

Erasmus Universiteit Rotterdam
Faculteit der Economische Wetenschappen
Capaciteitsgroep Bedrijfseconomie
Sectie Finance
Begeleider: Dr. M.J. van den Assem
Bachelorscriptie 2011
04 – 08 – 2011

*De wijziging van de fiscale aftrekbaarheid van rentekosten.
Aanleiding en consequenties.*

Maarten Poot
311136



SAMENVATTING

Het kabinet ziet de overnames van Nederlandse ondernemingen door (buitenlandse) investeerders, waarbij de overname “bovenmatig” wordt gefinancierd met schulden, als een probleem. De rente kan namelijk ten laste worden gebracht van het fiscale resultaat van de overgenomen onderneming. Daarom zouden bedrijven die na een overname (eventueel via een overnameholding) een fiscale eenheid aangaan volgens de nieuwe regelgeving alleen nog de rente mogen aftrekken voor het vreemd vermogensbestanddeel tot 60% van het totale vermogen.

De maatregelen sluiten niet (volledig) aan bij internationale wetgeving omtrent thin-capitalisation. De literatuur laat ook zien dat belastingvoordelen (dankzij renteaftrek) niet altijd de belangrijkste motivatie voor een overname vormen. De geplande maatregelen lijken hun doel voorbij te schieten, omdat niet alleen (buitenlandse) private equity fondsen door de maatregelen geraakt zullen worden. Veel meer Nederlandse bedrijven komen potentieel in aanraking met deze regelgeving dan beoogd door de staatssecretaris.

Het lijkt geen goed plan om overmatig met vreemd vermogen gefinancierde overnames door middel van een renteaftrekbeperking te ontmoedigen. Bedrijven kunnen worden ontmoedigd om overnames te doen of ze kunnen in financiële problemen geraken, omdat rente niet kan worden afgetrokken van het belastbare bedrijfsresultaat. Zