde fiscale risico, het belastingmiddel, de potentiële frequentie ervan, de periode waar het risico op ziet en de kwantificeerbaarheid.¹²¹

Daarnaast speelt in de praktijk een aantal andere (commerciële) factoren welke een invloed heeft op het type (fiscale) bescherming dat pleegt te worden afgegeven in een SPA. Te denken valt bijvoorbeeld aan het type koper of verkoper, het type transactie, de aanwezigheid van fiscale verzekeringen, de sterkte van de onderhandelingspositie van de betrokken partijen etc.

Voorbeeld: Private equity fondsen worden opgezet voor een beperkte periode, veelal tussen de 5-7 jaar.¹²² Na verkoop van de onderliggende investeringen worden de opbrengsten uitgekeerd aan de participanten en wordt het private equity fonds beëindigd en geliquideerd. Men zal daarom willen voorkomen dat er nog (fiscale) contractuele verplichtingen bestaan die in de weg staan aan de uitkeringen aan de participanten en liquidatie van het fonds. Een

¹¹⁸ De achtergrond waarom hier de facto gesproken wordt over een covenant to pay oftewel een betalingsverplichting is juridisch van aard. Voor meer achtergrond hierbij zie Bondrager & Van der Donk, *WFR* 2012/840.

¹¹⁹ Waar ik hier in het vervolg spreek van fiscale vrijwaring doel ik feitelijk op de eerder beschreven covenant to pay oftewel verplichting tot betaling.

¹²⁰ Van den Bergh & Jongen, *Contracteren* 2011/2, p.51.

¹²¹ Voor een overzicht van fiscale risico's en bijbehorende oplossingen zie Bondrager & Van der Donk, *WFR* 2012/840.

¹²² Van IJzinga Veenstra & Plouvier, *TFO* 2018/157.1, p.61-71.

private equity verkoper zal daarom doorgaans terughoudender zijn met het afgeven van een fiscale bescherming die lang loopt en tot mogelijke onzekerheid leidt in de looptijd van het fonds.

Voorbeeld: Tegenwoordig wordt in transacties veelvuldig gebruikt van de zogenaamd *Warranty & Indemnity insurance*, een verzekering welke potentiële claims onder garanties en vrijwaringen dekt. De aanwezigheid van een dergelijke verzekering kan ertoe zorgen dat er eenvoudiger contractuele bescherming wordt afgegeven, bijvoorbeeld in bovenstaand voorbeeld van een private equity verkoper.

4.2.2.1 Algemene fiscale vrijwaring

In Corporate Real Estate M&A worden regelmatig algemene fiscale vrijwaringen afgegeven voor belastingclaims die zien op de periode voordat de aandelen in een Target zijn overgedragen (de pre-Completion periode). Dit heeft feitelijk een tweetal oorzaken. Ten eerste zijn partijen het over het algemeen eens over het feit dat het risico van belasting welke ziet op de pre-Completion periode toebehoort aan de verkoper. Deze laatste was immers eigenaar van de Target tot die periode en had daarbij controle over de fiscale positie van de Target.

Een tweede oorzaak is dat partijen er over het algemeen baat bij hebben om een transactie fiscaal neutraal te maken.¹²³ Indien een koper in een acquisitie fiscale risico's signaleert, zal hij deze in principe willen verdisconteren in de koopprijs. Hier lopen de belangen van de verkoper en de koper uiteen, een verkoper zal het risico en de bijbehorende potentiële claim laag inschatten, waar een koper het hoog zal inschatten. Veelal staat het echter niet vast of een fiscaal risico zich zal manifesteren, en als het dat doet tot welk bedrag. Er bestaat in deze situatie een risico dat partijen de koopprijs of te veel of te weinig corrigeren, i.e. zowel verkoper als koper lopen hier een risico. Gezien voorgaande risico's voor zowel verkoper als koper en de onzekerheid of een fiscale claim zich zal manifesteren, wordt er regelmatig voor gekozen om de genoemde fiscale vrijwaring op te nemen. Op deze manier wordt de (historische) fiscaliteit ten aanzien van de pre-Completion periode zoveel als mogelijk uit de prijsvorming gehaald, i.e. de transactie wordt fiscaal neutraal. Dit leidt ertoe dat partijen regelmatig bereid zijn te werken met een dergelijke algemene fiscale vrijwaring.

Als gevolg van bovenstaande algemene fiscale vrijwaring neemt de noodzaak tot het opnemen van uitgebreide en specifieke fiscale garanties enigszins af. Met de fiscale vrijwaring is er immers contractuele bescherming die bescherming biedt (de covenant to pay) welke eenvoudiger is in te roepen dan voor claims onder fiscale garanties (met breach, damage en quantum). De fiscale garanties dienen in dit geval met name ter informatie van de feitelijke fiscale stand van zaken van een Target, e.g. zijn alle aangiftes ingediend, is verschuldigde belasting op tijd betaald, is de Target correct geregistreerd etc. De garanties worden daarom ook vaak gebruikt als hulpmiddel bij due diligence procedures om bepaalde informatie van een verkoper te verkrijgen.

¹²³ Bondrager & Van der Donk, *WFR* 2012/840.

4.2.2.2 Specifieke fiscale vrijwaringen

De algemene fiscale vrijwaring biedt doorgaans bescherming tegen enige belasting die verschuldigd is door Target als gevolg van een gebeurtenis of transactie welke heeft plaatsgevonden in de pre-Completion periode.

Naast de algemene fiscale vrijwaring plegen partijen in de praktijk ook een aantal separate fiscale vrijwaringen af te spreken voor specifieke fiscale risico's welke doorgaans niet onder het bereik van de algemene fiscale vrijwaring vallen. Het gaat hier met name om:

- (i) Secundaire aansprakelijkheden;
- (ii) Het niet langer aanwezig zijn van verliezen of andere fiscale activa welke een waarde vertegenwoordigen (verlies van een verlies);
- (iii) De kosten die gemoeid zijn met de algemene of specifieke fiscale vrijwaringen, of de kosten die gemoeid zijn met het aanvechten of het voeren van verweer tegen de belastingschulden die onder de werking van de hierboven genoemde vrijwaringen vallen.

Hierna zal ik deze specifieke vrijwaringen nader toelichten.

4.2.2.2.1 Secundaire aansprakelijkheden – Secondary Tax Liability

Zoals ik al eerder heb toegelicht bestaat er fiscaal een aantal secundaire aansprakelijkheden, i.e. aansprakelijkheden die primair bij een partij opkomen maar die wettelijk gezien (tevens) bij een andere partij opkomen. Zie paragraaf 3.4.2.10 e.v. voor een nadere uiteenzetting van de meest relevante secundaire aansprakelijkheden voor de Corporate Real Estate M&A praktijk.

Een belastingschuld als gevolg van een secundaire aansprakelijkheid valt doorgaans niet onder het bereik van de algemene vrijwaring, i.e. er is in beginsel geen sprake van een belasting welke verschuldigd is door Target als gevolg van een gebeurtenis of transactie welke heeft plaatsgevonden in de pre-Completion periode. De belasting is immers doorgaans verschuldigd door Target als gevolg van een relatie die Target heeft en/of als gevolg van een wettelijke bepaling die Target daarvoor aansprakelijk stelt.

Voorbeeld: Target is als dochtervennootschap opgenomen in een fiscale eenheid voor de VPB. Als onderdeel van deze fiscale eenheid is het hoofd van de fiscale eenheid primair aansprakelijk voor de VPB van de fiscale eenheid als geheel. De Target is echter hoofdelijk aansprakelijk op het moment dat het hoofd van de fiscale eenheid niet voldoet aan haar VPB verplichtingen. Op het moment dat Target wordt verkocht, verbreekt de fiscale eenheid voor de VPB. Target blijft echter secundair aansprakelijk voor VPB schulden voor de periode dat Target was opgenomen in de VPB fiscale eenheid. Enige belastingschuld voortvloeiende uit deze secundaire aansprakelijkheid zou doorgaans voortvloeien uit het feit dat het hoofd van de (voormalige) VPB fiscale eenheid niet aan haar verplichtingen heeft voldaan en de belastingdienst daarom bij Target aanklopt. De belastingschuld ziet niet zozeer op een gebeurtenis of transactie welke op het niveau van Target heeft plaatsgevonden in de pre-Completion periode.

Als gevolg van bovenstaande gaat men er doorgaans vanuit dat de algemene fiscale vrijwaring niet tevens bovenstaande secundaire aansprakelijkheid dekt, en dat er daarom een specifieke fiscale

vrijwaring voor secundaire aansprakelijkheden opgenomen dient te worden in de SPA om deze situaties te kunnen bestrijken.¹²⁴ Het gaat in dit geval om de vrijwaring voor Secondary Tax Liabilities.

4.2.2.2.2 Verlies van een verlies – Deemed Tax Liability

Het kan voorkomen dat als onderdeel van een transactie er ook bij een Target aanwezige verliezen, belastingvorderingen of overige ‘belastingactiva’ welke een waarde vertegenwoordigen overgaan op een koper.

Voorbeeld: Zo kan Target recht hebben op een teruggaaf van BTW welke nog niet is geïnd, of kan Target beschikken over fiscaal compensabele verliezen welke afgezet kunnen worden tegen winsten van Target nadat deze is verkocht.¹²⁵ Zie voor een nadere toelichting op de overdracht van fiscale verliezen in een transactie paragraaf 3.4.2.7.

Waar deze belastingactiva een waarde vertegenwoordigen, zal een verkoper doorgaans willen bewerkstelligen dat een koper voor deze belastingactiva betaalt. De koper verkrijgt immers belastingactiva welke bijvoorbeeld recht geven op een teruggaaf van belasting, of ervoor zorgen dat in de toekomst minder belasting is verschuldigd.

De waarde van dergelijke belastingactiva kan in de praktijk nog wel tot discussie leiden. Een verkoper zal immers een zo hoog mogelijke prijs willen zien, waar een koper een zo laag mogelijke prijs zal betogen.

Voorbeeld: Waar er wordt betaald voor de waarde van een belastingvordering (e.g. een teruggaaf van BTW), zal de waarde relatief eenvoudig vast te stellen zijn. Het gaat dan doorgaans om de nominale waarde van de vordering, al dan niet de contante waarde ervan bij een mogelijk langer tijdsverloop totdat de belastingvordering zal worden uitbetaald.

Voorbeeld: Waar er wordt betaald voor de waarde van aanwezige fiscale verliezen, zal de waarde van deze belastingactiva doorgaans tot meer discussie kunnen leiden¹²⁶. Fiscale verliezen kunnen met inachtneming van de relevante verliesverrekeningsregels immers worden afgezet tegen lopende winsten van de zes volgende jaren (of 9 bij verliezen daterend tot 2019).¹²⁷ De waarde van aanwezige fiscale verliezen hangt daarom ook af van de koper en diens prognoses. Doorgaans zullen partijen tot een contante waarde van de verliezen proberen te komen. De vraag is dan of de koper op basis van diens prognoses voldoende fiscale winst verwacht te behalen om tegen de verliezen af te kunnen zetten, en op welke

¹²⁴ Voor de volledigheid merk ik op dat men hier ook anders tegenaan kan kijken, i.e. dat met een aantal wijzigingen aan de algemene vrijwaring (en de definitie van “Tax”) deze ook situaties van secundaire aansprakelijkheid volgend uit de fiscale eenheid VPB of BTW zou dekken. In mijn ervaring pleegt men in de praktijk toch specifieke fiscale vrijwaringen op te nemen voor deze secundaire aansprakelijkheden, al is het maar voor de zekerheid.

¹²⁵ Mits deze fiscaal compensabele verliezen niet vervallen als gevolg van art. 20a VPB, zullen deze ook na de overdracht van Target voor verrekening beschikbaar blijven. Een en ander wel met inachtneming van de daarvoor geldende verliesverrekeningsregels, zoals het feit dat verliezen verrekend kunnen worden met belastbare winsten van het voorafgaande jaar en de zes volgende jaren. Zie ook art. 20 VPB.

¹²⁶ Hierbij zij wel opgemerkt dat dit met name relevant is in vastgoedtransacties waar tevens operationele activiteiten worden overgedragen (e.g. hotel vastgoed), omdat bij regulier vastgoed de verliezen doorgaans op basis van art. 20a VPB zullen vervallen, waarna ze mogelijk kunnen worden gekapitaliseerd tegen de fiscale boekwaarde van het vastgoed. Zie ook paragraaf 3.4.2.7 voor een nadere toelichting.

¹²⁷ Zie art. 20 VPB alsmede paragraaf 3.4.2.7.

termijn dat het geval zijn. Daarnaast is de vraag wat het disconteringspercentage zal zijn waartegen partijen de contante waarde zullen berekenen. Hierbij kan ook een aantal andere fiscale factoren een rol spelen, zoals een (verwachte) wijziging in VPB percentages of verliesverrekeningsregels¹²⁸.

Als een koper voor dergelijke belastingactiva betaalt omdat deze onderdeel uitmaken van de koopprijs, dan wil deze doorgaans ook gewaarborgd zien dat deze belastingactiva daadwerkelijk aanwezig zullen zijn na de transactie, en voor het bedrag waarvoor de koper ze feitelijk heeft gekocht.

Kijken wij naar de algemene fiscale vrijwaring, dan zal deze doorgaans niet de gewenste bescherming bieden. Onder de algemene fiscale vrijwaring dient er immers sprake te zijn van een belasting welke verschuldigd is door Target als gevolg van een gebeurtenis of transactie welke heeft plaatsgevonden in de pre-Completion periode. Het niet of voor een lager bedrag aanwezig zijn van belastingactiva valt niet onder bovenstaande definitie. Om bescherming te bieden voor dit punt zal daarom doorgaans een specifieke vrijwaring opgenomen dienen te worden voor het niet aanwezig zijn van een belastingactiva, alsmede bescherming voor het weliswaar aanwezig zijn van een belastingactivum maar tot een lager bedrag dan waarvoor is betaald. Dit is de zogenaamde vrijwaring voor een Deemed Tax Liability, oftewel niet een echte Tax liability maar een (verondersteld) aanwezig geachte Tax liability.

Hierbij merk ik wel op dat een verkoper in de omgekeerde situatie doorgaans slechts akkoord zal willen gaan met een dergelijke specifieke vrijwaring indien het belastingactivum inderdaad onderdeel uit maakt van de koopprijs. Als een verkoper niet wordt betaald voor een belastingactivum, zal hij ook niet snel geneigd zijn er contractuele bescherming voor te willen bieden.

4.2.2.2.3 Kosten

Indien er algemene en specifieke vrijwaringen worden afgegeven voor fiscale risico's, dan is het over het algemeen logisch dat de kosten die worden gemaakt in verband met deze gedekte fiscale risico's ook voor vergoeding in aanmerking komen.

Voorbeeld: Koper koopt Target van verkoper. Partijen hebben in de SPA een algemene fiscale vrijwaring opgenomen op basis waarvan elke belasting welke verschuldigd is door Target als gevolg van een transactie welke heeft plaatsgevonden in de pre-Completion periode, voor rekening van verkoper komt. Na aankoop van Target krijgt deze een naheffingsaanslag voor belasting welke ziet op de pre-Completion periode. De belasting onderliggend aan de naheffingsaanslag komt in principe voor vergoeding onder de algemene fiscale vrijwaring in aanmerking. De koper is via Target in bezwaar gegaan tegen deze naheffingsaanslag. Als gevolg van dit bezwaar wordt de naheffingsaanslag vernietigd door de inspecteur. De koper heeft substantiële (adviseurs)kosten moeten maken om de naheffingsaanslag te betwisten en vernietigd te krijgen. Nu er geen naheffingsaanslag betaald hoeft te worden is er geen sprake

¹²⁸ Zo zijn de verliesverrekeningsregels per 1 januari 2022 gewijzigd. De termijn voor de voorwaartse verliesverrekening is gewijzigd van 6 jaar naar onbeperkt. Tegelijkertijd wordt de verliesverrekening beperkt: voor zover de verrekenbare verliezen meer bedragen dan €1.000.000 worden deze verrekend tot een bedrag van 50% van de belastbare winst boven het bedrag van €1.000.000. De verliezen tot €1.000.000 blijven derhalve volledig verrekenbaar in een jaar.

meer van een vergoeding van belasting van verkoper aan koper onder de algemene fiscale vrijwaring.

Bovenstaande kosten worden in beginsel niet gedekt door de algemene fiscale vrijwaring. Deze ziet immers op belasting welke verschuldigd is door Target als gevolg van een gebeurtenis of transactie welke heeft plaatsgevonden in de pre-Completion periode. Hier vallen (nog) niet de kosten onder. Daarnaast kan het ook zo zijn dat kosten juist worden gemaakt om te voorkomen dat er door Target (of koper) belasting betaald moet worden welke voor vergoeding onder een fiscale vrijwaring in aanmerking komt. Een verkoper heeft hier ook baat bij.

In de praktijk is het daarom verstandig een separate fiscale vrijwaring voor dergelijke kosten op te nemen. Het gaat dan om alle kosten die door een koper of een Target worden belopen in verband met de gedekte fiscale risico's, zoals kosten die worden gemaakt ter voorkoming of ter afwikkeling van door de vrijwaringen gedekte fiscale risico's.

4.2.2.3 Fiscale vrijwaring van koper – Purchaser's Tax Indemnity

In de voorgaande paragrafen zagen wij dat fiscale vrijwaringen doorgaans bescherming bieden aan een koper voor historische belastingen van een Target welke zien op de periode voordat een koper eigenaar werd van de aandelen in een Target. Verkoper vrijwaart dus de koper.

In uitzonderlijke gevallen kan het echter voorkomen dat een koper een verkoper vrijwaart voor specifieke fiscale risico's. In het kader van Corporate Real Estate M&A is met name art. 40 Invorderingswet van belang.

Art. 40 Invorderingswet is in het leven geroepen om te voorkomen dat vennootschappen waarop nog bepaalde fiscale claims rusten na de staking van de activiteiten worden leeggehaald en de aandelen vervolgens worden verkocht, met als gevolg dat de afwikkeling van de aanwezige fiscale claims niet meer kan plaatsvinden.¹²⁹ Dit artikel heeft een historische achtergrond welke het bestek van dit company research paper te buiten gaat, maar in elk geval wordt gepoogd om te voorkomen dat aandelen in feitelijk lege lichamen waarop fiscale of latente fiscale claims rusten, worden verkocht aan handelaren in herinvesteringsreserve-lichamen en dergelijke.¹³⁰ Het bereik van deze bepaling is in de praktijk echter breder.

Op basis van deze wettelijke bepaling zijn bepaalde houders van aandelen of belangen in een Target waarvan de bezittingen in belangrijke mate bestaan uit beleggingen, aansprakelijk voor door de Target verschuldigd vennootschapsbelasting, ook nadat Target is verkocht. Hiervoor moet in beginsel aan drie voorwaarden worden voldaan:¹³¹

- (i) (een deel van) de aandelen of het belang in Target worden vervreemd;
 - (ii) De bezittingen van Target bestaan in belangrijke mate (ten minste 30%) uit beleggingen;
- en

¹²⁹ Vakstudie Invorderingswet, art. 40 IW, aant. 2.1.1.

¹³⁰ Vakstudie Invorderingswet, art. 40 IW, aant. 2.1.1.

¹³¹ Vakstudie Invorderingswet, art. 40 IW, aant. 2.

- (iii) Het vermogen van Target is anders dan ten gevolge van de normale bedrijfsvoering van Target verminderd in de vijf jaren voorafgaand aan het jaar van de vervreemding, in het jaar van de vervreemding, dan wel in de drie jaren na de vervreemding.

Alhoewel hier ook andersluidende standpunten voor bestaan, kan het houden en/of verhuren van vastgoed mogelijk als beleggen kwalificeren in de zin van deze regeling. Met name waar er een Target wordt verkocht waarin slechts een verhuurde onroerende zaak is opgenomen, kan deze discussie spelen.

Als we kijken naar de bovenstaande vereisten, dan valt op dat de toepassing van dit artikel mede afhankelijk is van de handelingen van de koper. Als het vermogen van Target anders dan ten gevolge van de normale bedrijfsvoering binnen 3 jaren na Completion wordt verminderd en Target wordt geacht te voldoen aan de beleggingentoets, dan kan de verkoper aansprakelijk worden als gevolg van handelingen van een koper.

Alhoewel gediscussieerd kan worden over de toepassing van deze bepaling in de Corporate Real Estate M&A praktijk, wordt door een verkoper vaak gezocht naar contractuele bescherming om bovenstaand punt te dekken. De verkoper is immers afhankelijk van de handelingen van de koper en Target na Completion, op welk moment verkoper hier normaal gesproken geen invloed meer op kan uitoefenen. Om deze reden pleegt men voor het art. 40 Invorderingswet risico regelmatig een fiscale vrijwaring op te nemen welke door een koper aan een verkoper wordt gegeven, i.e. de zogenaamde *Purchaser's Indemnity of Counter-Indemnity*.

4.2.3 Beperkingen van aansprakelijkheid - Limitations

In paragraaf 4.2.2 zagen wij dat partijen regelmatig bereid zijn om fiscaal contractuele bescherming af te geven in de vorm van vrijwaringen en garanties. Dit vanwege het uitgangspunt dat belastingen van de periode vóór Completion feitelijk bij de verkoper behoren, alsmede vanuit de wens om een transactie fiscaal neutraal te maken. Een verkoper zal de afgegeven contractuele bescherming doorgaans zowel in duur als in omvang willen beperken.¹³² Een SPA kent daarom kwantitatieve en temporele beperkingen ten aanzien van garanties en vrijwaringen.

Met bovenstaande in het achterhoofd wordt veelal betoogd dat de fiscale garanties en fiscale vrijwaringen desondanks onbeperkt dienen te zijn. De schade voortvloeiend uit fiscale claims is eenvoudig te herleiden tot een geldelijk bedrag, en de koper wil euro-voor-euro worden vergoed voor enige belastingschade. Anders is de transactie alsnog niet fiscaal neutraal.

Hierdoor wijken enige beperkingen ten aanzien van fiscale garanties en vrijwaringen af van de overige garanties en vrijwaringen in de SPA.¹³³ Desondanks zien we in de praktijk dat er als onderdeel van commerciële onderhandelingen in de SPA veelal toch een aantal beperkingen wordt opgenomen ten aanzien van fiscale claims.

Ik zal hierna de belangrijkste beperkingen (limitations) toelichten.

¹³² Zie ook De Kluiver, O&F 2003/58.

¹³³ Bondrager & Van der Donk, WFR 2012/840.

4.2.3.1 Temporele beperking - Time limitation

Over het algemeen heeft een koper er baat bij dat door verkoper afgegeven contractuele bescherming voor fiscale schade zo lang mogelijk blijft gelden. Een verkoper heeft uiteraard een tegengesteld belang, die wil dat de bescherming zo kort mogelijk blijft gelden.

In elk geval zal deze contractuele bescherming vrijwel nooit onbeperkt zijn. Doorgaans wordt een temporele beperking opgenomen waarin fiscale claims binnen een bepaalde periode na Completion van de transactie dienen te worden ingediend. Hierbij wordt doorgaans aangesloten bij geldende fiscale navorderings- en naheffingstermijnen. Zo lang dat de fiscus kan naheffen of navorderen over een bepaalde periode, bestaat het risico dat er een fiscale claim op komt. In paragraaf 3.4.2 zagen wij dat historische fiscale risico's zich kunnen uitstrekken tot een periode tussen de 5 en de 7 jaar, met uitschieters tot wel 12 jaar in specifieke situaties voor vastgoed. Het ligt daarom in de rede dat partijen voor de duur van de afgesproken contractuele bescherming voor fiscale risico's aansluiten bij deze termijnen.

In de praktijk wordt voor de time limitation in een SPA veelal aangesloten bij de genoemde 5-7 jaar, ofwel wordt er aangesloten bij de daadwerkelijke naheffings- en navorderingstermijnen van de fiscus. Dit laatste is met name relevant als er sprake is van verschillende risico's met verschillende belastingsoorten en/of in verschillende jurisdicties. Het is dan lastig om één termijn op te nemen, in welk geval flexibiliteit wordt geboden door aan te sluiten bij daadwerkelijke naheffings- en navorderingstermijnen.¹³⁴

4.2.3.2 Minimum claims - De minimis

Om te voorkomen dat er eindeloos veel claims van (zeer) geringe waarde worden ingediend, wordt veelal een de minimis¹³⁵ gehanteerd. Dit is een minimum bedrag aan potentiële schade welke gehaald moet worden om in aanmerking te komen voor vergoeding onder een SPA. Dit is feitelijk een vorm van een doelmatigheidsdrempel, niemand heeft er baat bij als er claims worden ingediend van EUR 1.000 op een transactie van enkele tientallen of honderden miljoenen.

Deze de minimis is doorgaans een percentage gekoppeld aan de koopprijs van de aandelen (equity value) dan wel het onderliggende vastgoed (Property value).

4.2.3.3 Drempel - Basket

Een aanvullende doelmatigheidsdrempel is het afspreken van een drempel (basket) welke in zijn totaliteit gehaald moet worden alvorens claims voor vergoeding in aanmerking komen. De vergelijking kan worden gemaakt met een mand (basket) die eerst vol moet zitten voordat claims kunnen worden ingediend onder de SPA. Waar een de minimis een minimumbedrag aangeeft van een specifieke claim, geeft de basket een minimumbedrag aan totale claims aan.

¹³⁴ Bondrager & Van der Donk, *WFR* 2012/840.

¹³⁵ Van het Latijnse *de minimis non curat praetor*. Oftewel, de praetor (rechter) houdt zich niet bezig met kleinigheden.

Voorbeeld: Een SPA kent een de minimis van EUR 5.000 en een basket van EUR 50.000. Er zullen derhalve ten minste 10 claims van ten minste EUR 5.000 moeten zijn om de drempel van EUR 50.000 te halen.

Feitelijk kunnen twee verschillende drempels worden onderscheiden, een reguliere drempel (basket, soms ook wel een *deductible* of *deductible basket*) en een *tipping basket*.

Bij een reguliere drempel komt slechts het bedrag dat boven de drempel uitkomt voor vergoeding in aanmerking onder een SPA. Bij een *tipping basket* komt alles voor vergoeding in aanmerking, mits de drempel wordt gehaald. Met andere woorden, de mand valt om (*tipping basket*) en alles dat eruit valt komt dan voor vergoeding in aanmerking.

Voorbeeld: Als vervolg op bovenstaand voorbeeld met een drempel van EUR 50.000 wordt een claim ingediend van EUR 60.000. Onder een reguliere drempel komt EUR 10.000 voor vergoeding in aanmerking, onder een *tipping basket* komt EUR 60.000 voor vergoeding in aanmerking.

Evenals bij een de minimis is de drempel doorgaans een percentage gekoppeld aan ofwel de equity value ofwel de property value.

4.2.3.4 Maximum claims - Cap

Een koper zal zijn fiscale schade volledig vergoed willen zien terwijl een verkoper doorgaans enige vorm van beperking zou willen aanbrengen. Zoals we hiervoor zagen zal een koper echter euro-voor-euro vergoed willen worden voor fiscale schade.

Desalniettemin zien we in de praktijk dat partijen nog regelmatig een maximum stellen aan wat een koper (of verkoper) fiscaal kan claimen, de zogenaamde cap. De cap kan variëren en is evenals de voorgaande limitations doorgaans wederom een percentage gekoppeld aan ofwel de equity value ofwel de property value. Tegelijkertijd zal een verkoper doorgaans stellen nooit meer schade te willen vergoeden dan dat hij zelf in de transactie heeft gekregen voor zijn aandelen dan wel het vastgoed, dus aansluiten bij de property value of equity value zelf. Net als bij de voorgaande limitations zal de cap onderwerp zijn van commerciële discussies tussen partijen.

4.2.4 Procesafspraken - Conduct

Naast de hiervoor besproken contractuele bescherming en aanverwante bepalingen, maken partijen doorgaans ook enkele procesmatige afspraken. Het gaat hier met name om de vraag wie de verschillende aangiften mag doen (*Conduct of tax affairs*) en hoe te handelen als er een belastingclaim opkomt (*Conduct of tax claims*).

4.2.4.1 Aangiften – Conduct of Tax affairs

Belastingen en daarmee de aangifteplicht volgen doorgaans het belastingsubject, i.e. de belastingplichtige (Target). Dit betekent dat na aankoop door een koper een Target ook regulier aangifte zal moeten blijven doen. Tenzij er tussen partijen andersluidende afspraken worden gemaakt, zal in beginsel de Target en daarmee indirect de koper verantwoordelijk zijn voor de aangiften vanaf Completion.

Bovenstaande is niet altijd gewenst. Zo zullen niet altijd alle aangiften die zien op de periode voor Completion al gedaan zijn op Completion.¹³⁶ Daarnaast zal een verkoper die ook aansprakelijk is onder de SPA (bijvoorbeeld onder een fiscale vrijwaring), er baat bij hebben om in elk geval de aangiften te doen voor de periode waarover hij aansprakelijk is. Een koper zal in theorie immers minder incentive hebben om de aangifte op een juiste manier te doen als hij toch onder de SPA beschermd is voor enige belastingclaims die uit die aangifte kunnen volgen. Zo zijn er nog andere redenen aan te wijzen, bijvoorbeeld bij het kopen van een Target uit een fiscale eenheid VPB of BTW. Een verkoper zal de aangifte willen doen van de Target voor de periode dat deze in de fiscale eenheid zat, omdat een verkoper ook hier weer primair aansprakelijk is voor de VPB of BTW schulden van de Target.

Als gevolg van bovenstaande is het zaak om duidelijke afspraken in de SPA te maken over wie de aangiften gaat doen en over welke periode. Vaak wordt afgesproken dat de verkoper verantwoordelijk is voor de aangiften die in elk geval gedaan moeten worden vóór Completion, en de koper voor de aangiften daarna. Daarnaast worden er specifieke afspraken gemaakt voor de aangiften van enige fiscale eenheid (zie ook paragraaf 4.2.5 hierna).

De bovenstaande afspraken worden veelal geflankeerd door aanvullende bepalingen die erin voorzien dat partijen elkaar over en weer van de benodigde informatie voorzien om bepaalde aangiften te doen, of bijstand verlenen waar nodig of mogelijk. Vanaf het moment van Completion gaat de administratie immers in principe ook over op een koper, terwijl daar ook informatie tussen kan zitten die van belang is voor een verkoper om aangiften in te dienen. Er zal derhalve ook nagedacht moeten worden over informatievoorziening, of zelfs een verplichting (of recht) van een van de partijen om de aangifte in te zien, te becommentariëren of goed te keuren alvorens deze wordt ingediend.

4.2.4.1.1 Straddle period

Het kan ook voorkomen dat een nog in te dienen aangifte ziet op een boekjaar of belastingperiode dat gedeeltelijk vóór Completion en gedeeltelijk na Completion ligt (een zogenaamde *Straddle period*). Partijen doen er goed aan om voor aangiften over een dergelijke straddle period aanvullende afspraken te maken, nu beide partijen er baat bij hebben dat die aangiften correct en tijdig worden ingediend. Beide partijen zullen elkaar dan ook van de relevante informatie en ondersteuning willen voorzien.

4.2.4.2 Claims - Conduct of Tax claims

Evenals bij het doen van aangiften is het gewenst om procesafspraken te maken voor het geval er fiscale claims opkomen bij de Target. Met name indien bij Target fiscale claims opkomen die voor vergoeding in aanmerking komen onder de SPA, zal de verkoper de mogelijkheid willen hebben om het proces rondom de claims en mogelijke bezwaar en beroepsprocedures richting de fiscus en rechters in eigen hand te nemen. Ook hier zal in theorie de koper minder incentive hebben om heel uitgebreid of goed te procederen, als zijn fiscale schade ongeacht de uitkomst van enige procedure toch door verkoper vergoed zal dienen te worden.

¹³⁶ Denk aan de aangifte VPB. Deze moet in principe binnen 6 maanden na het verlopen van het boekjaar worden ingediend. Daarnaast zagen we dat in de praktijk regelmatig aanvullend 11 maanden uitstel wordt verleend om de aangifte VPB in te dienen.

Veelal wordt afgesproken dat een verkoper bepaalde claims in eigen hand mag nemen, zonder dat dat verplicht is. In elk geval zullen partijen ook hier elkaar weer over en weer de nodige informatie en ondersteuning willen verlenen om de fiscale claims te kunnen behandelen of om zich adequaat te kunnen verweren. Daarbij zal ook nagedacht dienen te worden in hoeverre partijen betrokken willen zijn bij claims als de andere partij deze ter hand heeft gesteld, e.g. door correspondentie of stukken te mogen inzien, becommentariëren of zelfs goed te keuren alvorens deze worden ingediend in de onderliggende procedures.

4.2.5 Fiscale eenheid in Corporate Real Estate M&A

Een in Nederland gevestigde vennootschap kan op verzoek een fiscale eenheid voor de VPB vormen met andere in Nederland gevestigde dochtervennootschappen.¹³⁷ Er geldt een aantal vereisten om een dergelijke VPB fiscale eenheid aan te gaan, waarvan de belangrijkste het bezitsvereiste is. Onder het bezitsvereiste dient de moedermaatschappij het gehele juridische en economische eigendom te bezitten van ten minste 95% van het nominaal gestorte aandelenkapitaal in de dochtervennootschappen. Dit bezit moet ten minste 95% van de statutaire stemrechten in de dochtervennootschap vertegenwoordigen en in alle gevallen recht geven op ten minste 95% van de winst en het vermogen van de dochtervennootschap.¹³⁸

Als gevolg van een VPB fiscale eenheid worden alle vennootschappen geacht één belastingplichtige te zijn. Hierdoor worden winsten en verliezen van de entiteiten in de fiscale eenheid in principe geconsolideerd en worden transacties tussen deze entiteiten genegeerd.¹³⁹

Voor de BTW bestaat tevens een fiscale eenheid. Vennootschappen die als ondernemer voor de BTW worden aangemerkt en in Nederland zijn gevestigd kunnen in een fiscale eenheid voor de BTW worden opgenomen mits zij in financieel, organisatorisch en economisch opzicht zijn verweven.¹⁴⁰ Vergelijkbaar als voor de VPB, worden vennootschappen in een BTW fiscale eenheid als één ondernemer aangemerkt. Transacties binnen een dergelijke fiscale eenheid worden ook voor de BTW genegeerd en in principe hoeft er maar één BTW aangifte gedaan te worden.

Eerder besprak ik al enkele aspecten van een fiscale eenheid voor zowel de VPB als de BTW. Het ging hier met name om de sfeer van aansprakelijkheden en secundaire aansprakelijkheden die deze fiscale eenheden met zich mee kunnen brengen. Los van de secundaire aansprakelijkheden neemt de fiscale eenheid voor zowel de VPB als de BTW een bijzondere plaats in in een (Corporate Real Estate) M&A transactie. Dit geldt met name als een entiteit uit een dergelijke fiscale eenheid wordt gekocht. Het komt namelijk regelmatig voor dat niet een hele fiscale eenheid wordt verkocht maar dat bepaalde Targets uit een dergelijke fiscale eenheid worden verkocht.¹⁴¹ Dit is ook van invloed op de transactiedocumentatie in een dergelijke transactie. Ik zal hieronder ingaan op een aantal van de belangrijkste aspecten rondom dit aspect.

¹³⁷ Voor de volledigheid merk ik op dat onder omstandigheden dit overigens ook in situaties kan waarbij in de EU/EER gevestigde vennootschappen als moedervernootschap dan wel als tussenhoudster optreden.

¹³⁸ Art. 15, lid 1 VPB.

¹³⁹ Er geldt wel een aantal uitzonderingen en antimisbruik bepalingen.

¹⁴⁰ Art. 7, lid 4 Wet OB.

¹⁴¹ Bijvoorbeeld omdat er meer entiteiten in een dergelijke fiscale eenheid zitten welke niet onderdeel uitmaken van de voorgenomen transactie.

4.2.5.1 Verbreking fiscale eenheid VPB - Juridische en economische eigendom

In een transactie speelt de vraag wanneer een fiscale eenheid VPB verbreekt ten aanzien van een Target. Dit is namelijk relevant voor een aantal zaken, i.e. vanaf dat moment wordt de Target weer zelfstandig belastingplichtige, vanaf dat moment is de Target niet langer secundair aansprakelijk, moet er een openingsbalans worden opgesteld of wil een koper de Target wellicht in zijn eigen fiscale eenheid opnemen.

Eerder besprak ik dat er meerdere relevante momenten zijn in het kader van de transactiedocumentatie. Het gaat hier om Signing en Completion, alsmede om Effective Date bij een locked box transactie.

Logischerwijs verbreekt de fiscale eenheid VPB op het moment van Completion. Dan wordt in elk geval niet meer voldaan aan het eerder genoemde bezitsvereiste. In de praktijk komt echter de vraag op of tijdens Signing en/of Effective Date te allen tijde voor de fiscale eenheid VPB wordt voldaan aan het hierboven genoemde bezitsvereiste, hetgeen met name relevant is als deze momenten uit elkaar liggen.

4.2.5.1.1 Juridische eigendom

Ten aanzien van het vereiste van juridische eigendom in het bezitsvereiste kan het volgende worden gezegd.

Voor Corporate Real Estate M&A zien we dat partijen er vaak naar streven om Signing en Closing op dezelfde dag te laten plaatsvinden. Dit is echter niet in alle situaties mogelijk, we zien regelmatig dat er een aantal opschortende voorwaarden wordt opgenomen waar nog aan voldaan moet worden voordat Closing kan plaatsvinden. Denk aan goedkeuring van bepaalde autoriteiten, ondernemingsraden, gemeentelijke goedkeuringen, vergunningverlening, Closing dat pas plaatsvindt bij oplevering etc.

Met name als er een tijd zit tussen Signing en Closing, bevat de SPA doorgaans bepalingen die een koper dienen te beschermen in deze tussenliggende periode (de zogenaamde *pre-completion of pre-closing covenants*).¹⁴² De vraag die in de praktijk opkomt is of dergelijke pre-closing covenants geacht worden het stemrecht van een verkoper materieel uit te hollen, en daarmee dus betekenen dat vanaf het moment van Signing een verkoper wordt geacht niet langer het juridische eigendom van de Target te houden.¹⁴³

De Staatssecretaris van Financiën is die mening wel toegedaan. Hij heeft echter expliciet goedgekeurd dat een fiscale eenheid VPB niet verbreekt bij Signing indien de levering van de aandelen afhankelijk is van toestemming van een toezichthoudende autoriteit en de beperkende voorwaarden ten doel hebben om te voorkomen dat de waarde van de aandelen wordt verminderd in afwachting van Completion.¹⁴⁴ De verkoper en de gevoegde Target dienen binnen vier weken na

¹⁴² Zie ook Hijdra & Lekkerkerker, TOP 2020/7, p. 16 e.v.

¹⁴³ Denk bij dergelijke convenanten aan het niet of niet zonder goedkeuring van een koper mogen aangaan van bepaalde transacties, niet of niet zonder goedkeuring bepaalde zaken mogen besluiten of stemrechten ten aanzien van de aandelen in Target mogen uitoefenen, geen kapitaal terugbetalen, geen personeel mogen aannemen, geen (materiele) overeenkomsten met derden mogen sluiten, en ga zo maar door.

¹⁴⁴ Besluit van de Staatssecretaris van Financiën, 10 juni 2020, nr. 2020-06221, onderdeel 3.3.

het tekenen van de SPA een schriftelijk verzoek in te dienen om gebruik te maken van deze goedkeuring.

Het is van belang om te vermelden dat in een eerdere versie van bovengenoemd besluit van de Staatssecretaris de toestemming van een toezichthoudende autoriteit als voorbeeld werd gegeven.¹⁴⁵ In het nieuwste besluit is toestemming van een toezichthoudende autoriteit niet langer louter een voorbeeld, maar doet dit vermoeden dat er per definitie sprake moet zijn van een toestemming van een toezichthoudende autoriteit die aan Completion in de weg staat om goedkeuring te krijgen onder het besluit. Het is in dit kader onduidelijk waarom de Staatssecretaris heeft besloten om de goedkeuring te beperken tot deze situatie, er kunnen in de praktijk immers overige toestemmingen spelen die een onzekerheid in de transactie veroorzaken anders dan louter de toestemming van een toezichthoudende autoriteit.

In de praktijk wordt veelal nog wel het standpunt ingenomen dat er naast bovengenoemde toestemming van een toezichthoudende autoriteit nog overige (valide) redenen kunnen zijn voordat Completion plaatsvindt en dat daarmee de VPB fiscale eenheid ten aanzien van Target nog steeds pas op Completion zou moeten verbreken. Er kan in deze situaties echter geen beroep meer gedaan worden op het besluit, hetgeen wederom weer een element van onzekerheid met zich meebrengt in een Corporate Real Estate M&A transactie.¹⁴⁶

4.2.5.1.2 Economische eigendom

Een fiscale eenheid verbreekt ook als de economische eigendom van de aandelen in Target niet langer gehouden wordt door de verkoper. Als uitgangspunt geldt dat de economische eigendom pas vanaf het moment van ondertekenen van de obligatoire koopovereenkomst (SPA) over zal gaan.¹⁴⁷ Mede op basis van uitspraken van de staatssecretaris van financiën geldt in de praktijk het uitgangspunt dat het economisch eigendom van de aandelen in Target nog niet overgaat zolang er nog onzekerheid bestaat ten aanzien van Completion of de prijs van de aandelen in Target nog niet ondubbelzinnig vaststaat.¹⁴⁸

Ik lichtte eerder toe dat in een transactie met Completion Accounts de verkoopprijs voor de aandelen in Target in principe pas definitief wordt op Completion. Hierbij wordt in de praktijk derhalve het standpunt ingenomen dat dat het moment is dat de economische eigendom overgaat, en daarmee de fiscale eenheid pas op Completion verbreekt.

We zagen dat onder het Locked Box mechanisme wordt de waardering van een onderneming en Target vastgesteld per de zogenaamde Effective Date. Hierbij wordt veelal het standpunt gehuldigd dat er slechts sprake is van overgang van economisch eigendom zolang de transactie zelf nog onzeker is. Dit geldt in elk geval tot Signing, en veelal ook tot Completion zolang er echte opschortende voorwaarden (*Conditions Precedent*) in een SPA worden opgenomen waar aan moet worden voldaan om tot Completion te komen.¹⁴⁹

¹⁴⁵ Besluit van de Staatssecretaris van Financiën, 14 december 2010, nr. DBG2010/4620M.

¹⁴⁶ Zie ook Hijdra & Lekkerkerker, TOP 2020/7, p. 16 – 19.

¹⁴⁷ De Roos e.a. 2014.

¹⁴⁸ Vakstudie Vennootschapsbelasting, art. 15 Wet VPB, aant. 2.2.4.

¹⁴⁹ Hijdra & Lekkerkerker, TOP 2020/7, p. 16 – 19.

Veelal worden er opschortende voorwaarden in een SPA opgenomen om tot Completion te komen, zoals bijvoorbeeld de eerder genoemde toestemming van een ondernemingsraad, of het verkrijgen van vergunningen of goedkeuringen van gemeentelijke instellingen. Belangrijk om te vermelden is dat het hier moet gaan om echte opschortende voorwaarden die buiten de invloedssfeer van partijen liggen en die een echte onzekerheid met zich meebrengen, i.e. een opschortende voorwaarde dat de zon tussen Signing en Completion op zal komen zal niet voldoende zijn om te spreken van een daadwerkelijke onzekerheid dat Completion niet zal plaatsvinden. Zolang er in een Locked Box transactie echte opschortende voorwaarden bestaan, wordt in de praktijk het standpunt ingenomen dat ook hier Completion het moment is van overgaan van de economische eigendom, en daarmee het verbreken van de fiscale eenheid ten aanzien van Target.

4.2.5.2 Verbreking fiscale eenheid BTW

De fiscale eenheid VPB en de daarmee samenhangende secundaire aansprakelijkheden eindigen ten aanzien van een Target vanaf het moment van ontvoegen uit de VPB fiscale eenheid, op basis van het voorgaande is dat uiterlijk op Completion.

In tegenstelling tot de fiscale eenheid voor de VPB, eindigt de secundaire aansprakelijkheid voor een Target onder de fiscale eenheid voor de BTW niet automatisch op Completion. Hiertoe dient te inspecteur schriftelijk op de hoogte te worden gebracht van het eindigen van de fiscale eenheid BTW en daarmee de secundaire aansprakelijkheden ten aanzien van Target vanaf het moment van Completion. In de praktijk is het derhalve gebruikelijk om een verplichting in de SPA op te nemen om de belastingdienst op de hoogte te stellen van het eindigen van de fiscale eenheid voor de BTW.

4.2.5.3 Openingsbalans

Bij een ontvoeging van een Target uit een fiscale eenheid VPB wordt de Target weer zelfstandig belastingplichtig en moet deze weer zelf aangifte VPB gaan indienen. Bij een ontvoegen dient door de verkoper een vermogensopstelling te worden gemaakt om het vermogen van Target direct na deze ontvoeging te bepalen.¹⁵⁰ De SPA voorziet doorgaans daarom in een verplichting voor verkoper om een dergelijke openingsbalans op te stellen. Omdat deze openingsbalans als basis zal dienen voor de verdere aangiften VPB van een koper, zal deze laatste enige invloed uit proberen te oefenen op de totstandkoming van deze openingsbalans.

Een verkoper zal daarentegen terughoudender zijn met het weggeven van invloed of inzicht op dit punt. De openingsbalans is namelijk ook van invloed op de balans van de fiscale eenheid VPB. Het opstellen van een openingsbalans en daarmee samenhangende rechten en verplichtingen is doorgaans een punt van onderhandelingen in de SPA.

4.2.5.4 Locked Box – Post-Effective Date results

Eerder zagen wij dat in een Locked Box transactie de onderneming van een Target per Effective Date geacht wordt voor rekening en risico van de koper te komen, i.e. vanaf Effective Date tot aan Completion zal de koper gerechtigd zijn tot alle voor- en nadelen uit de onderneming.

¹⁵⁰ Art. 13 Besluit fiscale eenheid 2003.

Tegelijkertijd zagen wij dat in deze situatie de fiscale eenheid VPB in beginsel pas vanaf Completion verbreekt, onder de aanname dat er sprake is van echte opschortende voorwaarden. Dit betekent dat de verkoper, als hoofd van de fiscale eenheid VPB, tot aan Completion primair aansprakelijk blijft voor de VPB van de fiscale eenheid inclusief Target, en de aan Target toe te rekenen VPB zal moeten afdragen.

Om de wettelijke aansprakelijkheid voor de VPB voor verkoper in lijn te brengen met de afspraak dat vanaf Effective Date de koper gerechtigd is tot alle voor- en nadelen uit de onderneming, worden in de SPA afspraken gemaakt over de toerekening van de VPB voor de periode tussen Effective Date en Completion, althans het moment van verbreken van de fiscale eenheid VPB.

De aan Target toe te rekenen VPB die betaald dient te worden over de periode tussen Effective Date en Completion komt contractueel ten laste van de koper, i.e. koper zal de verkoper voor deze VPB moeten vergoeden. Andersom kan het uiteraard ook voorkomen dat Target recht heeft op teruggaaf van VPB of in een verliespositie zit over de periode tussen Effective Date en Completion. In een dergelijk geval kan de SPA er ook in voorzien dat de verkoper de koper moet vergoeden.

4.2.5.5 Overige items – Varia

Bij aanwezigheid van een fiscale eenheid VPB of BTW speelt er nog een aantal elementen in het kader van de transactiedocumentatie. Hieronder licht ik nog een aantal van deze elementen toe waar partijen rekening mee dienen te houden.

4.2.5.5.1 Overdragen fiscale verliezen

Fiscale verliezen blijven in beginsel achter bij een fiscale eenheid voor de VPB. Dit geldt ook voor verliezen van de fiscale eenheid die aan Target zijn toe te rekenen. Verliezen kunnen na ontvoeging wel worden meegegeven aan een Target als zowel de moedermaatschappij van de fiscale eenheid VPB als de Target hiertoe gezamenlijk verzoeken.¹⁵¹ Een dergelijk verzoek zal doorgaans in de SPA dienen te worden opgenomen.¹⁵²

4.2.5.5.2 Opwaardering – Asset Revaluation Event

Indien tussen Target en andere maatschappijen binnen de fiscale eenheid VPB activa worden overgedragen waarvan de waarde in het economische verkeer op het moment van overdracht¹⁵³ hoger was dan de boekwaarde dan wordt bij ontvoeging van Target dit vermogensbestanddeel onmiddellijk voor ontvoeging te boek gesteld op de waarde in het economisch verkeer.¹⁵⁴ Deze herwaardering is belastbare winst voor de verkoper. Tegelijkertijd betekent dit dat Target een activum op de balans krijgt met een hogere waarde, waar over kan worden afgeschreven. Een verkoper zal voor een dergelijke opwaardering vergoed willen worden, de koper heeft immers ook

¹⁵¹ Art. 15af VPB.

¹⁵² Hierbij zij wel opgemerkt dat dit met name relevant is in vastgoedtransacties waar tevens operationele activiteiten worden overgedragen (e.g. hotel vastgoed), omdat bij regulier vastgoed de verliezen doorgaans op basis van art. 20a VPB zullen vervallen, waarna ze mogelijk kunnen worden gekapitaliseerd tegen de fiscale boekwaarde van het vastgoed. Zie ook paragraaf 3.4.2.7 voor een nadere toelichting.

¹⁵³ De overdracht van dergelijke vermogensbestanddelen binnen fiscale eenheid VPB wordt ten tijde van het bestaan van de fiscale eenheid immers genegeerd.

¹⁵⁴ Art. 15ai VPB.

een fiscaal voordeel. Zo zal na een dergelijke herwaardering een hogere fiscale boekwaarde van toepassing zijn op het vastgoed, hetgeen betekent dat een koper over een hogere waarde zal kunnen afschrijven.

In de SPA worden doorgaans afspraken gemaakt over een dergelijke opwaardering en vergoeding (een zogenaamde *Asset Revaluation Event*).

4.2.5.5.3 Tax sharing agreements en intercompany verhoudingen

Als gezegd is de moeder vennootschap van een fiscale eenheid VPB primair aansprakelijk en verantwoordelijk voor de VPB en wordt belasting geheven als ware zij één belastingplichtige. Deze moeder vennootschap draagt de VPB af van alle in de fiscale eenheid VPB opgenomen vennootschappen.

Bedrijfseconomisch kan gezegd worden dat een moeder vennootschap namens haar in haar fiscale eenheid opgenomen dochter vennootschappen VPB aan het betalen is, of in de omgekeerde situatie de teruggaven VPB ontvangen.¹⁵⁵ Onder Nederlandse accounting Richtlijnen voor de jaarverslaggeving kan onder omstandigheden een verrekening van de individuele VPB positie tussen in de fiscale eenheid gevoegde vennootschappen worden overeengekomen.¹⁵⁶ Het gebeurt dan ook dat vanuit accounting technisch perspectief de aan de Target toerekenbare VPB wordt opgenomen als vordering van de moeder op de Target dan wel andersom.

Bovengenoemde afspraak rondom verrekening van de VPB positie kan tevens worden geformaliseerd in een overeenkomst (*Tax Sharing Agreement*) waarin partijen commercieel/accounting technisch afspreken de VPB toe te rekenen aan de juiste vennootschappen in de fiscale eenheid. Dit zal zich in de praktijk eerder voordoen bij grotere vastgoedportfoli'o's waarin een groot aantal vennootschappen is opgenomen in een VPB fiscale eenheid.

Vanuit het perspectief van de transactie wil een koper doorgaans dat enige Tax Sharing Agreement en/of bijbehorende intercompany posities worden afgewikkeld op moment van Completion, zodat koper niet nog geconfronteerd kan worden met (VPB)schulden die na Completion aan verkoper betaald zouden moeten worden.

4.2.6 Fiscale voordelen – Tax Benefit, Tax Refund en Overprovision

Belastingen leiden niet alleen maar tot betalingen en potentiële risico's, maar er kan in de dagelijkse gang van zaken ook sprake zijn van fiscale voordelen. Hierbij kan gedacht worden aan een fiscale vorderingen zoals bijvoorbeeld een recht op teruggaaf van BTW, kan een potentieel fiscaal risico ook leiden tot een bijbehorend fiscaal voordeel of kunnen bijvoorbeeld kosten of voorzieningen lager zijn dan initieel gedacht. Deze fiscale voordelen werken ook door in de transactiedocumentatie. Ik zal de belangrijkste aspecten hierna toelichten.

¹⁵⁵ Vanuit een fiscaal perspectief is dit overigens niet zo. Zie ook HR 19 januari 2007, nr. C05/266HRNJ 2007/575. Zie tevens Boer, *WFR* 2010/555.

¹⁵⁶ Vakstudie Vennootschapsbelasting, art. 15 Wet VPB, aant. 1.9.11.

4.2.6.1 Fiscaal voordeel – Tax Benefit

Bij aanwezigheid van fiscale bescherming in een SPA, bijvoorbeeld een algemene fiscale vrijwaring voor belastingen die zien op de pre-Completion periode, zal een verkoper een koper in beginsel voor de gehele fiscale schade dienen te vergoeden. Zie ook paragraaf 4.2.1 voor meer details over deze fiscale bescherming.

In beginsel zal een verkoper de fiscale schade bruto moeten vergoeden. Deze fiscale schade kan echter op zichzelf ook een fiscaal voordeel in zich hebben. Zo kan bijvoorbeeld een te betalen belasting aftrekbaar zijn voor de toepassing van een andere belasting, hetgeen een fiscaal voordeel oplevert (*Tax Benefit*).

Voorbeeld: Na Completion komt een Target erachter dat er te weinig onroerendezaakbelasting is betaald als gevolg van een discussie met de gemeente omtrent een vastgestelde WOZ waarde welke ziet op een periode vóór Completion. De Target moet aanvullende €100.000 onroerendezaakbelasting betalen. De aanvullend te betalen onroerendezaakbelasting is aftrekbaar voor de VPB. Aangenomen dat Target zich in een belastingbetalende positie bevindt, is het voordeel €25.800 ($€100.000 \times 25,8\%$) aan minder te betalen VPB als gevolg van de aftrekbaarheid van de onroerendezaakbelasting.

Op basis van bovenstaande is de daadwerkelijke schade die een koper leidt netto lager vanwege de aanwezigheid van een Tax Benefit. Een verkoper zal er daarom doorgaans voor pleiten dat hij slechts het netto schadebedrag aan koper hoeft te vergoeden. Hiertoe dient er in de SPA te worden voorzien in een netto fiscaal schadebegrip waarbij partijen overeenkomen dat enige (fiscale) betaling netto in aanmerking dient te worden genomen, rekening houdend met een mogelijke Tax Benefit.

Bij de Tax Benefit dient duidelijk onderscheid te worden gemaakt in de positie van de verkoper en die van de koper. Een verkoper zal immers geneigd zijn het standpunt in te nemen dat rekening dient te worden gehouden met elk mogelijke Tax Benefit, hoever in de toekomst deze mogelijk materialiseert of hoe onzeker een dergelijke Tax Benefit ook moge zijn. Een koper daarentegen zal willen betogen dat er sprake moet zijn van een daadwerkelijke Tax Benefit waarvan zeker is dat deze op korte termijn kan worden genoten, of zelfs al genoten dient te zijn. Partijen zullen daarom afspraken moeten maken op welk moment met een Tax Benefit rekening wordt gehouden, of voor welk bedrag.

Met bovenstaande zien we in de praktijk dat partijen ook regelmatig afspraken maken om de netto contante waarde van een Tax Benefit te berekenen, waarbij ook afspraken gemaakt kunnen worden hoe deze netto contante waarde dan berekend dient te worden en tegen welke disconteringsvoet. Hierbij dient rekening te worden gehouden met het type verkoper en koper. Een private equity partij zal eerder geneigd zijn om de netto contante waarde van een Tax Benefit te willen berekenen zodat partijen niet jarenlang hoeven te wachten totdat een Tax Benefit daadwerkelijk materialiseert, en de private equity partij haar gewenste clean exit kan bewerkstelligen. Andere partijen kunnen er de voorkeur aan geven om te wachten totdat een Tax Benefit daadwerkelijk materialiseert, omdat die nominale waarde van de Tax Benefit doorgaans hoger zal zijn dan de netto contante waarde. De SPA zal rekening dienen te houden met deze elementen.

4.2.6.1.1 Leakage Tax Benefit

Ik beschreef in paragraaf 3.3.4.2 dat partijen in een Locked Box transactie rekening houden met (Permitted) Leakage. Evenals bij de hierboven genoemde fiscale vrijwaring dient een verkoper de koper te vergoeden voor enige Leakage items. Ook dergelijke Leakage items kunnen een Tax Benefit in zich hebben. Deze Tax Benefit zit veelal in de sfeer van de VPB met aftrekbaarheid van kosten alsmede de BTW met de mogelijkheid om BTW terug te krijgen op bepaalde Leakage items. Doorgaans zullen partijen afspraken maken over een dergelijke Leakage Tax Benefit.

Voorbeeld: Tussen Effective Date en Completion betaalt Target management fees aan een management vennootschap voor een bedrag van €100.000. Deze management fees zijn door partijen bestempeld als Leakage. Verkoper zal koper in beginsel de €100.000 aan koper dienen te vergoeden. Er is in de SPA echter een Leakage Tax Benefit bepaling afgesproken die erin voorziet dat enige Leakage items worden verminderd met een bijbehorende Tax Benefit. De management vergoeding van €100.000 is aftrekbaar voor de VPB en het bijbehorende Tax Benefit is derhalve €25.800 ($€100.000 \times 25,8\%$). Verkoper zal dan in beginsel €74.200 aan koper dienen te vergoeden.

Evenals een reguliere Tax Benefit zullen partijen bij een Leakage Tax Benefit ook goed willen nadenken hoe de Tax Benefit te berekenen en op welke moment deze Tax Benefit wordt geacht te zijn verkregen.

4.2.6.2 Teruggaaf van belasting – Tax Refund

Eerder beschreef ik al in paragraaf 4.2.2.2 dat een teruggaaf, belastingvordering of overige 'belastingactivum' een waarde kan vertegenwoordigen in een transactie. Waar deze belastingactiva een waarde vertegenwoordigen, zal een verkoper doorgaans willen bewerkstelligen dat een koper voor deze belastingactiva betaalt. Dit gaat er wel vanuit dat ten tijde van de transactie duidelijk is wat het mogelijke belastingactivum is, en dat er op dat moment waarde aan kan worden toegekend.

In de praktijk komt het voor dat na een transactie alsnog belastingactiva opkomen. Zo kan Target geheel onverwacht alsnog recht hebben op een teruggaaf van belasting welke ziet op de periode vóór Completion.

Voorbeeld: Na Completion komt een Target erachter dat er te veel onroerendezaakbelasting is betaald als gevolg van een onjuist vastgestelde WOZ waarde welke ziet op een periode vóór Completion. De Target heeft recht op teruggaaf van de te veel betaalde onroerendezaakbelasting.

Omdat de teruggaaf onverwacht is, hebben partijen er ten tijde van de transactie in principe ook geen rekening mee kunnen houden in de prijsbepaling. Een verkoper zal doorgaans het standpunt innemen dat deze teruggaaf ziet op de periode dat de verkoper eigenaar was van Target, en dat daarmee deze teruggaaf aan verkoper toekomt. Een koper zal overigens een tegengesteld belang hebben, en mogelijk willen beargumenteren dat deze onverwachte teruggaaf koper toekomt als eigenaar van Target.

In een SPA zal daarom moeten worden voorzien in een toedeling van dergelijke onverwachte teruggaven (*Tax Refunds*).

4.2.6.3 Voorzieningen – Overprovision

Een voorziening voor toekomstig te betalen kosten is een element dat doorgaans wordt meegenomen in de bepaling van de equity value. Het gaat immers om een toekomstige uitgave waar nu al in wordt voorzien.

Voorbeeld: De voorziening voor latente belastingen oftewel de deferred tax liability is ook een voorziening.

Een voorziening is een inschatting van toekomstige kosten. Net als elke andere inschatting kan een gevormde voorziening achteraf niet volledig nodig blijken te zijn om de voorziene kosten te dekken, dan wel kan er te weinig zijn voorzien om de voorziene kosten te dekken.

Omdat een voorziening doorgaans invloed heeft op de equity value en daarmee de koopprijs van Target, kan het voorkomen dat er een groter (of kleiner) bedrag in aanmerking wordt genomen om tot de equity value te komen dan achteraf nodig blijkt. Het gevolg is dat een verkoper een grotere korting op zijn koopprijs heeft moeten accepteren dan achteraf nodig blijkt te zijn. Om een dergelijke situatie te ondervangen doen partijen er goed aan om in de SPA in deze situatie te voorzien. Dit kan worden ondervangen door een zogenaamde *Overprovision* bepaling op te nemen. Deze bepaling voorziet in een aanpassing van de koopprijs en daarmee een terugbetaling aan verkoper mocht blijken dat een voorziening welke in aftrek is gekomen op de koopprijs achteraf te hoog is vastgesteld.

Voorbeeld: Target heeft voor €500.000 een (fiscale) voorziening gevormd voor groot onderhoud van het vastgoed. Bij de aankoop van Target heeft koper bedongen dat de voorziening in mindering komt op de koopprijs van de aandelen in Target. Na de acquisitie voert Target het groot onderhoud uit en de kosten blijken mee te vallen, i.e. er waren slechts €400.000 kosten aan groot onderhoud. De voorziening die in mindering is gekomen op de koopprijs van Target is achteraf €100.000 te hoog geweest. Verkoper zou onder een *Overprovision* bepaling dit verschil terug willen vragen.

4.2.7 Fiscale varia in de SPA

De fiscaliteit heeft een grote impact op een SPA in een Corporate Real Estate M&A transactie. Hiervoor beschreef ik al een groot aantal van de meest relevante items. Desondanks is er nog een groot aantal aanvullende fiscale elementen welke een impact hebben op een SPA en welke hun weg dienen te vinden in deze SPA. Het gaat het bestek van dit company research paper (of meerdere papers) te boven om deze elementen allemaal te beschrijven. Toch wil ik hier nog een tweetal elementen kort toelichten:

- (i) De BTW en OVB aspecten van Corporate Real Estate M&A beschreef ik in paragraaf 2.1.2 en 2.1.3. Het spreekt voor zich dat deze aspecten hun weg dienen te vinden naar de SPA. Partijen zullen de afspraken hieromtrent goed willen vastleggen. Zo heeft bijvoorbeeld het feit of een transactie *kosten koper of vrij op naam* is een wezenlijke impact op de (fiscale) afspraken van partijen en daarmee de SPA. De SPA zal hier op moeten worden ingericht;
- (ii) In paragraaf 3.4.2.11 beschreef ik de debt capacity van een Target. Hierbij kwam ook ter sprake dat in het kader van de debt capacity en het op een fiscaal efficiënte manier

introduceren van schuld kan worden gedaan middels het herfinancieren dan wel overnemen van bepaalde bestaande financieringen op het niveau van Target. De afspraken omtrent een dergelijke herfinanciering zullen partijen doorgaans in de SPA willen opnemen.

Ten slotte is het goed om te vermelden dat een betaling onder de SPA, waaronder een betaling als gevolg van een claim onder fiscale garanties en/of fiscale vrijwaringen, voor fiscale doeleinden doorgaans gezien zal worden als kooprijsaanpassing. Dat betekent dat dergelijke betalingen vrijgesteld zouden moeten zijn onder de deelnemingsvrijstelling.¹⁵⁷ Bij de invoering van deze regeling is reeds bevestigd dat betalingen voor schending van (balans)garanties als aanpassing van de kooprijs moeten worden beschouwd.¹⁵⁸ Dit is veelal ook de reden dat in een SPA wordt opgenomen dat een betaling onder de SPA geacht wordt een aanpassing van de kooprijs te zijn. Van belang blijft echter om bij een betaling onder de SPA te beoordelen of daadwerkelijk sprake is van een aanpassing van de kooprijs, en derhalve van toepassing van de deelnemingsvrijstelling. Als dat niet het geval is, kan een dergelijke betaling belast zijn met VPB voor de ontvanger (en mogelijk aftrekbaar voor de betaler).

4.3 De W&I-verzekering in Corporate Real Estate M&A

In het voorgaande zagen wij dat de SPA voorziet in een allocatie van (fiscale) risico's over de bij een transactie betrokken partijen. Een verkoper biedt een koper veelal bescherming voor (fiscale) risico's middels het afgeven van garanties en vrijwaringen. Mocht er sprake zijn van (fiscale) schade, dan zal een koper zijn schade willen verhalen op de verkoper. De verkoper zal dan verhaal dienen te bieden voor deze claims.

In de (Corporate Real Estate) M&A praktijk is het gebruik van een zogenaamde *warranty & indemnity (W&I)* verzekering echter steeds meer gemeengoed. Onder een dergelijke W&I-verzekering wordt de aansprakelijkheid van een verkoper onder de SPA ondergebracht bij een derde partij, de verzekeraar.¹⁵⁹

Ik zal hierna de W&I-verzekering en de werking ervan bespreken. Hierbij zal ik tevens ingaan op de toepassing ervan in Corporate Real Estate M&A en de relevante fiscale aandachtspunten bij een dergelijke W&I-verzekering.

4.3.1 W&I-verzekering – Achtergrond en werking

Een W&I-verzekering biedt dekking voor schade en kosten in verband met het niet nakomen van garanties of algemene fiscale vrijwaringen.¹⁶⁰ Feitelijk wordt het risico op (historische) fiscale schade overgedragen van een verkoper op een verzekeraar tegen betaling van een premie, i.e. fiscale aanspraken voortvloeiend uit een beroep op fiscale vrijwaringen en inbreuk op fiscale garanties worden gedekt door een verzekeraar.

Een W&I verzekering wordt tegenwoordig veelvuldig gebruikt. Dit wordt deels veroorzaakt door het feit dat het verzekeringsproduct zich door de jaren heen heeft ontwikkeld, meer verzekeraars het product aanbieden, het steeds goedkoper is geworden en steeds beter in te passen is in een

¹⁵⁷ Art. 13, lid 6 VPB.

¹⁵⁸ Kamerstukken II 2002-2003, 28 487, nr.7, p.15.

¹⁵⁹ Zie ook Keijzer, *TOP* 2012/3.

¹⁶⁰ Keijzer, *TOP* 2012/3.

(Corporate Real Estate) M&A transactie met bijbehorende tijdslijnen en processen. Daarnaast bestaat voor een koper en verkoper ook een aantal belangrijke overwegingen om een W&I verzekering te overwegen. Een tweetal van de belangrijkste zijn de zogenaamde clean-exit en de positie van de verkoper.

4.3.1.1 Clean Exit

Zoals we eerder zagen wordt in een Corporate Real Estate M&A transactie doorgaans bescherming opgenomen voor historische fiscale claims die zien op de pre-completion periode. Deze bescherming kan voor vele jaren gelden. Echter, een fiscale vrijwaring afgegeven door een verder volledige lege houdstervennootschap als verkoper zal mogelijk niet het gewenste verhaal bieden bij een daadwerkelijke claim, de vennootschap is immers helemaal leeg en er valt niets te halen. Naast afspraken over contractuele bescherming onderhandelen partijen daarom ook vaak over waarborgen en verhaal welke ten grondslag liggen aan deze contractuele bescherming. Zo kunnen afspraken worden gemaakt over het voor een bepaalde periode achterhouden van bepaalde bedragen op een geblokkeerde rekening (in *escrow*). Deze escrow dient dan als onderpand als er een daadwerkelijke claim komt. Partijen onderhandelen ook over bankgaranties of groepsgaranties waarbij groepsvennootschappen van de verkopende entiteit garant staan voor mogelijke claims. Zo zijn er nog vele vormen van verhaalsmogelijkheden die partijen kunnen overeenkomen.

De meeste van bovenstaande verhaalsmogelijkheden brengen met zich mee dat er ofwel geld achter moet worden gehouden, ofwel reserves moeten worden gevormd voor mogelijke claims. Dit betekent dan ook meteen dat een verkoopopbrengst niet volledig kan worden gebruikt of uitgekeerd. In de regel vinden private equity partijen vinden dit minder aantrekkelijk, omdat het moeten reserveren en/of niet kunnen uitkeren van bepaalde bedragen een directe impact heeft op het rendement.¹⁶¹¹⁶² Maar het voorgaande geldt evenzogoed voor reguliere (institutionele) investeerders, hoe langer opbrengsten ergens vast zitten, hoe groter de impact op het uiteindelijke rendement.

Met een W&I-verzekering is bovenstaande niet langer nodig, de verzekeraar biedt immers het verhaal. Dit betekent dat er door verkoper geen bedragen op escrow meer hoeven te worden gezet of te gereserveerd. Dit kan een positieve impact hebben op het rendement, en de verkoper kan eerder over de volledige verkoopopbrengst beschikken. Dit is ook meteen een reden dat de W&I-verzekering met name bij private equity partijen heel populair is. Een private equity partij heeft immers een kortere investeringshorizon en stuurt heel erg op kasstromen.¹⁶³ Hoe eerder een verkoopopbrengst ongehinderd binnen is, hoe sneller dit kan worden uitgekeerd aan de achterliggende beleggers, hetgeen een positieve impact kan hebben op de IRR.

4.3.1.2 Tactiek bij bieden

Het aspect van de clean exit kan ook een rol spelen in een competitief bidproces bij een veiling in Corporate Real Estate M&A. Door de W&I heeft verkoper een clean exit, en hoeft deze zich niet te committeren aan het afgeven van de in de vorige paragraaf genoemde zekerheden. Een koper die

¹⁶¹ Berekend als internal rate of return, oftewel rekening houdend met het tijdstip van ontvangen van opbrengsten.

¹⁶² Zie ook N. Braamburg, *“W&I-Verzekering als zekerheid voor garanties in vastgoedtransacties”* (masterscriptie Tilburg) 2020.

¹⁶³ Van IJzinga Veenstra & Plouvier, *TFO* 2018/157.1, p.61-71.

voorstelt om een W&I te gebruiken kan hierdoor een voordeel hebben in een biedproces waar ook bieders zijn betrokken die wel de voorkeur genieten aan bepaalde zekerheden die dienen te worden verstrekt door een verkoper.¹⁶⁴ Een verkoper kan eerder geneigd zijn om dan te kiezen voor eenieder waar geen zekerheden hoeven te worden verstrekt, hetgeen doorgaans het vaakst zal voorkomen bij private equity verkopers.

4.3.1.3 Positie verkoper

De positie van een verkoper kan ook een rol spelen bij het al dan niet aangaan van een W&I-verzekering. Zoals hierboven beschreven zal een koper doorgaans willen dat er zekerheden worden verstrekt die ervoor zorgen dat een verkoper verhaal zal bieden mocht er een claim opkomen uit een fiscale vrijwaring of inbreuk op fiscale garanties. Het kan natuurlijk ook voorkomen dat een verkoper financieel minder stabiel is of er anderszins een vrees bestaat bij een koper dat een verkoper mogelijk geen verhaal zal bieden, of dat in elk geval die perceptie bestaat bij een koper. Een W&I-verzekering kan dit element van onzekerheid wegnemen, doorgaans zal een verzekeraar meer en stabielere verhalen bieden.¹⁶⁵

4.3.1.4 Overige redenen

Er is nog een groot aantal overige redenen te bedenken om een W&I-verzekering te overwegen. Denk aan het behouden of niet beschadigen van de commerciële relatie tussen verkopers en kopers, een fiscale claim indienen bij de andere partij is niet altijd even wenselijk in het kader van die relatie. Met name als de partijen nog veelvuldig met elkaar te maken hebben wordt het behoud van de goede relatie belangrijk geacht. Maar ook hebben partijen niet altijd zin in langdurige procedures en processen om schade bij elkaar te verhalen, bijvoorbeeld met het oog op publiciteit of anderszins. Zo is er nog een groot aantal (commerciële) redenen te bedenken om een W&I-verzekering af te sluiten.¹⁶⁶

4.3.2 Toepassing in Corporate Real Estate M&A

Bij een W&I-verzekering is veelal een verzekeringstussenpersoon betrokken (*Broker*). De broker wordt gekozen door de betrokken partijen. Deze inventariseert verzekeringsbehoefte, draagt verzekeraars aan en handelt als tussenpersoon en begeleider van het W&I-proces in de Corporate Real Estate M&A transactie. Vervolgens volgt het zogenaamde *underwriting proces*, waarbij een verzekeraar gaat beoordelen of deze de risico's wil verzekeren en tegen welke voorwaarden. Hier bemiddelt de broker eveneens.¹⁶⁷

In Corporate Real Estate M&A transacties wordt veelvuldig gebruik gemaakt van W&I-verzekering. De achterliggende redenen hiervoor zijn uitgelegd in paragraaf 4.3.1. Volgens Lockton, een grote broker,

¹⁶⁴ Keijzer, *TOP* 2012/3.

¹⁶⁵ Alhoewel er uiteraard ook altijd een kans bestaat dat de verzekeraar zelf geen verhaal biedt, bijvoorbeeld vanwege faillissement. Alhoewel niet geheel ondenkbaar, zal dit doorgaans minder vaak voorkomen. Overigens zien we in de praktijk dat een verzekeringstussenpersoon ook de credit rating van een achterliggende verzekeraar weergeeft in zijn rapportage richting een polishouder.

¹⁶⁶ Keijzer, *TOP* 2012/3.

¹⁶⁷ Zie voor een overzicht van het W&I-proces ook Crain, *Vastgoedrecht in praktijk* 2018/1.

wordt zelfs in meer dan de helft van de corporate real estate transacties in Europa gebruik gemaakt van een W&I:

“(…) recent statistics suggest that over 50% of corporate real estate transactions in Europe now use W&I insurance, a large driver for this has been the adoption of a EUR 1 cap on sellers’ liability under the SPA.”¹⁶⁸

Het feit dat een W&I-verzekering populair is in Corporate Real Estate M&A kan deels ook worden verklaard vanwege het feit dat de premies bij vastgoedtransacties doorgaans het laagst zijn van alle types transacties.¹⁶⁹ Daarbij speelt ook een rol dat vastgoed een relatief eenvoudige asset class is, dat wil zeggen dat de risico’s ten aanzien van vastgoed en Corporate Real Estate M&A gepercipieerd worden als overzichtelijk, althans ten opzichte van overige operationele ondernemingen en asset classes. Dit is uiteraard ook een reden voor het feit dat de premies voor W&I-verzekeringen doorgaans het laagst zijn met vastgoed.

Het veelvuldige gebruik kan ook verklaard worden vanwege de gebruikelijke opzet van Corporate Real Estate M&A structuren. Het is niet zelden het geval dat het vastgoed in separate silo’s (Propco’s) wordt gehouden, waarbij de houdstervenootschappen in dergelijke structuren niet zelden leeg of in elk geval van beperkte financiële waarde zijn. Met andere woorden, zoals aangegeven in paragraaf 4.3.1.3 is de positie van de verkoper ook in Corporate Real Estate M&A een belangrijke punt onderliggend aan de populariteit van de W&I-verzekering.

4.3.3 Werking W&I-verzekering

De W&I-verzekering is historisch gezien begonnen als een instrument voor verkopers, met een bijbehorende verkoperspolis. Tegenwoordig is het grootste deel van de W&I-verzekeringen een zogenaamde koperspolis, i.e. een W&I-verzekering direct afgesloten door een koper waarbij deze als verzekerde wordt aangemerkt.¹⁷⁰

Een W&I-polis zal doorgaans vergelijkbaar zijn opgebouwd als een SPA. In elk geval zal de W&I-polis voor wat betreft gehanteerde begrippen doorgaans aansluiten bij de SPA, bijvoorbeeld voor het gehanteerde schadebegrip.

De W&I-polis zal doorgaans uiteenzetten welke vrijwaringen en garanties worden gedekt, en zal, evenals een SPA, voorzien in financiële beperkingen. Zo zal een W&I-polis vaak een eigen risico kennen (*Retention*), i.e. dat is een minimum bedrag aan schade die een polishouder zelf moet dragen voordat een W&I-verzekering uitkeert. De verzekering voorziet vaak ook in de minimis, een looptijd (*time limitation*) en ook een maximum (*cap*) aan potentiële uitkeringen. Deze hoeven overigens niet altijd gelijk te zijn aan de vergelijkbare drempels zoals opgenomen in de SPA, daar kunnen verschillen in bestaan.

4.3.4 Fiscaliteit rondom W&I-verzekering

Een W&I-verzekering kent een aantal specifieke fiscale elementen waar rekening mee gehouden zal moeten worden in een Corporate Real Estate M&A transactie.

¹⁶⁸ Lockton, 2019..

¹⁶⁹ Zie bijvoorbeeld Lockton, 2021, p.27.

¹⁷⁰ Crain, Vastgoedrecht in praktijk 2018/1.

Het gaat hier met name om de belastbaarheid van enige uitkering en de bijbehorende aftrek van premies voor W&I verzekeringen, alsmede een aantal veelvoorkomende fiscale uitzonderingen op de dekking van een W&I polis.

4.3.4.1 W&I – Belastbaarheid uitkering

In paragraaf 4.2.7 besprak ik dat een betaling onder een SPA, waaronder een betaling als gevolg van een inbreuk op fiscale garanties of fiscale vrijwaringen, vrijgesteld kan zijn onder de deelnemingsvrijstelling voor zover er sprake is van een aanpassing van de koopprijs van de deelneming.

Voor de vraag of een betaling onder de W&I tevens onder de deelnemingsvrijstelling zou vallen, moet beoordeeld worden om wat voor polis het gaat. Bij een verkoperspolis is de verkoper de verzekerde, en krijgt de verkoper bij een verzekerde claim onder de SPA een betaling van de W&I-verzekeraar waarna de verkoper deze betaling doorzet aan de koper. In een dergelijk geval kan gezegd worden dat de premie voor de W&I aftrekbaar is, de betaling van de verzekeraar aan de verkoper belast is en ten slotte de betaling tussen koper en verkoper een aanpassing van de koopprijs is. Daarmee zou deze laatste betaling onder de deelnemingsvrijstelling vallen.¹⁷¹

Bij een koperspolis heeft de koper een directe relatie met de W&I verzekeraar. Bij een verzekerde claim zal de verzekeraar direct uitbetalen aan de koper. Hierbij wordt vaak aangenomen dat de deelnemingsvrijstelling dan niet van toepassing is op de uitkering van de W&I-verzekeraar aan de koper, en dat deze uitkering derhalve belast is bij koper.¹⁷² De premie voor de verzekering zou in deze situatie aftrekbaar moeten zijn.

In de praktijk zien wij echter dat de belastingdienst zich op het standpunt stelt dat de premie ten aanzien van zowel een koperspolis als verkoperspolis niet aftrekbaar is in het kader van de aftrekbeperking van aan- en verkoopkosten deelneming.¹⁷³ De bijbehorende positie is dan derhalve dat de uitkeringen ook in alle situaties onder de deelnemingsvrijstelling zouden moeten vallen.¹⁷⁴

Volledigheidshalve merk ik op dat een W&I polis vaak een zogenaamde *gross-up* clausule bevat. Dit houdt in dat een verzekeraar zich committeert om een netto bedrag uit te keren onder de polis, i.e. voor zover de uitkering belast zou zijn bij de verzekerde de verzekeraar ook deze belasting zal vergoeden. Uiteraard brengt dit wel met zich mee dat sneller wordt toegekomen aan het maximum (Cap) van de polis. Vanuit het perspectief van de verzekerde verdient het de aanbeveling om een dergelijke *gross-up* clausule op te laten nemen in de polis.

4.3.4.2 Veelvoorkomende fiscale uitzonderingen W&I-verzekering

Een W&I verzekering biedt als gezegd dekking voor een groot aantal historische (fiscale) risico's. Zo zal een verzekering doorgaans schade dekken die voortvloeit uit de schending van (fiscale) garanties of vrijwaringen, waarbij bijvoorbeeld de algemene fiscale vrijwaring gedekt kan worden door een

¹⁷¹ Keijzer, *TOP* 2012/3.

¹⁷² Bondrager, *WFR* 2017/218.

¹⁷³ Art. 13, lid 1 VPB.

¹⁷⁴ Mijn begrip is dat dit het standpunt is van de belastingdienst. Goed om daarbij te vermelden dat het hier lijkt te gaan om een intern standpunt bij de belastingdienst, waar vooralsnog nog niet publiek over is gecommuniceerd.

W&I verzekering. Toch is er een aantal fiscale risico's dat doorgaans uitgezonderd wordt van dekking door een verzekeraar.¹⁷⁵

Een aantal veelvoorkomende fiscale uitzonderingen zijn bijvoorbeeld:

- Secundaire aansprakelijkheden, met name voor de fiscale eenheden;
- Transfer pricing risico's;
- Het verlies van een verlies (e.g. Deemed Tax Liability).

Het gaat bij bovenstaande om risico's die moeilijk kwantificeerbaar zijn of waar moeilijker fiscaal due diligence op gedaan kan worden. Zo zal bijvoorbeeld een secundaire aansprakelijkheid moeilijk inzichtelijk gemaakt kunnen worden, de primair aansprakelijke entiteiten zijn immers doorgaans niet onderdeel van de transactie. Dit betekent dat er ook geen fiscaal due diligence gedaan wordt op deze entiteiten. Vanuit het oogpunt van een verzekeraar is het dan lastig om dergelijke risico's te verzekeren nu het effectief gaat om een *black box*, de verzekeraar weet niet wat voor of hoeveel risico er wordt gelopen.

Als nuancering merk ik op dat er in de praktijk wel voorzichtig beweging lijkt te zijn bij verzekeraars om te voorzien in dekking voor (één van de) bovenstaande items. Dit zal met name het geval zijn als er toch een zekere mate van comfort gegeven kan worden op bovenstaande risico's, of er tot op zekere hoge toch fiscaal due diligence gedaan kan worden waardoor deze items enigszins inzichtelijk gemaakt kunnen worden. Er lijkt derhalve beweging te zijn in de verzekeringsmarkt op deze punten, zij het dat dit nog mondjesmaat het geval lijkt te zijn en vooralsnog eerder uitzondering dan regel is.

4.4 Samenvatting

Bij een share deal gaat de gehele historie (juridisch, financieel, fiscaal, etc.) mee over met de overgedragen vennootschap. Hierdoor dienen partijen en adviseurs over meer aspecten na te denken en worden er meer (en uitgebreidere) afspraken gemaakt in de transactiedocumentatie oftewel de SPA.

De SPA is een combinatie van juridische, financiële en in dit geval fiscale elementen. De fiscaliteit in een SPA dient dan ook in samenhang te worden beschouwd met de onderliggende juridische en financiële aspecten. In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op de vraag hoe gesignaleerde fiscale risico's kunnen worden verdeeld of gemitigeerd in een share deal. Hierbij heb ik gekeken naar de belangrijkste fiscale aspecten en bepalingen in een Corporate Real Estate M&A SPA. Hierbij ben ik ingegaan op verschillende vormen van fiscale risico's en hoe deze contractueel afgedekt kunnen worden middels garanties en of algemene dan wel specifieke vrijwaringen. Daarbij heb ik ook aandacht besteed aan verschillende beperkingen aan de contractuele beschermingen welke partijen plegen af te spreken. Daarnaast heb ik ook de verschillende procesafspraken besproken die partijen met elkaar dienen te maken, zoals wie mag de aangifte doen of wie behandelt fiscale claims als die

¹⁷⁵ Overigens zullen in de praktijk de uitkomsten van het fiscale due diligence in eerste instantie ook worden uitgezonderd van dekking. Een verzekering zal doorgaans geen dekking willen bieden voor fiscale risico's die reeds zijn geïdentificeerd, de zogenaamde *known risks* of *known matters*. Hierop bestaat in de praktijk enige nuance, waarbij afhankelijk van het type risico en de inschatting van de waarschijnlijkheid dat dit risico zich zal voordoen, reeds gesignaleerde risico's toch voor dekking in aanmerking kunnen komen.

opkomen. Tevens zijn de fiscale eenheden BTW en VPB besproken nu de uitwerking van beide regimes nadere aandacht behoeft in de SPA.

Ten slotte ben ik ingegaan op het fenomeen van de W&I-verzekering waarbij fiscale claims onder een SPA onder kunnen worden gebracht bij een verzekeraar. Naast het feit dat dit invloed heeft op de relatie en dynamiek tussen een verkoper en koper, behoeft de W&I-verzekering specifieke aandacht in het transactieproces en de SPA.

5 Acquisitiestructurering en financiering

5.1 Inleiding

Bij de waardering van een investeringsobject en het beoordelen van de financiële rentabiliteit van mogelijke vastgoedinvesteringen kunnen verschillende analysemethoden worden gebruikt. In paragraaf 3.3.2 passeerden al een paar van deze waarderingmethoden de revue. Zo is bijvoorbeeld de discounted cashflow methode een veelgebruikte methode.

Wat deze waarderingmethoden vaak met elkaar gemeen hebben is dat er veelal wordt gekeken naar cashflows en/of huuropbrengsten om tot een waardering te komen.¹⁷⁶ Als wij bijvoorbeeld kijken naar waarderingmethoden die gebaseerd zijn op verwachte cashflows, dan dienen alle cashflows van een vastgoedobject in kaart te worden gebracht. Denk hierbij aan cashflows bij aankoop, gedurende de investering en bij de verkoop. Kortweg gaat het hier om drie hoofd cashflows, (i) de inkomsten, (ii) de uitgaven en (iii) de eindwaarde van vastgoed.¹⁷⁷

Een belangrijk elementen in bovenstaande waarderingmethoden is de fiscaliteit. Belastingen hebben een impact op cashflows en huuropbrengsten en daarmee het rendement. Om tot een gedegen financiële beoordeling te komen is het daarom zaak om inzichtelijk te hebben hoe de fiscaliteit deze cashflows gaat beïnvloeden gedurende de cyclus van de investering. Belastingen die alsnog opkomen maar waar geen rekening mee gehouden is, kunnen ervoor zorgen dat de rendementseisen waar de investeerders mee heeft gerekend niet langer worden gehaald.

Het is als gezegd derhalve zaak om deze belastingen in een vroeg stadium inzichtelijk te hebben. Vanuit de fiscaliteit vindt dit zijn weg in de advisering omtrent structurering en financiering van een investering, zodat de investeerder hier op diens beurt weer rekening mee kan houden in de waarderingmodellen.

In Corporate Real Estate M&A dient nagedacht te worden over de structurering en financiering van de acquisitie. Hoe wordt het vastgoed aangekocht, door wat voor type en in welke jurisdictie gevestigde investeerders, met wat voor type entiteit, in welke jurisdictie en op welk moment? Belangrijke daarbij is ook de vraag hoe de acquisitie wordt gefinancierd, door welke partijen en wat voor type zekerheden zijn vereist.

Volledigheidshalve merk ik op dat bovenstaande eveneens geldt voor asset deals. Desalniettemin kennen Corporate Real Estate M&A transacties vanuit de fiscaliteit een aantal specifieke elementen en vereisten die inherent zijn aan het doen van share deals. In dit hoofdstuk zal ik ingaan op een aantal van de belangrijkste van deze elementen.

5.2 Acquisitiestructurering

Hierboven beschreef ik dat voor de structurering van een vastgoedacquisitie gekeken dient te worden naar een aantal belangrijke vragen. Al deze vragen hebben een fiscaal component en fiscaal gevolg. Hoe is de fiscale behandeling van aankoop (*Acquisition*), hoe zal de fiscale behandeling zijn gedurende de investering (*Ongoing*), hoe is de fiscale behandeling van het terughalen (repatriëren) van (overtollige) liquiditeiten en het betalen van financiers (*Cash repatriation*) en hoe zal de fiscale

¹⁷⁶ Van Gool e.a. 2013, p.187-217.

¹⁷⁷ Ten Have, 2013.

behandeling zijn bij verkoop (*Exit*). Deze fiscale vragen sluiten derhalve aan bij de hierboven genoemde cashflows en bijbehorende waarderingsmodellen.

Hierna zal ik ingaan op deze elementen. Voor de volledigheid en voor een goed begrip van het verschil tussen een asset deal en een share deal transactie, zal ik tevens ingaan op deze elementen op het niveau van de Propco zelf, alsmede het Nederlandse lichaam dat deze aandelen in een Propco verwerft in een share deal transactie.

5.2.1 Acquisition – Belastingen bij de aankoop

Voor de aankoop van aandelen in een Propco kunnen verschillende acquisitievehikels worden gebruikt. Er kan worden aangekocht middels Nederlandse rechtspersonen, zoals de besloten vennootschap (BV) of de Coöperatie (Coop). Aandelen kunnen tevens worden aangekocht middels buitenlandse rechtspersonen. Daarnaast kunnen aandelen (of direct vastgoed) ook worden aangekocht door samenwerkingsverbanden, zoals commanditaire vennootschappen of buitenlandse samenwerkingsverbanden die daarmee vergelijkbaar zijn, zoals een Limited Partnership (LP). Dit kan bijvoorbeeld voorkomen indien investeringen via investeringsfondsen worden gedaan waarin meerdere (buitenlandse) investeerders gezamenlijk investeren.

De gekozen acquisitievehikels zullen met name afhangen van het type investeerder en de jurisdictie waar deze is gevestigd. Vanuit het perspectief van de aankoop kan gezegd worden dat het acquisitievehikel fiscaal grotendeels neutraal is. Dat wil zeggen dat de belastingheffing bij aankoop grotendeels hetzelfde zal zijn bij de verschillende acquisitievehikels, waarbij de nadruk zal liggen op overdrachtsbelasting en omzetbelasting. Bij de aankoop zal derhalve rekening moeten worden gehouden met de overdrachtsbelasting en omzetbelasting. Ik verwijs voor de belangrijkste elementen hieromtrent naar paragraaf 2.1 en verder. Vanuit de VPB zou de aankoop in beginsel zelf geen (nadelige) fiscale gevolgen moeten hebben.

Vanuit fiscaal perspectief wordt het acquisitievehikel relevanter bij het repatriëren van (overtollige) liquiditeiten (Cash repatriation) en de verkoop (*Exit*). Ik zal hier nader op ingaan in de bijbehorende paragrafen.

5.2.2 Ongoing taxation - Belastingen gedurende looptijd van de investering

Belastingen gedurende de looptijd van een investering hebben een belangrijke impact op de totale winst (en cashflows) van een investering. Alle in Nederland gevestigde lichamen zijn in principe onderworpen aan VPB als binnenlandse belastingplichtigen. Hieronder vallen in elk geval de BV's, NV's, Coops etc.¹⁷⁸ Daarnaast kunnen ook de niet in Nederland gevestigde rechtspersonen die Nederlands inkomen genieten onderworpen zijn aan Nederlandse VPB als buitenlandse belastingplichtigen. Zo zal een buitenlandse rechtspersoon die in Nederland gelegen onroerende zaken bezit VPB moeten betalen over het inkomen uit die onroerende zaken.¹⁷⁹

VPB wordt geheven over het belastbare bedrag.¹⁸⁰ Het belastbare bedrag is de in een jaar genoten belastbare winst verminderd met te verrekenen verliezen.¹⁸¹ Belastbare winst is de winst

¹⁷⁸ Art. 2, lid 1 VPB.

¹⁷⁹ Art. 2, lid 1 VPB juncto art. 17 en 17a, sub a VPB.

¹⁸⁰ Art. 7, lid 1 VPB.

¹⁸¹ Art. 7, lid 2 VPB.

verminderd met aftrekbare giften.¹⁸² Het VPB tarief is 25,8% per 2022 waarbij een tarief van 15% geldt voor de eerste EUR 395.000 aan belastbaar bedrag.

5.2.2.1 Kostenaftrek

De VPB kent geen eigen winstbegrip om te bepalen hoeveel winst er jaarlijks wordt gemaakt, maar verwijst naar de winstbepalingen in de Wet IB.¹⁸³ Op basis daarvan geldt dat winst uit een onderneming het bedrag van de gezamenlijke voordelen is die onder welke naam en in welke vorm ook worden verkregen uit een onderneming.¹⁸⁴ De kosten van de onderneming komen ten laste van deze winst.

In beginsel komen alle (zakelijke) kosten voor aftrek in aanmerking en verlagen de winst en daarmee de te betalen VPB, tenzij de kosten specifiek van aftrek zijn uitgesloten. Zo kent de wet een aantal kosten welke (deels) van aftrek zijn uitgesloten. Gedacht kan worden aan bepaalde persoonlijke kosten, representatiekosten of strafrechtelijke boetes.¹⁸⁵ Denk ook aan de volgende kosten die niet aftrekbaar zijn: kosten ter zake van winstuitkeringen (dividenden), de te betalen VPB zelf, dividendbelasting.¹⁸⁶ Een andere uitzondering op het in principe kunnen aftrekken van kosten geldt voor kosten die dienen te worden geactiveerd. Het gaat hierbij om kosten die deel uitmaken van de kostprijs van het vastgoed of kosten die (deels) betrekking hebben op de toekomst. Deze kosten dienen te worden geactiveerd in plaats van direct ten laste van de winst te worden gebracht.

Daarnaast komen ook kosten gemaakt in zogenaamde gelieerde verhoudingen voor aftrek in aanmerking, voor zover deze 'at arm's length' zijn. Dat wil zeggen dat de voorwaarden hetzelfde moeten zijn als onafhankelijke derden zouden zijn overeengekomen, zie ook paragraaf 3.4.2.8.¹⁸⁷

De transactiekosten in een Corporate Real Estate M&A transactie verdienen daarbij specifieke aandacht. In principe zijn de aan- en verkoopkosten van een deelneming niet aftrekbaar voor de VPB.¹⁸⁸ Hierna zal ik dit punt nader toelichten.

5.2.2.1.1 Transactiekosten – Corporate Real Estate M&A

De aan- en verkoopkosten van een deelneming zijn niet aftrekbaar voor de VPB.¹⁸⁹ De transactiekosten die een Nederlandse vennootschap maakt voor de aan- of verkoop van een Propco zullen derhalve in beginsel niet aftrekbaar zijn. Hier dient derhalve rekening mee te worden gehouden in de structurering en waarderingsmodellen. De transactiekosten in Corporate Real Estate M&A kunnen namelijk substantieel zijn. Zowel aan- als verkoopkosten zal ik hierna aanduiden met transactiekosten, nu de behandeling ervan tegenwoordig grotendeels gelijk is.

Aan de vraag of sprake is van transactiekosten gaat eerst de vraag vooraf of de betreffende kosten wel ten laste van de (ver)kopende vennootschap dienen te komen, of dat de kosten dienen te worden doorbelast. Met andere woorden, het moet allereerst gaan om kosten die daadwerkelijk

¹⁸² Art. 7, lid 3 VPB.

¹⁸³ Art. 8 Wet VPB 1969, aant. 2.1.

¹⁸⁴ Art. 3.8 Wet IB

¹⁸⁵ Zie art. 3.14 t/m 3.17 Wet IB.

¹⁸⁶ Art. 10, lid 1 VPB.

¹⁸⁷ Art. 8b, lid 1 VPB.

¹⁸⁸ Art. 13, lid 1 VPB.

¹⁸⁹ Art. 13, lid 1 VPB.

toebehoren op het niveau van de (ver)kopende vennootschap (Holdco). Bij deze allocatie spelen vragen een rol als: wat is het motief om de kosten te maken, wie draagt in het zakelijk verkeer de kosten, wie heeft baat bij de uitgave en wiens belang is met de uitgave gediend.¹⁹⁰

Om te beoordelen of iets kwalificeert als transactiekosten moet het volgens de Hoge Raad gaan om kosten met een rechtstreeks oorzakelijk verband. Het gaat om kosten die zonder de aankoop of verkoop niet zouden zijn gemaakt. Het gaat hierbij om zowel externe kosten (van externe adviseurs) als interne kosten, van eigen personeel.¹⁹¹

In het kader van Corporate Real Estate M&A en het proces dat in de voorgaande hoofdstukken is besproken kan bij niet aftrekbare transactiekosten gedacht worden aan kosten ter zake van het due diligence, advieskosten bij het opstellen van de SPA, advieskosten bij het opstellen van Completion Accounts, notariskosten of andere advieskosten voor zover die zien op de aan- of verkoop van de deelneming.

Het is van belang om te melden dat bovengenoemde aftrekbeperking slechts ziet op kosten die exclusief zien op de aan- en verkoop van de deelneming. Zo vallen kosten die gemaakt worden in het kader van een te verkrijgen financiering niet onder deze aftrekbeperking. Hetzelfde kan gezegd worden van kosten die gemaakt worden ter zake van het onderliggende vastgoed zelf, zoals een technisch due diligence naar de staat van het vastgoed. In de praktijk betekent dit dat goed beoordeeld zal moeten worden welke kosten als niet aftrekbare transactiekosten gelden, en welke kosten als aftrekbare financieringskosten of overige kosten kunnen worden aangemerkt.

In een Corporate Real Estate M&A transactie zullen ook gemengde kosten gemaakt worden, dat wil zeggen kosten die zowel op de aan- of verkoop van een deelneming zien, als kosten die zien op de financiering. Gedacht kan worden aan due diligence kosten. Een uit te voeren due diligence wordt ook vaak op instigatie van banken uitgevoerd, die een gedegen due diligence onderzoek vereisten in het kader van de door hen te verstrekken financiering. In dit geval kan een deel van de due diligencekosten worden aangemerkt als aftrekbare financieringskosten.¹⁹²

Men zie overigens dat bovenstaande wezenlijk verschilt van een asset deal. Doorgaans zullen bij een asset deal de aankoopkosten geactiveerd kunnen worden als onderdeel van de kostprijs van het bedrijfsmiddel.¹⁹³ Over deze aankoopkosten kan vervolgens worden afgeschreven, met inachtneming van de voor vastgoed geldende afschrijfbeperkingen, zie ook paragraaf 3.4.2.4.

5.2.2.2 Afschrijvingen

In paragraaf 3.4.2.4 beschreef ik dat afschrijving op onroerend goed in principe fiscaal is toegestaan onder goed koopmansgebruik, waarbij rekening dient te worden gehouden met elementen als restwaarde, grondwaarde en levensduur. Daarnaast geldt een afschrijvingsbeperking, afschrijving voor VPB doeleinden is slechts mogelijk tot de WOZ waarde van een gebouw.

¹⁹⁰ Vakstudie Vennootschapsbelasting, art. 13 Wet VPB, aant. 3.6.

¹⁹¹ HR 7 december 2018, nr.17/01211, BNB 2019/26.

¹⁹² Zie ook Vakstudie Vennootschapsbelasting, art. 13 Wet VPB, aant. 3.9.2.

¹⁹³ Vakstudie Inkomstenbelasting, art. 3.30 Wet IB, aant. 3.3.

In een Corporate Real Estate M&A transactie verdient de afschrijving extra aandacht. In tegenstelling tot bij een asset deal gaat in een share deal immers de bestaande (fiscale) boekwaarde van een gebouw mee over met de Propco. Dat betekent dat in principe de afschrijvingsmethode ook mee over gaat.

In een dergelijke situatie is de kans groot dat de fiscale boekwaarde al in de buurt van de WOZ waarde zit, i.e. dat het afschrijvingspotentieel totdat de WOZ waarde is bereikt lager is. Nu afschrijving één van de belangrijke posten is in de resultaatsbepaling bij het vastgoed, zal een afschrijvingsbeperking extra impact hebben op de berekening van de ongoing taxation, en bijbehorende cashflows.

5.2.2.3 BTW

De BTW is een belangrijk element van de ongoing taxation. Op hoofdlijnen geldt dat de BTW op inkomende kosten in aftrek kan worden gebracht voor zover die inkomende kosten toerekenbaar zijn aan met BTW belaste prestaties verricht door een ondernemer, in ons geval een Propco die vastgoed houdt.¹⁹⁴ BTW die niet aftrekbaar is voor een Propco zal derhalve een impact hebben op de cashflows en ongoing taxation. Overigens geldt in dit geval wel dat de BTW die niet aftrekbaar is, aftrekbaar is voor de VPB.

In het kader van de BTW geldt dat de verhuur van onroerende zaken doorgaans is vrijgesteld van BTW, met uitzondering van bepaalde gevallen zoals de verhuur binnen het kader van hotel, pension, kamp- en vakantiebestedingsbedrijf aan personen die daar voor een korte periode verblijven.¹⁹⁵ In beginsel brengt dit mee dat de BTW op kosten die toerekenbaar zijn aan de verhuur van onroerende zaken, niet aftrekbaar is.

Er geldt echter een uitzondering voor onroerende zaken, anders dan gebouwen en gedeelten daarvan welke als woning worden verbruikt. Op basis van deze uitzondering is de verhuur van onroerende zaken belast met BTW mits de verhuurder en de huurder daarvoor kiezen, ook wel opteren.¹⁹⁶ Deze optie voor een BTW belaste verhuur kan overigens alleen gebruikt worden als de huurders van de onroerende zaken recht hebben op een volledig of nagenoeg volledige aftrek van de BTW.¹⁹⁷

In het kader van zowel het fiscale due diligence als de structurering en bijbehorende ongoing taxation zal derhalve aandacht moeten worden besteed aan de BTW status van het onroerend goed, de wijze van exploitatie en de vraag of de exploitatie met BTW kan/dient te geschieden. Indien er met BTW kan worden verhuurd, bestaat derhalve recht op aftrek van BTW voor de verhuurder en heeft de BTW in zoverre geen impact op de ongoing taxation en de cashflows, i.e. voor zover alle BTW die in rekening wordt gebracht ook daadwerkelijk aftrekbaar is. In de praktijk kan echter ook sprake zijn van gedeeltelijk BTW belaste prestaties en gedeeltelijk vrijgestelde prestaties. Daarnaast

¹⁹⁴ Art. 2 juncto art. 15 Wet OB.

¹⁹⁵ Art. 11, lid 1 sub b Wet OB.

¹⁹⁶ Art. 11, lid 1 sub b 5^o Wet OB

¹⁹⁷ Zo zijn financiële diensten doorgaans vrijgesteld van BTW, en leveren die ook geen recht op aftrek van de BTW op, zie bijv. art. 11, lid 1 sub i en j Wet OB. Een bank zal daarom vaak geen recht hebben op volledige of nagenoeg volledige aftrek van BTW. Bij de verhuur van een onroerende zaak aan een bank zal derhalve doorgaans niet geopteerd kunnen worden voor een BTW belaste verhuur.

kunnen er kosten zijn die niet alleen toerekenbaar zijn aan BTW belaste prestaties, maar ook aan vrijgestelde prestaties.

Het voert in het kader van dit company research paper te ver om in veel detail op de BTW aftrek van kosten in te gaan. Ik volsta ermee te zeggen dat er in voorgaande gevallen sprake kan zijn van een gedeeltelijk recht op aftrek van BTW, of dat de BTW op sommige (algemene) kosten slechts gedeeltelijk in aftrek kan worden gebracht. In alle gevallen heeft dit een impact op de ongoing taxation en de cashflows, en dient dit inzichtelijk te worden gemaakt.

5.2.2.4 Aftrekbaarheid van kosten – op welk niveau zijn deze aftrekbaar?

In de voorgaande paragrafen besprak ik de aftrek van kosten in de context van Corporate Real Estate M&A, waarbij met name aandacht werd besteed aan de vraag of kosten daadwerkelijk aftrekbaar zijn. In een Corporate Real Estate M&A transactie is een minstens evenzo belangrijke vraag op welk niveau de kosten landen, en de bijbehorende vraag of de kosten ook effectief in aftrek worden gebracht. Met andere woorden, als ik kosten heb die weliswaar aftrekbaar zijn maar die landen in een vennootschap zonder belastbare winst waartegen die kosten kunnen worden afgezet, kan gezegd worden dat er effectief geen sprake is van een kostenaftrek.

In Corporate Real Estate M&A zal een Propco doorgaans door een Bidco worden gekocht. De Bidco zal dus in eerste instantie een groot gedeelte van de transactiekosten dragen. Zie ook paragraaf 5.2.2.1.1. over de aftrekbaarheid van die kosten. Als deze kosten daadwerkelijk tot aftrek leiden, bijvoorbeeld omdat sprake is van financieringskosten, dan is de vraag of dit ook tot een effectieve aftrek leidt. Voorgaande geldt uiteraard ook voor reguliere en doorgaande kosten die worden gedragen door Bidco, bijvoorbeeld administratiekosten.

Een Bidco zal in een acquisitiestructuur doorgaans geen of beperkt belastbaar inkomen genieten. Het inkomen met betrekking tot het vastgoed wordt genoten op het niveau van de Propco. Enige inkomen dat Bidco zal verkrijgen uit Propco, zoals dividenden en vervreemdingswinsten, zal over het algemeen zijn vrijgesteld onder de deelnemingsvrijstelling, zie ook paragraaf 2.1.1.2. Omdat het inkomen is vrijgesteld van VPB, is er op het niveau van de Bidco geen sprake van een effectieve kostenaftrek, de kosten kunnen immers nergens tegen worden afgezet en zullen slechts de verliespositie van de Bidco verder vergroten.¹⁹⁸

De vraag die in een dergelijk geval gesteld moet worden is hoe toch een effectieve kostenaftrek te bewerkstelligen. Hierbij zal goed bekeken dienen te worden op welk niveau de kosten daadwerkelijk horen. Zo zullen bepaalde kosten die in eerste instantie bij een Bidco landen, wellicht toch toebehoren op het niveau van de Propco. Die kosten dienen inzichtelijk te worden gemaakt en kunnen onder omstandigheden worden doorbelast naar de Propco.

Voorbeeld: In vastgoedportfolio's van professionele en grotere investeerders zal veelal gebruik worden gemaakt van de diensten van asset managers. Deze asset managers houden zich bezig met de overall strategie en financiële performance van vastgoedinvesteringen en

¹⁹⁸ Overigens genereert een Bidco soms wel belastbaar inkomen. Dit zal doorgaans het geval zijn als er financiering via een Bidco loopt, bijvoorbeeld naar de Propco. Bidco zal dan belaste rente-inkomsten genereren welke kunnen worden afgezet tegen kosten. In een zogenaamde in- en doorleensituatie waarbij Bidco geld leent en dat vervolgens doorleent, zal het belastbaar inkomen zich doorgaans beperken tot de marge tussen de betaalde rente op het inlenen en de binnenkomende rente op het uitlenen van geld.

de optimalisatie ervan. Grofweg kan van asset management werkzaamheden worden gezegd dat hier zowel werkzaamheden inzitten die deels behoren op het niveau van de eigenaar en aandeelhouder van een Propco, alsmede werkzaamheden die deels op het niveau van Propco behoren, bij het vastgoed zelf. Deze laatste categorie kosten kunnen dan eventueel worden doorbelast aan de Propco. Mits er voldoende belastbaar inkomen is op het niveau van de Propco, leidt de doorbelasting van deze asset management kosten tot een effectieve kostenaf trek.

In de praktijk kan ook worden overwogen om de Bidco en de Propco in een fiscale eenheid voor de VPB op te nemen, mits aan alle voorwaarden wordt voldaan. Als gevolg hiervan worden de resultaten van de in de fiscale eenheid gevoegde vennootschappen geconsolideerd. Kosten op het niveau van de Bidco kunnen dan worden afgezet tegen inkomsten op het niveau van de Propco, waardoor ten aanzien van alle aftrekbare kosten er sprake is van een effectieve kostenaf trek.

Niet in alle omstandigheden is een fiscale eenheid voor de VPB echter gewenst. Zo beschreef ik in paragrafen 4.2.2.2.1 4.2.5 dat er specifieke aandachtspunten gelden ten aanzien van fiscale eenheden, met name ook in de sfeer van secundaire aansprakelijkheden en aandachtspunten in Corporate Real Estate M&A transacties. Deze elementen zullen daarom altijd moeten worden afgewogen tegen het voordeel van het vormen van een fiscale eenheid VPB, met name met het oog op een toekomstige share deal exit van de Propco.

5.2.3 Cash repatriation – Repatriëren van (overtollige) cash

Een investering in vastgoed genereert inkomsten en cash. Met deze inkomsten en cash worden kosten betaald. De uiteindelijke bedoeling is dat een vastgoedinvestering meer oplevert dan dat deze kost, en het streven is om er uiteindelijk voor te zorgen dat er sprake is van overtollige cash. Een onderdeel van de structurering in Corporate Real Estate M&A is *cash repatriation*, oftewel het repatriëren of terughalen van (overtollige) liquide middelen.

Cash repatriation kan op verschillende manieren plaatsnemen. Een wijze van cash repatriation is het betalen van rente op leningen of het terugbetalen van de leningen zelf. Het gaat hierbij om leningen aan derden zoals banken, maar ook om intercompany leningen, i.e. groepsleningen. Cash kan ook worden gerepatriëerd door middel van het uitkeren van dividenden, het terugbetalen van kapitaal of het doorlenen van cash. Maar ook het betalen van bepaalde management fees kan gezien worden als cash repatriation, e.g. het betalen van asset management fees.

Vanuit een cash perspectief is het ook van belang om te begrijpen wat de fiscale behandeling is van deze cash repatriation. Enige belasting verschuldigd als gevolg hiervan drukt immers het bedrag aan (overtollige) cash. Denk hierbij aan bronheffingen op rente¹⁹⁹ of de Nederlandse dividendbelasting²⁰⁰.

Voorbeeld: Het is goed om te realiseren dat een cash repatriation strategie mede afhankelijk is van het type vastgoedinvestering. Een Core vastgoedinvestering zal bijvoorbeeld stabiele en doorlopende kasstromen genereren welke op regelmatige wijze zullen moeten worden gerepatriëerd. Daartegenover zal een opportunistische vastgoedinvestering in de vorm van

¹⁹⁹ Wet bronbelasting 2021.

²⁰⁰ Wet op de dividendbelasting 1965.

een nog te ontwikkelen gebouw (aanvankelijk) minder stabiele en doorlopende kasstromen genereren. De grootste kasstromen zullen doorgaans behaald worden als het gebouw is voltooid, er huurders worden gevonden en/of het gebouw wordt verkocht. Uiteraard hangt dit af van het type investeerder, maar vanuit een fiscaal perspectief zal een investeerder in een dergelijk geval met meer belangstelling kijken naar de exit in de vorm van verkoop, dan naar doorlopende cash repatriation.

Hierna zal ik ingaan op de fiscale behandeling van cash repatriation. Hierbij zal ik stilstaan bij cash repatriation vanuit een nationaal perspectief, alsmede vanuit een internationaal perspectief.

5.2.3.1 Cash repatriation – Nationaal perspectief

Binnen een nationale context, dat wil zeggen tussen Nederlandse partijen, is de fiscaliteit rondom cash repatriation relatief overzichtelijk. Er is geen Nederlandse bronheffing verschuldigd op:

- (i) Terugbetalen van geldleningen;
- (ii) Rentebetalingen op geldleningen van derden;
- (iii) Rentebetalingen op intercompany leningen tussen Nederlandse partijen;
- (iv) Betalingen van (derden) kosten zoals asset management fees.

Uitkeringen van dividenden of andere vormen van uitkeringen van winst door in Nederland gevestigde naamloze en besloten vennootschappen, open commanditaire vennootschappen en andere vennootschappen met in aandelen verdeeld kapitaal zijn in principe belast met 15% dividendbelasting.²⁰¹ De dividendbelasting is verschuldigd door degene die de uitkering krijgt, de zogenaamde opbrengstgerechtigde, maar wordt ingehouden door de uitkerende partij, de zogenaamde inhoudingsplichtige.²⁰² In een Nederlandse context geldt een vrijstelling van dividendbelasting voor zover de opbrengstgerechtigde de deelnemingsvrijstelling toe kan passen op het belang in de inhoudingsplichtige.²⁰³ Dividenduitkeringen tussen entiteiten in een Nederlandse fiscale eenheid VPB zijn ook vrijgesteld van dividendbelasting.²⁰⁴

Eerder zagen we dat een Nederlandse Bidco doorgaans de deelnemingsvrijstelling zal kunnen toepassen op een belang in een (Nederlandse) Propco, mits er een belang van ten minste 5% wordt gehouden. Derhalve zullen dividenduitkeringen in een nationale context veelal vrij van dividendbelasting kunnen worden gedaan.²⁰⁵ Hetzelfde geldt overigens voor terugbetalen van kapitaal, hetgeen overigens vrij van dividendbelasting kan geschieden mits de juiste (juridische) stappen worden ondernomen.²⁰⁶

Op basis van bovenstaande geldt derhalve over het algemeen een fiscaal ongehinderde repatriëring van cash in nationale situaties.

²⁰¹ Art. 1 juncto art. 3 Wet op de dividendbelasting 1965 (“**Wet DB**”).

²⁰² Art. 7 Wet DB.

²⁰³ Art. 4, lid 1 sub a Wet DB.

²⁰⁴ Art. 4, lid 1 sub b Wet DB.

²⁰⁵ Terugbetalen van kapitaal kan doorgaans ook vrij van dividendbelasting, mits aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. Zie voor meer detail art. 3 Wet DB.

²⁰⁶ Zie art. 3 Wet DB.

5.2.3.2 Cash repatriation – Internationaal perspectief

Een groot gedeelte van vastgoedinvesteerders in Nederland bestaat uit internationale investeerders.²⁰⁷ Dit heeft uiteraard ook een impact op de investeringsstructuren, hetgeen op zijn beurt weer een impact heeft op cash repatriation. Waar ik hiervoor aangaf dat cash repatriation in nationaal perspectief relatief overzichtelijk was, gelden er voor cash repatriation in internationaal perspectief afwijkende regels ten aanzien van een aantal van deze mechanismes.

Evenals wat hierboven is gezegd, geldt dat terugbetalingen van geldleningen of rentebetalingen op geldleningen van derden in principe niet zijn belast met Nederlandse bronheffingen. Ten aanzien van rentebetalingen op intercompany leningen alsmede (verkapte) dividenduitkeringen kan onder omstandigheden wel sprake zijn van bronbelasting respectievelijk dividendbelasting. Dit zal ik hierna beknopt toelichten.

5.2.3.3 Cash repatriation – Dividendbelasting in internationaal perspectief

Als hierboven aangegeven zijn uitkeringen van dividenden of andere vormen van uitkeringen van winst door in Nederland gevestigde vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal in principe belast met 15% dividendbelasting.

Van belang is om hier te benadrukken dat het moet gaan om uitkeringen door in Nederland gevestigde vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal. Dat wil zeggen dat in principe uitkeringen van winst door buiten Nederland gevestigde vennootschappen met in aandelen verdeeld kapitaal welke Nederlands vastgoed houden, niet belast zijn met Nederlandse dividendbelasting.²⁰⁸ Hetzelfde geldt waar overige (buitenlandse) lichamen anders dan vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal rechtstreeks Nederlands vastgoed houden.²⁰⁹

Geen of minder Nederlandse dividendbelasting is verschuldigd indien sprake is van een specifieke vrijstelling of als de dividendbelasting in een internationaal perspectief wordt verminderd vanwege een van toepassing zijnde belastingverdrag. In internationaal perspectief geldt er een vrijstelling van dividendbelasting indien:²¹⁰

- i. De opbrengstgerechtigde een belang heeft in de inhoudingsplichtige waarop de deelnemingsvrijstelling van toepassing was geweest als de opbrengstgerechtigde in Nederland zou zijn gevestigd; en
- ii. De opbrengstgerechtigde een lichaam is dat volgens de fiscale wetgeving van een andere lidstaat van de Europese Unie of de EER daar (fiscaal) gevestigd is of is gevestigd in een staat waarmee Nederland een specifiek belastingverdrag heeft gesloten dat voorziet in een zogenaamd dividendartikel.

²⁰⁷ In 2018 was het percentage buitenlandse vastgoedinvesteerders zelfs meer dan 70%. Bouwinvest, 2020.

²⁰⁸ In de vastgoedpraktijk ziet men buitenlandse investeerders vaak ook Nederlands vastgoed houden middels buitenlandse vennootschappen, e.g. Luxemburgse Sarl's, Duitse GmbH's, Engelse Ltd's etc.

²⁰⁹ Hierbij kan gedacht worden aan (buitenlandse) pensioenfondsen. Deze houden Nederlands vastgoed veelal direct, of middels een fiscaal transparant lichaam zoals een besloten commanditaire vennootschap. Dit komt doordat (buitenlandse) pensioenfondsen doorgaans niet onderworpen zijn aan een heffing van vennootschapsbelasting, waardoor het de voorkeur geniet om het vastgoed (fiscaal) direct te houden.

²¹⁰ Art. 4, lid 2 Wet DB.

Indien aan bovenstaande voorwaarden wordt voldaan, geldt in beginsel een inhoudingsvrijstelling. Deze vrijstelling is echter onder meer niet van toepassing indien sprake is van misbruik. Op basis van de wet is er sprake van misbruik indien (i) de opbrengstgerechtigde het belang in de inhoudingsplichtige houdt met als hoofddoel of een van de hoofddoelen om de heffing van (dividend)belasting bij een ander te ontgaan (*subjectieve toets*) en (ii) er sprake is van een kunstmatige constructie of transactie of reeks van constructies of samenstel van transacties (*objectieve toets*). Een constructie of transactie of reeks van constructies of samenstel van transacties wordt als kunstmatig beschouwd voor zover zij niet is opgezet op grond van geldige zakelijke redenen die de economische realiteit weerspiegelen.²¹¹ De inhoudingsvrijstelling geldt alleen niet als aan beide toetsen is voldaan.

De toepassing van de subjectieve toets berust op de zogenoemde wegdenkgedachte. Om te bepalen of het aanhouden van de aandelen als hoofddoel of een van de hoofddoelen heeft het ontgaan van dividendbelasting bij een ander, wordt een vergelijking gemaakt tussen enerzijds wat de dividendbelastingdruk is bij het direct houden van het belang door de opbrengstgerechtigde, en anderzijds wat de belastingdruk zou zijn indien de achterliggende investeerders het belang direct houden gehouden.²¹²

Indien wordt voldaan aan de subjectieve toets, kan alsnog de inhoudingsvrijstelling van toepassing zijn indien er niet wordt voldaan aan de objectieve toets, i.e. er is geen sprake van een kunstmatige constructie of transactie. Op basis van de parlementaire geschiedenis behorende bij deze bepaling is er in een aantal situaties geen sprake van een kunstmatige constructie. Van geldige zakelijke redenen is bijvoorbeeld sprake indien deze worden gereflecteerd in de substance van de vennootschap die direct het belang in de inhoudingsplichtige houdt. Van geldige zakelijke redenen zal ook sprake zijn indien de vennootschap die het belang in de inhoudingsplichtige houdt een zogenaamde materiële onderneming drijft en het belang in de inhoudingsplichtige daaraan kan worden toegerekend. Ook een zogenaamde 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 kan worden geacht het belang om geldige zakelijke redenen te houden. Indien de vennootschap die het belang rechtstreeks houdt zelf geen materiële onderneming drijft, kan niettemin sprake zijn van geldige zakelijke redenen indien deze vennootschap als tussenhoudster een zogenoemde schakelfunctie vervult. Hiervan is sprake indien deze tussenhoudster een relatie legt tussen de bedrijfsmatige activiteiten of hoofdkantoractiviteiten van de moedermaatschappij en de activiteiten van haar kleindochtermaatschappijen. Deze geldige zakelijke redenen zullen in elk geval bij de tussenhoudster tot uitdrukking moeten komen in de aanwezigheid van zogenaamde relevante substance.²¹³ Hierbij wordt opgemerkt dat een participatiemaatschappij²¹⁴ ook kan kwalificeren als onderneming waarmee een tussenhoudster een schakelfunctie kan vervullen, mits aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan.

²¹¹ Art. 4, lid 3 sub c Wet DB.

²¹² Vakstudie Vennootschapsbelasting, art. 4 Wet DB, aant. 4.3.1.

²¹³ Kamerstukken II, 2015/16, 34306, nr. 3, p. 8-9 en Tweede Kamer, vergaderjaar 2017–2018, 34 788, nr. 3 7.

²¹⁴ Denk aan (Real Estate) Private Equity.

5.2.3.3.1 Discussiepunt Corporate Real Estate M&A

De toepassing van de subjectieve en objectieve toets en in zijn algemeenheid de inhoudingsvrijstelling in (internationale) vastgoedstructuren rechtvaardigt een company research paper of scriptie op zichzelf. Het voert daarom te ver om daar hier in meer detail op in te gaan. Wel wil ik een voor in de praktijk belangrijk punt aanstippen voor de toepassing van de inhoudingsvrijstelling.

In de parlementaire geschiedenis alsmede literatuur rondom dit onderwerp wordt veelal gesproken over de begrippen ‘ondernemingsstructuur’ en ‘beleggingsstructuur’, waarbij door de wetgever sterk de nadruk wordt gelegd op toepassing van de inhoudingsvrijstelling louter in zogenaamde ‘ondernemingsstructuren’. Hierbij zou gezegd kunnen worden dat men pas aan de toepassing van de inhoudingsvrijstelling toekomt, als sprake is van een ondernemingsstructuur. Er zou sprake zijn van een materiële onderneming wanneer een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid met een winstoogmerk deelneemt aan het economische verkeer, en het belang in het Nederlandse lichaam functioneel tot zijn ondernemingsvermogen kan worden gerekend.²¹⁵

In vastgoedstructuren komt dan al snel de (fiscale) vraag op of er wel sprake is van een onderneming. De belastingdienst is vaak de mening toegedaan dat het ‘louter’ verhuren van vastgoed passief beleggen is.²¹⁶ Projectontwikkeling zou dan wel weer kunnen kwalificeren als onderneming.²¹⁷ In de praktijk zijn er veelal argumenten tegen dit standpunt van de belastingdienst. Daarnaast kan gesteld worden dat de inhoudingsvrijstelling ook van toepassing moet zijn in zogenaamde ‘beleggingsstructuren’, al dan niet op basis van Europees recht en jurisprudentie, omdat beleggen ook een reële activiteit is die niet zonder meer een volstrekt kunstmatige constructie vormt.²¹⁸ In elk geval is het van belang om te weten dat er op dit punt discussie mogelijk is met de belastingdienst.

Indien bovenstaande antimisbruikbepaling van toepassing is, zal dividendbelasting verschuldigd zijn op uitkeringen van winst. Deze heffing kan overigens in dit geval nog steeds worden beperkt door een van toepassing zijnde belastingverdrag.²¹⁹

²¹⁵ Kamerstukken II 2017-2018, 34788, nr. 3, p.7.

²¹⁶ Zie bijvoorbeeld de met een WOB verzoek opgevraagde ‘Praktijkhandreiking bedrijfsopvolging vastgoedexploitanten’ d.d. 9 december 2016 welke inzicht geeft in de standpunten van de belastingdienst rondom de vraag wanneer er sprake is van een materiële vastgoedonderneming bij de bedrijfsopvolgingsregeling in de Successiewet 1956. Hier kan men overigens uiteraard iets anders van vinden.

²¹⁷ Zie bijvoorbeeld Hoge Raad 18 juni 2021, 20/01489.

²¹⁸ Zie bijvoorbeeld voor een uiteenzetting Weber, *WFR* 2018/75.

²¹⁹ Voor de volledigheid merk ik op dat met de introductie van het multilaterale instrument (“**MLI**”) en de bijbehorende principal purpose test (“**PPT**”) in een steeds groter aantal belastingverdragen met Nederland, er een discussie gevoerd kan worden over de vraag of het heffingsrecht onder een verdrag met een dergelijke PPT beperkt zal worden. Dit is met name omdat Nederland tijdens de introductie van de PPT heeft aangegeven van mening te zijn dat de uitleg daarvan in lijn is met de Nederlandse antimisbruikbepalingen en de subjectieve en objectieve toets. Zie ook Kamerstukken II 2017/18, 34 853 (R2096), nr. 6, p. 29.

5.2.3.3.2 Dividendbelasting – Non-houdstercoöperatie

Als hierboven aangegeven zijn uitkeringen van dividenden of andere vormen van uitkeringen van winst door in Nederland gevestigde vennootschappen met een in aandelen verdeeld kapitaal in principe belast met 15% dividendbelasting.

Een Nederlandse coöperatie heeft in principe geen in aandelen verdeeld kapitaal. Echter, voor de toepassing van de dividendbelasting wordt een kwalificerend lidmaatschapsrecht in een in Nederland gevestigde houdstercoöperatie ook gelijkgesteld met aandelen in een vennootschap waarvan het kapitaal geheel of ten dele in aandelen is verdeeld.²²⁰

Een kwalificerend lidmaatschapsrecht is een lidmaatschapsrecht dat, al dan niet tezamen met andere leden van de coöperatie waarmee een samenwerkende groep wordt gevormd, recht geeft op ten minste 5% van de jaarwinst van die houdstercoöperatie dan wel 5% van de liquidatie-uitkeringen.²²¹ Een houdstercoöperatie is een coöperatie waarvan de feitelijke werkzaamheden in het jaar voorafgaand aan enige uitkering van winst doorgaans hoofdzakelijk (70%) heeft bestaan uit het houden van deelnemingen of het financieren van verbonden lichamen of personen.²²²

Met andere woorden, een Nederlandse coöperatie welke direct vastgoed houdt kwalificeert in principe niet als een houdstercoöperatie. Derhalve zullen uitkeringen van winst door dergelijke coöperaties niet belast zijn met dividendbelasting. In de praktijk wordt daarom ook wel gebruik gemaakt van dergelijke coöperaties als Propcos.²²³

5.2.3.3.3 Dividendbelasting – Terugbetalen kapitaal

Ten overvloede zij vermeld dat cash repatriation ook kan geschieden door het terugbetalen van kapitaal. Hierbij kan gedacht worden aan terugbetalen van aandelenkapitaal of het terugbetalen van agio. Mits correct uitgevoerd en de juiste (juridische) stappen in aanmerking worden genomen, kan dit zonder de heffing van dividendbelasting.²²⁴

5.2.3.4 Cash repatriation – Bronbelasting in internationaal perspectief

Interest en royalty betalingen aan gelieerde lichamen in laagbelastende jurisdicties of toerekenbaar aan vaste inrichtingen in laagbelastende jurisdicties zijn onderworpen aan Nederlandse bronbelasting. Ook in bepaalde misbruiksituaties kan sprake zijn van bronbelasting.²²⁵ Evenals bij de dividendbelasting is de zogenaamde voordeelgerechtigde belastingplichtige en houdt de

²²⁰ Art. 1, lid 2 Wet DB.

²²¹ Art. 1, lid 7 Wet DB.

²²² Art. 1, lid 8 Wet DB.

²²³ Voor de volledigheid merk ik op dat dergelijke non-houdstercoöperaties vanaf 2024 wel onderworpen kunnen zijn aan de voorgestelde bronbelasting op dividenden op basis van het wetsvoorstel conditionele bronbelasting op dividenden. Deze conditionele bronbelasting zal in beginsel de regels van de huidige bronbelasting volgen in de Wet Bronbelasting 2021.

²²⁴ Zie ook art. 3 Wet DB.

²²⁵ Wet bronbelasting 2021 (“**Wet BB**”)

inhoudingsplichtige de belasting in.²²⁶ Het tarief is het geldende hoogste VPB tarief (25,8% per 2022).²²⁷

In de context van cash repatriation in vastgoedstructuren zal de bronbelasting op rente meest relevant zijn. Ook hier is van belang om te vermelden dat de bronbelasting slechts van toepassing is op geldleningen verschuldigd door een in Nederland gevestigde aan de voordeelgerechtigde gelieerde inhoudingsplichtige, of een niet in Nederland gevestigde aan de voordeelgerechtigde gelieerde inhoudingsplichtige voor zover de rentebetalingen op geldleningen kunnen worden toegerekend aan een vaste inrichting in Nederland.²²⁸

Kortweg zijn partijen gelieerd indien er sprake is van op de een of andere manier een kwalificerend belang in elkaar, al dan niet middels een derde. Hierbij geldt ook dat sprake kan zijn van gelieerdheid indien er sprake is van een samenwerkende groep.²²⁹ Een kwalificerend belang is een belang waarmee een zodanige invloed op de besluiten van een lichaam kan worden uitgeoefend dat de activiteiten van het lichaam kunnen worden bepaald.²³⁰ Dit begrip is ontleend aan de jurisprudentie van het Hof van Justitie EU.²³¹ Hiervan zal in elk geval sprake zijn indien het belang meer dan 50% van de statutaire stemrechten in een lichaam vertegenwoordigt.

Ten slotte is sprake van een laagbelastende jurisdictie kortgezegd waar er rentebetalingen worden gedaan aan landen met een winstbelastingtarief van minder dan 9%, of naar landen die staan op de geldende EU-lijst van niet coöperatieve rechtsgebieden voor belastingdoeleinden.²³²

Er is niet alleen sprake van bronbelasting op geldleningen direct aan gelieerde lichamen in een laagbelastende jurisdictie. Op basis van geldende antimisbruikbepalingen kan ook sprake zijn van bronbelasting in het geval een voordeelgerechtigde niet in een laagbelastende jurisdictie is gevestigd en gerechtigd is tot de rente uit de geldleningen met als hoofddoel of een van de hoofddoelen om de heffing van belasting bij een ander te ontgaan en er sprake is van een kunstmatige constructie of transactie of reeks van constructies of samenstel van transacties. Er is in elk geval sprake van een kunstmatige constructie of transactie indien deze niet is opgezet op grond van geldige zakelijke redenen die de economische realiteit weerspiegelen.²³³ Ook gelden bepaalde antimisbruikbepalingen indien, kortgezegd, er betalingen plaatsvinden aan zogenaamde hybride lichamen als voordeelgerechtigde, waarbij bepaalde uitzonderingen gelden.²³⁴

Men zie hier goed dat, evenals voor de dividendbelasting, er voor de bronbelasting een antimisbruikbepaling is opgenomen met een subjectieve en objectieve toets. De uitleg van deze toetsen is nagenoeg gelijk. Zie hiervoor.

²²⁶ Art. 1.1 juncto art. 2.1 en 5.1 Wet BB.

²²⁷ Art. 4.1 Wet BB.

²²⁸ Art. 3.3 Wet BB.

²²⁹ Art. 1.2 sub c Wet BB.

²³⁰ Art. 1.2 sub d Wet BB.

²³¹ Vakstudie Vennootschapsbelasting, art. 1.2 Wet BB, aant. 2.4.

²³² Art. 1.2 sub e Wet BB.

²³³ Art. 2.1, sub c Wet BB.

²³⁴ Art. 2.1, sub d en e juncto 2.1, lid 3 en 4 Wet BB.

Indien bovenstaande antimisbruikbepaling van toepassing is, zal bronbelasting verschuldigd zijn op rentebetalingen. Deze heffing kan overigens in dit geval nog steeds worden beperkt door een van toepassing zijnde belastingverdrag.²³⁵

Kortom, op basis van bovenstaande zal gekeken dienen te worden naar de impact van de bronbelasting op cash repatriation. Dit zal zich met name in de sfeer van intercompany leningen afspelen, i.e. niet bij leningen van derden (zoals bankleningen).

5.2.4 Exit – Verkoop

Een investering wordt veelal uiteindelijk ook verkocht, om uiteenlopende redenen.²³⁶ Zo is de verkoopprijs of eindwaarde van vastgoed een belangrijke cashflow in de discounted cashflow waarderingsmethode van vastgoed. Enige belasting bij een exit drukt derhalve de eindwaarde of exit yield van de investering, en heeft daarmee een directe impact op het rendement.

5.2.4.1 Exit – Nationaal perspectief

De verkoop of exit van een investering kan op meerdere niveaus plaatsvinden. De investering zelf kan worden verkocht in een asset deal. Enige winst behaald met de verkoop zal dan bij de verkoper belast zijn met VPB. De fiscale gevolgen hiervan voor de verkoper beschreef ik in paragraaf 2.1.1.1. Dit geldt ongeacht of de investering door een Nederlandse Propco wordt gehouden, of door een buitenlandse Propco.²³⁷

De verkoop kan ook plaatsvinden middels een share deal, om tal van redenen. In nationale situaties waarbij een Nederlandse entiteit de aandelen verkoopt in de Propco zal enige winst behaald met de verkoper dan doorgaans vrijgesteld zijn van VPB onder de deelnemingsvrijstelling, waarbij veelal wel rekening zal worden gehouden met de bij het vastgoed behorende belastinglatentie. De fiscale gevolgen hiervan voor de verkoper beschreef ik in paragraaf 2.1.1.2 en verder.

5.2.4.2 Exit – Internationaal perspectief

Een share deal kan tevens plaatsvinden waarbij een buitenlandse entiteit de aandelen verkoopt in de Propco. Een buitenlandse entiteit welke een aanmerkelijk belang (ten minste 5%) houdt in een Nederlandse Propco kan buitenlands belastingplichtig zijn voor de VPB indien het aanmerkelijk belang wordt gehouden met als hoofddoel of een van de hoofddoelen om de heffing van inkomstenbelasting bij een ander te ontgaan en er sprake is van een kunstmatige constructie of

²³⁵ Voor de volledigheid merk ik op dat met de introductie van de MLI en de bijbehorende PPT in een steeds groter aantal belastingverdragen met Nederland, er een discussie gevoerd kan worden over de vraag of het heffingsrecht onder een verdrag met een dergelijke PPT beperkt zal worden. Daarnaast geldt op basis van art. 1.2, lid 2 Wet BB een overgangstermijn voor landen waarmee Nederland een belastingverdrag heeft. Gedurende 3 kalenderjaren nadat deze landen eerst op de lijst van laagbelastende jurisdicties zijn geplaatst, worden deze landen niet aangemerkt als laagbelastend.

²³⁶ Zie bijvoorbeeld Van Gool e.a. 2013, p.384 e.v.

²³⁷ In dit laatste geval zal de buitenlandse Propco op basis van art. 17 juncto art. 17a, sub a Wet VPB buitenlands belastingplichtig zijn voor het inkomen uit het Nederlands vastgoed. Voor de volledigheid merk ik op dat onder praktisch alle verdragen die Nederland heeft gesloten en tevens onder het OESO-modelverdrag belastingheffing over het inkomen uit onroerend goed toegewezen zal worden aan het land waar het onroerend goed zich bevindt. Nederland zal dus tevens op basis van geldende belastingverdragen met het land van vestiging van de buitenlandse Propco belasting mogen heffen.

transactie of reeks van constructies of samenstel van transacties waarbij een constructie of transactie of reeks van constructies of samenstel van transacties als kunstmatig wordt beschouwd voor zover zij niet is opgezet op grond van geldige zakelijke redenen die de economische realiteit weerspiegelen.²³⁸

Hier kan weer een subjectieve en objectieve toets in worden onderkend welke ook relevant zijn voor de dividendbelasting en bronbelasting. De uitleg hiervan is hier wederom vergelijkbaar.

Indien bovenstaande antimisbruikbepaling van toepassing is, zullen dividenden en met name vervreemdingswinsten bij een exit belast kunnen zijn met Nederlandse VPB. Deze heffing kan overigens in dit geval nog steeds worden beperkt door een van toepassing zijnde belastingverdrag.²³⁹

5.2.4.3 Exit – BTW/OVB

In paragraaf 2.1.2 en 2.1.3 ging ik al in op de mogelijke BTW en OVB behandeling van de verkoop van vastgoed in zowel asset als share deals. Zowel de BTW als de OVB zijn belastingen die in eerste instantie feitelijk ten laste komen van een koper. De OVB is verschuldigd door de verkrijger van vastgoed, en enige verschuldigde BTW wordt weliswaar afgedragen door de verkopende ondernemer maar wordt opgeteld bij de verkoopprijs.²⁴⁰ Deze belasting zal in beginsel derhalve niet drukken bij verkoper en daarmee geen impact hebben op de exit. Desalniettemin zal enige BTW of OVB wel enige weerslag hebben in de commerciële prijs die een koper bereid is te betalen voor het vastgoed. In die zin heeft de BTW of de OVB ook een impact op de exit.

5.3 Acquisitiefinanciering

Veel vastgoed wordt gedeeltelijk gefinancierd met vreemd vermogen, oftewel schuld. Het voordeel van schuld ten opzichte van eigen vermogen is dat de rente op schuld veelal fiscaal aftrekbaar zal zijn. Dit leidt tot extra rendement op het vastgoed. Naarmate een koper een groter deel van het vastgoed met schuld financiert, zal het rendement op eigen vermogen stijgen (de zogenaamde hefboomwerking of *leverage* van schuld).²⁴¹ Een koper zal bij zijn waarde- en rendementsberekeningen voor het vastgoed rekening houden met een zekere mate van schuld om zo te komen tot een voor hem optimale mix van eigen vermogen en vreemd vermogen dat past bij zijn gewenste risicoprofiel. Wellicht ten overvloede vermeld ik dat het gebruik van leverage ook het risicoprofiel van de investering doet toenemen.²⁴²

De fiscale aftrekbaarheid van rente is hierbij een belangrijk punt. Het aantrekken van schuld heeft immers geen positief effect op het rendement als de rente ervan niet aftrekbaar is. In een dergelijke

²³⁸ Art. 17, lid 3 sub b Wet VPB.

²³⁹ Voor de volledigheid merk ik op dat met de introductie van de MLI en de bijbehorende PPT in een steeds groter aantal belastingverdragen met Nederland, er een discussie gevoerd kan worden over de vraag of het heffingsrecht onder een verdrag met een dergelijke PPT beperkt zal worden.

²⁴⁰ Uiteraard staat het partijen ook vrij om andersluidende afspraken te maken. Zo zal in een vrij op naam transactie een prijs worden geboden door koper welke inclusief enige BTW en/of OVB is. Enige (meer) BTW of OVB zal dan doorgaans effectief voor rekening van een verkoper zijn.

²⁴¹ Van Gool e.a. 2013, p.68.

²⁴² Van Gool e.a. 2013, p.68.

situatie neemt het risicoprofiel van de investering alleen maar toe zonder bijbehorende toename in verwacht rendement.

In een asset deal is fiscale renteaftrek op leningen gebruikt voor de acquisitie van vastgoed relatief eenvoudig. Een zakelijke rente is dan in beginsel aftrekbaar, met inachtneming van de geldende renteaftrekbeperkingen. Als een koper in een asset deal meer leverage wil toevoegen en meer financiering wil gebruiken voor de aankoop van het vastgoed, dan is dat mogelijk zonder tegen aanvullende fiscale renteaftrekbeperkingen te lopen mits de financiering en de bijbehorende rente zakelijk blijven. Er wordt simpelweg meer schuld gebruikt voor de aankoop van het vastgoed.

In een share deal zal veelal sprake zijn van zowel een Target als een Bidco. Schuld kan worden geïntroduceerd op het niveau van de Bidco voor de aankoop van de aandelen in Target, maar ook op het niveau van Target zelf, bijvoorbeeld om bestaande schuld te herfinancieren. Het introduceren van schuld op het juiste niveau waarvan de rente ook nog eens fiscaal aftrekbaar is, kan daardoor ingewikkelder zijn dan in een asset deal. Dit is niet in de laatste plaats vanwege specifieke renteaftrekbeperkingen, zoals bijvoorbeeld de renteaftrekbeperkingen van art. 10a VPB genoemd in paragraaf 3.3.2.5. Daarnaast spelen de door een financier vereiste zekerheden ook een rol in de acquisitiestructurering en financiering en hoe deze eruit moeten zien.

De gewenste leverage en het introduceren van bijbehorende schuld in Corporate Real Estate M&A transacties verdienen vanuit de fiscaliteit daarom specifieke aandacht. Ik zal hierna ingaan op een aantal belangrijke aspecten.

5.3.1 Debt Capacity - Overname of herfinanciering bestaande schulden

In paragraaf 3.3.2.5 beschreef ik dat een zakelijke rente op een zakelijke schuld gebruikt voor de aanschaf of verbetering van vastgoed doorgaans aftrekbaar zal zijn voor de VPB.²⁴³ Tegelijkertijd kent de wet ook een aantal renteaftrekbeperkingen.

Specifiek voor Corporate Real Estate M&A gaat het hier dan met name om rente op schulden aangetrokken van verbonden lichamen die feitelijk verband houden met een aantal 'besmette' rechtshandelingen zoals de teruggaaf van kapitaal, een kapitaalstorting of de verwerving of uitbreiding van een lichaam dat hierna een verbonden lichaam wordt.²⁴⁴ Bij deze renteaftrekbeperkingen gaf ik al aan dat een reeds 'besmette' schuld 'besmet' blijft, ook na aankoop van Target of herfinanciering van deze schuld.

Voorgaande betekent dat als een Target een schuld op de balans heeft welke historisch gebruikt is voor de aankoop van het vastgoed²⁴⁵, deze schuld in principe niet is besmet en de rente ervan niet onder art. 10a Wet VPB zou moeten vallen. Als gevolg zou de zakelijke rente op deze schuld in beginsel aftrekbaar zijn.²⁴⁶ Als onderdeel van de acquisitiefinanciering kan deze bestaande financiering

²⁴³ Met inachtneming van de geldende renteaftrekbeperkingen.

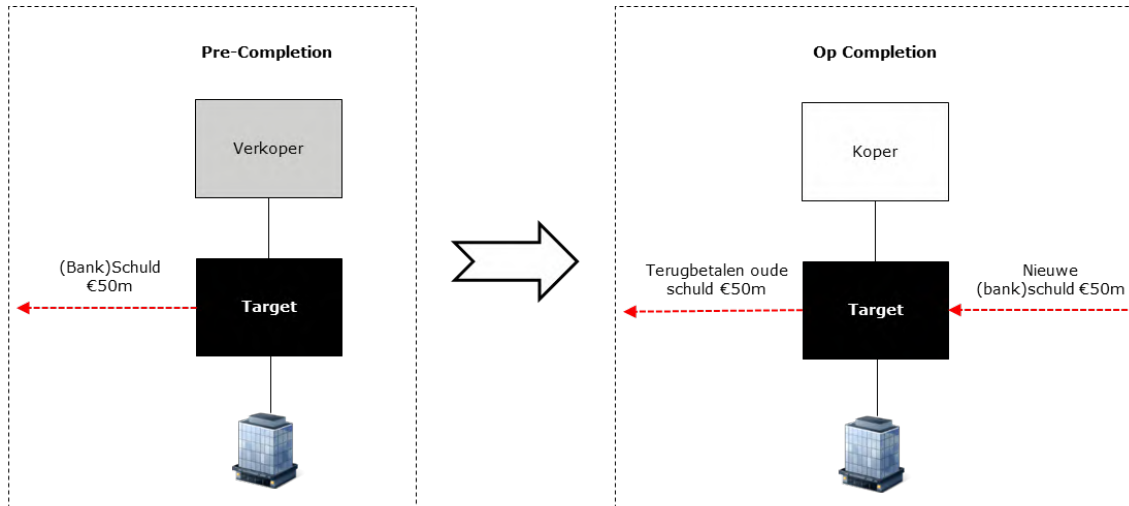
²⁴⁴ Art. 10a, lid 1 Wet VPB.

²⁴⁵ Of welke bijvoorbeeld is gebruikt voor reguliere Capex/Opex.

²⁴⁶ Uiteraard met inachtneming van de overige geldende renteaftrekbeperkingen, zoals de earningsstrippingregels of de ATAD2 renteaftrekbeperkingen.

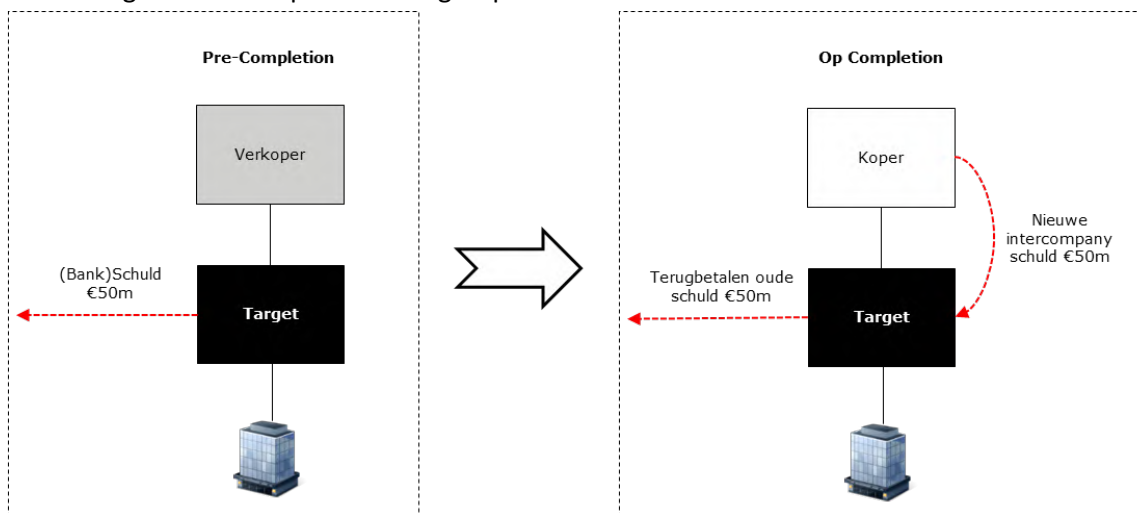
derhalve bij Closing worden geherfinancierd.²⁴⁷ De rente zal na aankoop door koper ook aftrekbaar zijn op het niveau van de Target.²⁴⁸

Deze herfinanciering kan geschieden middels het aantrekken van nieuwe bankfinanciering. Deze nieuwe bankfinanciering herfinanciert dan de bestaande (bank)schuld op of na Closing.



Figuur 8: Herfinanciering van bestaande (bank)schuld met nieuwe bankschuld op Completion.

Uiteraard kan de herfinanciering ook geschieden middels het aantrekken van intercompany financiering vanuit de koper of diens groep.



Figuur 9: Herfinanciering van bestaande (bank)schuld met nieuwe intercompany schuld op Completion.

Bovenstaande voorbeelden hebben met elkaar gemeen dat de gewenste nieuwe (bank)financiering gelijk is aan de bestaande schuld op het niveau van Target. Als dit niet het geval is, zijn aanvullende acquisitiestructurering en financieringsstappen nodig.

²⁴⁷ De bestaande financiering kan uiteraard ook worden overgenomen door een koper.

²⁴⁸ Uiteraard wederom met inachtneming van de overige geldende renteaftrekbeperkingen, zoals de earningsstrippingregels of de ATAD2 renteaftrekbeperkingen.

5.3.2 Debt Capacity – Introduceren aanvullende leverage

Ik beschreef in paragraaf 3.4.2.11 dat als onderdeel van het fiscale due diligence in kaart wordt gebracht wat het vermogen is van Target om schuld aan te trekken waarbij de rente op deze schuld fiscaal ook aftrekbaar is (de debt capacity). In de vorige paragraaf beschreef ik dat als onderdeel van een Corporate Real Estate M&A transactie bestaande schulden kunnen worden geherfinancierd of overgenomen middels nieuwe financiering, in principe met behoud van fiscale renteaftrek.²⁴⁹ Dit is het geval voor zover de nieuwe financiering na de transactie gelijk is aan of kleiner is dan de financiering die reeds in een Target zit, i.e. de debt capacity van Target is voldoende om de door koper gewenste leverage te introduceren.

In de praktijk kennen verschillende partijen verschillende risicoprofielen, en de ene partij is bereid met meer leverage te werken dan een andere partij.²⁵⁰ Het kan derhalve voorkomen dat een koper op basis van zijn modellering en risicoprofiel meer schuld in de Target wenst te hebben dan dat er op het moment van aankoop in zit. Met andere woorden, de debt capacity van Target is in principe niet voldoende om de gewenste leverage te accommoderen.

Praktisch is het introduceren van aanvullende financiering uiteraard geen probleem, op of na Closing kan Target (of Koper) aanvullende financiering aantrekken. Dit kan zowel in de vorm van bankschuld als intercompany schuld. Nadat deze aanvullende financiering is aangetrokken beschikt de Target over (overtollige) liquide middelen (*excess cash*), immers er wordt meer financiering aangetrokken dan dat er momenteel in de Target zit en nodig is om bestaande schulden te herfinancieren. In zijn algemeenheid zal een koper geneigd zijn deze excess cash het liefst zo snel als mogelijk uit te keren aan zichzelf (te repatriëren). De Target heeft er immers veelal niets aan en deze cash kan zodoende weer aan het werk worden gezet om elders te worden gebruikt of geïnvesteerd.²⁵¹

Als onderdeel van de debt capacity en de acquisitiefinanciering dient derhalve ook bekeken te worden in hoeverre een Target in staat is om excess cash uit te keren of terug te betalen aan haar aandeelhouder (de koper) indien koper meer financiering in een Target wenst te hebben dan dat er bij aankoop in zit. Als dit niet kan, dan zit de cash als het ware vast (*trapped cash*).

Een manier om de cash eruit te krijgen is het uitkeren van winst. Een BV mag uitkeringen van winst doen voor zover het eigen vermogen groter is dan de wettelijke of statutaire reserves, de zogenaamde (vrij) uitkeerbare reserves.²⁵² Deze uitkeerbare reserves bestaan feitelijk uit agio en de overige reserves. Voor zover er voldoende uitkeerbare reserves zijn, kan een Target in bovenstaande situatie de excess cash uitkeren als dividend of terugbetaling van kapitaal.²⁵³ Dit betekent dat de uitkeerbare reserves feitelijk de totale debt capacity van een Target vergroten en derhalve in kaart dienen te

²⁴⁹ Uiteraard wederom met inachtneming van de overige geldende renteaftrekbeperkingen, zoals de earningsstrippingregels of de ATAD2 renteaftrekbeperkingen.

²⁵⁰ Zo werkt private equity in het vastgoed doorgaans met meer leverage dan een institutionele investeerders.

²⁵¹ Uiteraard heeft een Target ook een doorlopende cashbehoefte, bijvoorbeeld voor reguliere Opex.

²⁵² Art. 2:216 BW.

²⁵³ Hierbij dient rekening te worden gehouden met de dividendbelasting, een en ander zoals beschreven in paragraaf 5.2.3 over cash repatriation.

worden gebracht.²⁵⁴ In onderstaand voorbeeld zou een koper derhalve EUR 53.012.000 aan schuld kunnen introduceren in Target, zonder dat er excess cash op de balans blijft staan.²⁵⁵

Aandelenkapitaal	€ 12.000
Agio	€ 1.000.000
Overige reserves	€ 2.000.000
Bestaande langlopende schulden	€ 50.000.000
Debt capacity	€ 53.012.000

Figuur 7: Voorbeeld debt capacity.

5.3.3 Debt Capacity – Invloed structurering

Bij het introduceren van aanvullende leverage en het bijbehorende repatriëren van (excess) cash dient wederom aandacht te worden besteed aan specifieke fiscale renteaftrekbepalingen, met name die van het eerder besproken art. 10a Wet VPB.

Daar waar er intercompany leningen worden aangetrokken van verbonden lichamen die feitelijk verband houden met een aantal ‘besmette’ rechtshandelingen zoals de teruggaaf van kapitaal of winstuitkering, zal de rente in principe fiscaal niet aftrekbaar zijn.²⁵⁶ Voor zover leningen van derden worden gebruikt voor dergelijke handelingen, zal art. 10a Wet VPB in principe niet van toepassing zijn op deze lening.

Indien een koper aanvullende leverage wil introduceren in de vorm van (gedeeltelijke) intercompany financiering, zal hier bij de acquisitiestructurering en acquisitiefinanciering specifieke aandacht aan besteed moeten worden. Er zal dan voor moeten worden gezorgd dat intercompany financiering zoveel als mogelijk gebruikt wordt voor non-besmette transacties om ervoor te waken dat de intercompany schuld zelf niet besmet raakt in de zin van art. 10a Wet VPB, bijvoorbeeld door het herfinancieren van bestaande niet-besmette schulden van Target. Tegelijkertijd dient dan enige schuld van derden gebruikt te worden voor de overige transacties. Indien de intercompany financiering gebruikt wordt voor besmette handelingen, zal de rente hierop immers niet aftrekbaar zijn. Het introduceren van aanvullende leverage biedt dan weinig voordeel.

Voorbeeld: Een koper koopt een Target waar reeds €50m bankschuld in zit welke oorspronkelijk is gebruikt voor de aankoop van het vastgoed door Target.²⁵⁷ Op basis van zijn model modellering en risicoprofiel wil een koper €60m schuld introduceren. Hiervoor zal €50m van een bank worden aangetrokken, en €10m middels intercompany financiering. Als onderdeel van de acquisitiestructurering en financiering zal aandacht moeten worden

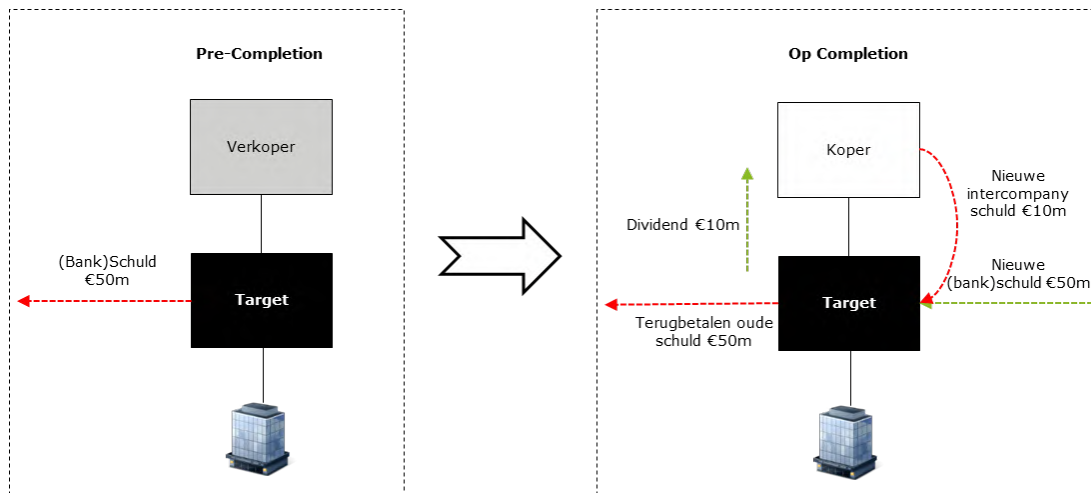
²⁵⁴ Voor de volledigheid merk ik op dat zelfs in het geval er sprake is van negatieve reserves er bij een BV toch uitkeringen van winst mogelijk zijn. In een dergelijk geval is er echter wel sprake van hoofdelijke aansprakelijkheid voor bestuurders voor het tekort ontstaan door de uitkering voor zover de BV na een dergelijke uitkering niet langer kan voldoen aan haar opeisbare schulden. Zie ook art. 2:216, lid 3 BW.

²⁵⁵ Volledigheidshalve merk ik op dat er ook mogelijkheden zijn om de vrij uitkeerbare reserves te verhogen. Dit kan bijvoorbeeld door vastgoed (accounting technisch) te herwaarderen. Hierbij gelden dan wel specifieke regels die in acht moeten worden genomen.

²⁵⁶ Art. 10a, lid 1 Wet VPB.

²⁵⁷ Volledigheidshalve merk ik op dat deze bankschuld de equity value van de aandelen in Target verlaagt.

besteed aan de verschillende geldstromen en het gebruik ervan. Zo zal ervoor dienen te worden gezorgd dat de €10m intercompany financiering gebruikt wordt voor de herfinanciering van de bestaande €50m bankschuld in Target op of na Completion. Vervolgens zal de resterende €40m bestaande bankschuld worden afgelost middels de nieuwe bankschuld. Van de nieuwe bankschuld resteert dan €10m, welke gebruikt zal worden voor het repatriëren van (excess) cash, e.g. het doen van dividenduitkeringen of het terugbetalen van kapitaal. Zie Figuur 10 hieronder.



Figuur 10: Introduceren van aanvullende leverage. Nieuwe intercompany schuld herfinanciert de oude bankschuld. De nieuwe bankschuld wordt gebruikt voor aflossing resterende oude bankschuld alsmede het doen van een dividenduitkering op of na Completion.

Bovenstaande stappen in het kader van de acquisitiestructurering en financiering dienen goed te worden afgestemd met alle betrokken partijen, met name de juridische adviseurs en de notarissen in de transactie. Daarnaast zal dit uiteraard ook afgestemd dienen te worden met de bank die de nieuwe financiering zal verstrekken.

Ik merk ook op dat het zaak is om een en ander goed te documenteren in de verschillende documenten van de transactie, om enige (fiscale) discussie met betrekking tot het gebruik van de verschillende financieringen te voorkomen.²⁵⁸ Het doel en gebruik van de verschillende financieringen dient helder te zijn.

5.3.4 Debt Pushdown

Hiervoor beschreef ik dat aanvullende schuld kan worden geïntroduceerd bij een Target, bijvoorbeeld middels het doen van winstuitkeringen welke gefinancierd zijn met bankschuld. Feitelijk betekent deze werkwijze dat de koper deze dividenduitkering voorfinanciert.²⁵⁹

Voorbeeld: Een koper koopt een Target waar reeds €50m bankschuld in zit welke oorspronkelijk is gebruikt voor de aankoop van het vastgoed door Target.²⁶⁰ Op basis van zijn model modellering en risicoprofiel wil een koper €60m schuld introduceren. Hiervoor zal

²⁵⁸ Denk hierbij aan de zogenaamde notary letter, funds flow, leningdocumentatie, SPA, bestuursbesluiten etc.

²⁵⁹ Deze voorfinanciering heeft uiteraard, hoe kort ook, een cashflownadeel, want het geld kan niet anders worden gebruikt voor een beperkte periode. Daarnaast moet intern ook een hogere (aanvankelijke) financieringsbehoefte worden verantwoord. Met name investeerders met een focus op cashflow, zoals Private Equity investeerders, zullen dit in de praktijk trachten te voorkomen.

²⁶⁰ Deze bankschuld verlaagt de Equity Value van de aandelen in Target.

€50m van een bank worden aangetrokken, en €10m middels intercompany financiering. De waarde van het vastgoed is €100m en de equity value van Target is €50m vanwege de bankschuld. Op Completion zal de koper derhalve €50m voor de aandelen in Target moeten betalen. Tegelijkertijd moet de koper op Completion ook een intercompany financiering verstrekken om een deel van de bestaande bankschuld te herfinancieren, deze intercompany financiering dient op basis van bovenstaande niet gebruikt te worden voor de aankoop van de aandelen in Target. Hetgeen de koper aanvankelijk moet financieren is derhalve €60m. Meteen op of na Completion ontvangt de koper €10m dividend. Hij heeft dan per saldo totaal €50m gefinancierd.

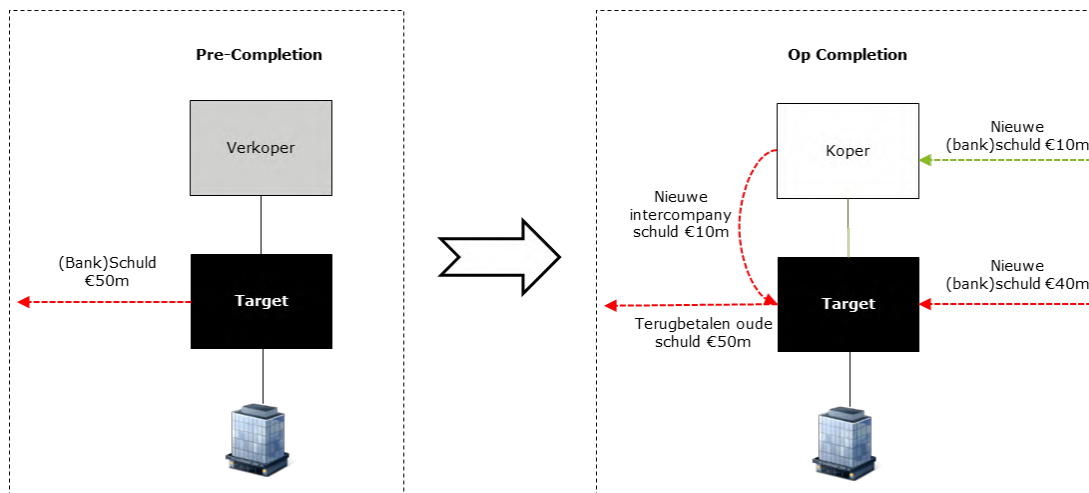
Een andere wijze van het introduceren van aanvullende schuld is het gebruik van schuld voor de aankoop van de aandelen Target. Ik beschreef hiervoor dat de verwerving of uitbreiding van een lichaam dat na de aankoop een zogenaamd verbonden lichaam wordt, ook een besmette handeling is.²⁶¹ Dit betekent dat de rente op intercompany financiering gebruikt voor de aankoop van aandelen in een Target doorgaans niet aftrekbaar zal zijn onder art. 10a Wet VPB.²⁶² De rente op schuld van derden welke is gebruikt voor de aankoop van aandelen in Target zou daarentegen niet onder deze renteaftrekbeperking moeten vallen.

Voorbeeld: Een koper koopt een Target waar reeds €50m bankschuld in zit welke oorspronkelijk is gebruikt voor de aankoop van het vastgoed door Target.²⁶³ Op basis van zijn model modellering en risicoprofiel wil een koper €60m schuld introduceren. Hiervoor zal €50m van een bank worden aangetrokken, en €10m middels intercompany financiering. Als onderdeel van de acquisitiestructurering en financiering zal aandacht moeten worden besteed aan de verschillende geldstromen en het gebruik ervan. Zo kan €10m bankschuld gebruikt worden voor de aankoop van de aandelen in Target. De koper moet dan de overige €40m financieren. Daarnaast zal ervoor dienen te worden gezorgd dat de €10m intercompany financiering gebruikt wordt voor de herfinanciering van de bestaande €50m bankschuld in Target op of na Completion. Vervolgens zal de resterende €40m bestaande bankschuld worden afgelost middels de resterende €40m nieuwe bankschuld. De koper heeft dan per saldo totaal €50m gefinancierd. Zie Figuur 11 hieronder.

²⁶¹ Art. 10a, lid 1 sub c VPB.

²⁶² Er geldt overigens een tegenbewijsregeling op basis van art. 10a, lid 3 VPB. Indien wordt voldaan aan deze tegenbewijsregeling, valt de rente niet onder deze renteaftrekbeperking. De toepassing hiervan is echter, met name door vele jurisprudentie, niet eenvoudig. Ik laat dit hier verder onbesproken.

²⁶³ Volledigheidshalve merk ik op dat deze bankschuld de equity value van de aandelen in Target verlaagt.



Figuur 11: Introduceren van aanvullende leverage. Nieuwe intercompany schuld herfinanciert de oude bankschuld. De nieuwe bankschuld wordt gebruikt voor aankoop van de aandelen in Target alsmede aflossing resterende oude bankschuld.

In deze situatie hoeft de eerder beschreven winstuitkering feitelijk niet te worden voorgefinancierd. Bijkomend is dan wel dat er op het niveau van de koper een gedeeltelijke bankschuld zit. In de praktijk zal de bank die de nieuwe lening verschaft er doorgaans de voorkeur aan geven dat de schuld (uiteindelijk) op het niveau van de Target terecht komt. Daar zit immers al het onderpand en komt het inkomen uit het vastgoed binnen, hetgeen een bank meer zekerheid geeft dat de schuldenaar aan zijn verplichtingen zal kunnen voldoen. Een bank wil vaak 'zo dicht mogelijk' op haar zekerheden zitten. Daarnaast kan in bovenstaand voorbeeld de rente over €10m op het niveau van koper worden afgetrokken, terwijl enig inkomen op het niveau van Target zit. De renteaftrek over de €10m zit dus niet op het niveau van Target, waardoor Target effectief nog steeds slechts renteaftrek heeft over €50m in plaats van de gewenste €60m.²⁶⁴

Met het oog op bovenstaande kan worden overwogen om de schuld 'naar beneden te duwen' (een zogenaamde *debt pushdown*). Om een debt pushdown te bewerkstelligen kan de bankschuld op het niveau van koper worden overgenomen door de Target.²⁶⁵ Hierbij dient wel rekening gehouden te worden met het feit dat na een dergelijke overname de Target financieel gezien een vordering krijgt op de koper, omdat de Target de koper feitelijk begunstigt door de schuld over te nemen.²⁶⁶

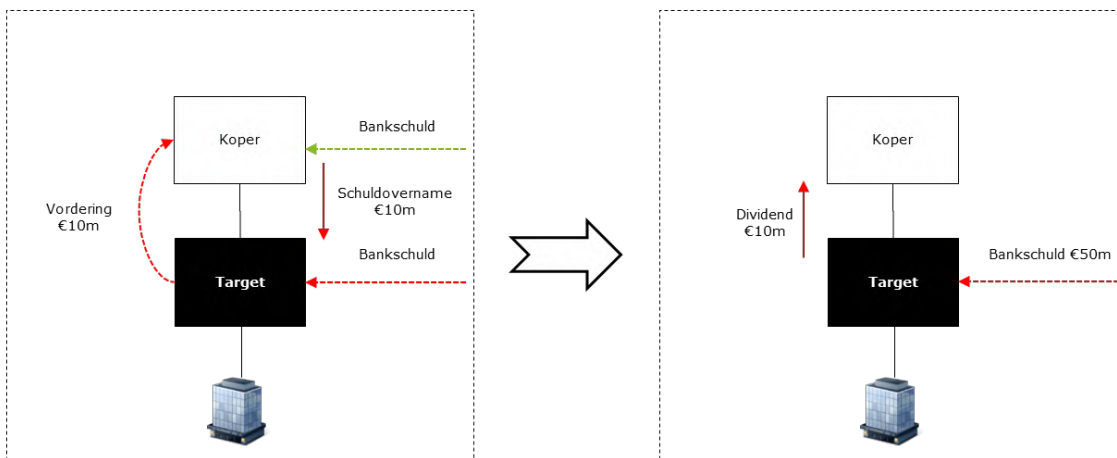
Voorbeeld: Target neemt de €10m schuld over van koper. Tegelijkertijd krijgt Target een vordering van €10m op koper, omdat deze laatst wordt begunstigd door Target. Target heeft na deze schuldovername dan weliswaar een schuld van €50m waar zij rente over kan aftrekken, maar door de vordering van €10m heeft Target effectief nog steeds een (netto) schuld van €40m. Derhalve zal deze vordering ook dienen te worden opgelost. Dit kan door de Target de vordering op de koper uit te laten keren als winstuitkering in natura. Na deze uitkering heeft de koper een vordering op zichzelf, en gaat deze derhalve door vermenging

²⁶⁴ Uiteraard wederom met inachtneming van de overige geldende renteaftrekbeperkingen, zoals de earningsstrippingregels of de ATAD2 renteaftrekbeperkingen.

²⁶⁵ Dit kan worden bewerkstelligd door een zogenaamde schuldovername overeenkomst art. 6:155 BW.

²⁶⁶ Een debt pushdown kan ook op andere manieren plaatsvinden. Denk aan een fusie tussen koper en Target. Uiteraard brengt deze wijze van debt pushdown haar eigen fiscale analyse mee.

teniet.²⁶⁷ Voorwaarde is wel dat de Target daadwerkelijk uitkeringen van winst of terugbetalingen van kapitaal kan doen, i.e. dat er voldoende vrij uitkeerbare reserves zijn zoals ook genoemd in paragraaf 5.3.2. Zie Figuur 12 hieronder.



Figuur 12: Debt pushdown. De €10m bankschuld op het niveau van koper wordt overgenomen door Target middels schuldovername. Target krijgt een correspondentie vordering op koper. Deze vordering kan worden uitgekeerd als winstuitkering in natura, mits er voldoende vrij uitkeerbare reserves zijn.

Puur vanuit Nederlands fiscaal perspectief kan een debt pushdown ook worden bereikt door een fiscale eenheid voor de vennootschapsbelasting aan te gaan tussen koper en Target. Voorwaarde is dan uiteraard wel dat aan alle voorwaarden voor een fiscale eenheid wordt voldaan, hetgeen betekent dat koper in dit geval in Nederland gevestigd zou moeten zijn. Voor een bank zal dit echter niet betekenen dat de bank dichter op haar onderpand zit, de bankschuld en zekerheden zitten dan immers nog gedeeltelijk bij koper.

5.3.5 Debt Pushdown – zonder fiscale renteaftrek

In voorgaande paragrafen beschreef ik een aantal aandachtspunten ten aanzien van debt capacity en debt pushdowns. Hierbij wil ik benadrukken dat deze er met name op gericht zijn om de financieringsstructuur zo in te richten dat sprake is van een optimalisatie van de fiscale renteaftrek. In de praktijk komt het echter ook voor dat debt pushdowns worden ondernomen zonder dat sprake is van (aanvullende) fiscale renteaftrek. Er zijn immers ook commerciële en financiële redenen om de financiering naar een Target te drukken. Derhalve komt het voor dat schuld naar een target wordt gedrukt terwijl er uiteindelijk geen sprake is van een fiscale renteaftrek voor deze aanvullende schuld op het niveau van target.

5.3.6 Samenvatting

In dit hoofdstuk ben ik ingegaan op de fiscale impact op de structurering en financiering van een share deal acquisitie van vastgoed. Hierbij is ingegaan op een aantal fiscale elementen welke tevens van belang is voor de waarderingsmodellen van investeerders. Het is zaak om inzichtelijk te krijgen wat de fiscale impact is van de aankoop van het vastgoed en de bijbehorende vennootschap, wat de fiscale gevolgen zullen zijn gedurende de looptijd van de investering alsmede wat de fiscale impact is van een exit. Daarnaast ben ik ook ingegaan op cash repatriation, oftewel het repatriëren van (overtollige) liquide middelen en rendementen gedurende de looptijd van de investering. Hierbij ben

²⁶⁷ Art. 6:161 BW.

ik ingegaan op nationale situaties, maar heb ik tevens aandacht besteed aan internationale situaties. Dit laatste is mede gezien de toename van buitenlandse investeerders die zich begeven op de Nederlandse vastgoedmarkt.

Voor Corporate Real Estate M&A geldt daarnaast dat de acquisitiefinanciering specifieke aandacht behoeft. Bij een share deal zal specifiek gekeken moeten worden naar de gewenste financiering welke een investeerder voor ogen heeft en de bestaande debt capacity van een vennootschap om deze financiering te accommoderen met behoud van fiscale renteaftrek. Het aantrekken van schuld heeft immers geen positief effect op het rendement als de rente ervan niet aftrekbaar is. Hierbij is ook ingegaan op het mogelijk verhogen van debt capacity en de debt pushdowns om schuld op het niveau van een Target vennootschap te krijgen.

6 Conclusie

In dit company research paper ben ik dieper ingegaan op Corporate Real Estate M&A. De doelstelling van dit onderzoek is het verschaffen van inzicht in de belangrijkste fiscale elementen en aandachtspunten van Corporate Real Estate M&A transacties. Hierbij heb ik getracht de link te maken tussen de fiscaliteit rondom vastgoedtransacties en de (fiscale) M&A praktijk.

De centrale vraag bij het schrijven hiervan was:

Wat zijn fiscale aandachts- en knelpunten bij Corporate Real Estate M&A transacties en op welke wijze kan hiermee in de praktijk worden omgegaan?

Ik ben begonnen door te zeggen dat het doen van share deals in de vastgoedtransactiepraktijk geen gloednieuw fenomeen was. Het doen van share deals in de vastgoedtransactiepraktijk komt steeds regelmatig voor, niet in de minste plaats door de steeds verdergaande professionalisering van de vastgoedpraktijk en haar investeerders. Hierbij is de invloed van de reguliere (Angelsaksische) M&A praktijk duidelijk merkbaar, hetgeen tevens is op te maken uit de grote hoeveelheid Angelsaksische termen gebezigd in dit company research paper.

In hoofdstuk twee beschreef ik de eerste fiscale aandachts- en knelpunten. Hier ging ik in op de fiscale behandeling van asset en share deals in het vastgoed. Partijen zijn zich er in grote mate van bewust dat een share deal ten opzichte van een asset deal (fiscale) voordelen met zich mee kan brengen. Afhankelijk van een aantal factoren kan er in een share deal vennootschapsbelasting worden bespaard, of althans uitgesmeerd over een langere periode. De BTW en overdrachtsbelastingbehandeling van een vastgoedtransactie kan ook verschillen naar gelang er sprake is van een asset dan wel share deal. Ik zeg bewust meermaals kan, omdat dit net als zo vele vragen in de fiscaliteit afhangt van de specifieke feiten en omstandigheden van het geval.

In hoofdstuk 3 beschreef ik dat de keuze voor het doen van een asset deal dan wel share deal is niet volledig fiscaal gedreven. Overige juridische, commerciële en overige elementen spelen een belangrijke rol. Een belangrijke factor hierbij is dat in een share deal een vennootschap wordt overgenomen terwijl in een asset deal louter het vastgoed zelf wordt overgenomen. In een vennootschap kan (historisch) nog meer zitten dan het vastgoed zelf, denk hierbij aan aansprakelijkheden of verplichtingen. Dit is een belangrijk gegeven dat een sterke invloed heeft op het Corporate Real Estate M&A proces ten opzichte van een asset deal. Dit begint in de LOI fase van een transactie, en vindt zijn weerslag in de bepaling van de koopprijs en de door partijen gehanteerde koopprijsmechanismes. Waar in een asset deal het vastgoed zelf gewaardeerd en geprijsd wordt, zal in een share deal transactie zowel het vastgoed als de vennootschap geprijsd dienen te worden. De aandelen in een vennootschap met schulden of verplichtingen kunnen voor een koper ervan minder waard zijn dan het vastgoed dat erin zit, er zal immers een tijd komen dat deze schulden en verplichtingen dienen te worden voldaan door de nieuwe eigenaar. Hiervoor zijn in de praktijk specifieke koopprijsmechanismes ontwikkeld die partijen plegen te hanteren, zoals de Completion Accounts en Locked Box mechanismes. Deze koopprijsmechanismes zijn specifiek voor de (Corporate Real Estate) M&A praktijk en verschillen wezenlijk van asset deals. Deze aspecten bevinden zich sterk op het snijvlak van het financiële, fiscale en juridische en vereisen derhalve van de betrokken partijen een goed begrip van deze elementen.

Bovenstaande brengt ook met zich mee dat in een share deal (historische) fiscale risico's met een vennootschap mee kunnen worden overgedragen. Nu de belastingdienst veelal ten minste 5 jaar maar in de praktijk vaak nog langer heeft om naheffingsaanslagen of navorderingsaanslagen op te leggen, kunnen fiscale risico's zich geruime tijd na een transactie verwezenlijken. Dit betekent dat in een share deal de (fiscale) positie van een vennootschap nauwkeurig zal dienen te worden doorgelicht en in kaart te worden gebracht om fiscale verrassingen te voorkomen. Dit zogenaamde due diligence speelt in zowel asset deals als in share deals, zij het dat het fiscale due diligence een belangrijker aandachtspunt is in Corporate Real Estate M&A vanwege het voornoemde overgaan van historische fiscale risico's.

In hoofdstuk 4 ging ik in op de verwerking van de gesignaleerde fiscale risico's in de transactie. In de praktijk betekent dit dat een fiscaal risico meegenomen kan worden als een vermindering op de koopprijs, dan wel anderszins kan worden opgelost. In het laatste geval zal een koper op zoek gaan naar contractuele bescherming voor bepaalde fiscale risico's in de transactiedocumentatie. In Corporate Real Estate M&A is de fiscaliteit rondom de SPA daarom een belangrijk aandachtspunt, niet in de minste plaats omdat de fiscale risico's daarin dienen te worden verwerkt, en al dan niet afgedekt. Hierbij dient ook oog te worden gehouden op de opkomst en ontwikkelingen rondom de W&I verzekering, waarbij fiscale risico's worden verzekerd door verzekeringsmaatschappijen. Als er een fiscale claim opkomt, zal de claimende partij doorgaans zijn of haar verhaal dienen te halen bij de verzekeringsmaatschappij, in plaats van bij de wederpartij bij de transactie.

Het gaat bij de SPA echter niet alleen om het afdekken van fiscale risico's, maar meer in zijn algemeenheid geldt dat de fiscale bepalingen in de SPA specifieke aandacht vereisten vanwege het overgaan van de gehele fiscale positie van een vennootschap in een share deal. Vragen als wie doet welke aangifte, wie mag fiscale claims behandelen als die opkomen, wie heeft recht op teruggaven of hoe dient te worden omgegaan met fiscale eenheden etc. dienen daarbij in acht te worden genomen. De SPA kan gezien worden als belangrijk sluitstuk van een transactie. Alle fiscale bevindingen, afspraken en processen met betrekking tot de transactie dienen hun weg te vinden naar de SPA. Hiertoe is een gedegen kennis van de onderliggende juridische, financiële en fiscale principes van de SPA belangrijk.

In hoofdstuk 5 beschreef ik dat acquisitiestructurerings- en financiering fiscaal gezien een belangrijk element in een Corporate Real Estate M&A transactie zijn. Belastingen hebben een impact op cashflows en huuropbrengsten en daarmee het rendement van een investering. Een gedegen financiële beoordeling van een investering vereist inzicht in de fiscaliteit gedurende de cyclus van een investering. De acquisitiestructurerings- en financiering hangt sterk af van het type koper, diens structuur, wensen en uitgangspunten. Hoe wordt het vastgoed aangekocht, door wat voor type en in welke jurisdictie gevestigde investeerders, met wat voor type entiteit, in welke jurisdictie en op welk moment. Belangrijke daarbij is ook de vraag hoe de acquisitie wordt gefinancierd, door welke partijen en wat voor type zekerheden zijn vereist.

De antwoorden op deze vragen hebben invloed op de structuur en wijze van financieren en daarmee de vraag welke en hoeveel belastingen zijn verschuldigd bij aankoop van een investering, gedurende de investering en verkoop ervan. Ook wordt gekeken naar hoe het rendement of overtollige liquiditeiten van een investering fiscaal zo efficiënt mogelijk terug kunnen naar de investeerders. Al deze vragen kennen fiscaal gezien specifieke nationale en internationale aspecten met in voorkomende gevallen verschillende fiscale uitkomsten. Acquisitiestructurerings- en financiering is

daardoor des te belangrijker vanwege de toenemende mate van betrokkenheid van buitenlandse investeerders op de Nederlandse markt. In een Corporate Real Estate M&A transactie betekent dit alles dat niet alleen kennis dient te worden genomen van de fiscaliteit rondom het vastgoed zelf, maar ook van een investeringsstructuur en de financiering ervan.

Uit het voorgaande blijkt dat er fiscaal gezien grote verschillen bestaan tussen asset deals en share deals in de vastgoedtransactiepraktijk. Dit geldt ook voor wat betreft het transactieproces en de verschillende elementen die daarbij komen kijken. Dit is niet in de laatste plaats vanwege de steeds verdergaande professionalisering van de vastgoedtransactiemarkt en diens investeerders en de daarmee samenhangende zeer sterke invloed van de reguliere M&A praktijk op de vastgoedpraktijk.

Al deze elementen en invloeden kennen hun eigen aandachtspunten en vereisen specifieke kennis van zowel juridische, financiële als fiscale aspecten. De belangrijkste fiscale aspecten heb ik in dit company research paper proberen te vatten. Hiermee wordt gepoogd meer inzicht te verschaffen in de relevante processen om zodoende het draagvlak voor het doen van share deals onder investeerders te verhogen. Dit company research paper kan daarnaast als leidraad dienen voor betrokken investeerders en adviseurs teneinde bij te dragen aan de literatuur en de kennis van Corporate Real Estate M&A verder te vergroten.

Met het bovenstaande poogt dit company research paper daarmee een fiscale brug te slaan tussen de stenen- en M&A praktijk.

Literatuurlijst

Boer, WFR 2010/555

M.J. Boer, *'Verrekening van de vennootschapsbelasting binnen de fiscale eenheid'*, WFR 2010/555.

Bondrager & Van der Donk, WFR 2012/840

R.J. Bondrager en O.E. van der Donk, *'Fiscale bepalingen in internationale overnamecontracten'*, WFR 2012/840

Bondrager, WFR 2017/218

R.J. Bondrager, *"Het verzekeren van fiscale risico's in overnamecontracten"*, WFR 2017/218.

Bouwinvest, 2020

Bouwinvest Dutch Real Estate Market Outlook 2020-2022. Bouwinvest.nl

Crain, Vastgoedrecht in praktijk 2018/1

L.G. Crain, *"Bridging the gap: de W&I verzekering in de transactiepraktijk"*, Vastgoedrecht in praktijk, 2018/1, p.15-20.

De Kluiver, O&F 2003/58

H.J. de Kluiver, *'Overnamecontracten, letters of intent en garanties'*, O&F 2003/58, p. 36 e.v.

De Roos e.a. 2014

I.de Roos e.a. in: *De fiscale eenheid in de vennootschapsbelasting 2014*, aant. 2.1.2.4.7 (online, bijgewerkt tot 26-07-2017).

Grimme, TOP 2006/1

A. Grimme, *'Locked Box. Afscheid van kooprijsaanpassingen in M&A contracten?'*, Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk 2006/1, p.21.

Hijdra & Lekkerkerker, TOP 2020/7

I. Hijdra en S.A.M. Lekkerkerker, *'De fiscale eenheid in transacties; lang niet alleen maar fiscaal (deel 1)'*, Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk, 2020/7, p. 16 e.v.

Janssen & De Breij, TOP 2013/6

M.J. Janssen en D.R. De Breij, *'Documentatie in de 'voorfase' van een transactie'*, Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk, 2013/6, p. 213 e.v.

Keijzer, TOP 2012/3

L.P. Keijzer, *'Warranty & Indemnity-verzekering, een helpende hand in M&A transacties'*, Tijdschrift voor de ondernemingsrechtpraktijk, 2012/3, p. 111-118.

Lockton, 2019

Lockton Transactional Risks: Market Update 2018/2019. Global.Lockton.com

Lockton, 2021

Lockton Transactional Risk, Market Update 2021 p.27. Global.Lockton.com

O'Sullivan, PLC Magazine January 2012

R. O'Sullivan, *'Pricing Mechanisms: Locked Box vs Completion Accounts'*, PLC Magazine, January 2012.

Raaijmakers & Wessels, WPNR 2007/6695

G.T.M.J. Raaijmakers en B. Wessels, *'Fiscale garanties civielrechtelijk beschouwd'*, WPNR 2007/6695.

Strik, Geschriften Corporate Litigation 2003-2004

D.A.M.H.W. Strik, *'Aspecten van schadevergoeding bij inbreuk op garanties in overnamecontracten'*, Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004, Deventer: Kluwer 2004, p.393-420.

Ten Have, 2013

Peter van Arnhem, Tom Berkhout, George Ten Have, *Taxatieleer Vastgoed*, Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers 2013.

Tjittes, THEMIS 2016/5

R.P.J.L. Tjittes, *'De aansprakelijkheid voor afgebroken onderhandelingen – een kritisch overzicht'*, Rechtsgeleerd Magazijn THEMIS 2016-5, p.237-268.

Tsao, University of Pennsylvania Journal of Business Law 2016, p.1239

A. Tsao, *'Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box'*, University of Pennsylvania Journal of Business Law, 2016, Volume 18:4.

Uijen, Contracteren 2004/4

M. Uijen, *'Schadeberekening bij overnames'*, Contracteren 2004/4.

Van Leeuwen, Ondernemingsrecht 2019/22

J.A.E.F. van Leeuwen Boomkamp, *'Koopprijsmechanismes in overnamecontracten: een vergelijkend overzicht'*, Ondernemingsrecht 2019/22.

Vakstudie Belastingen van rechtsverkeer

P. Berkhuisen & C. Lambregtse (red.), *Belastingen van rechtsverkeer* (Fiscale Encyclopedie De Vakstudie, deel 14), Deventer: Wolters Kluwer.

Vakstudie Inkomstenbelasting

J. Albers, W. van der Avoird, S. Buijze, T. Raijmann & N. Smetsers (red.), *Inkomstenbelasting* (Fiscale Encyclopedie De Vakstudie, deel 2), Deventer: Wolters Kluwer.

Vakstudie Invorderingswet

F. Jongbloed, P. Koedood & I. Krukkert (red.), *Invorderingswet* (Fiscale Encyclopedie De Vakstudie, deel 10), Deventer: Wolters Kluwer.

Vakstudie Omzetbelasting

A. van Doesum, G. Ebbeling & H. van Kesteren (red.), *Omzetbelasting* (Fiscale Encyclopedie De Vakstudie, deel 6), Deventer: Wolters Kluwer.

Vakstudie Vennootschapsbelasting

J. Albers, W. van der Avoird & N. Smetsers (red.), *Vennootschapsbelasting* (Fiscale Encyclopedie De Vakstudie, deel 5), Deventer: Wolters Kluwer.

Van den Bergh & Jongen, Contracteren 2011/2

M.J.E. van den Bergh en P.P.J. Jongen, *'Garanties of vrijwaringen; that's the question'*, Contracteren 2011/2.

Van Gool e.a., 2013

R. van Gool, P. Jager, M. Theebe en R. Weisz, *Onroerend goed als belegging*, Groningen/Houten: Noordhoff Uitgevers 2013.

Van IJzinga Veenstra & Plouvier, TFO 2018/157.1

A.R.T. van IJzinga Veenstra & S.A. Plouvier, '*Private Equity-Fondsen*', Tijdschrift voor Fiscaal Ondernemingsrecht, 2018/157.1, p.61-71.

Vermeulen & Van Steen, VGFC 2014/4.

H. Vermeulen en S. van Steen, '*Fiscale aspecten van groepsfinanciering van vastgoed*', Vastgoed Fiscaal & Civiel 2014/4.

Weber, WFR 2018/75

D.M. Weber, '*Enkele EU-aspecten van de antimisbruikbepaling van de inhoudingsvrijstelling dividendbelasting*', WFR 2018/75.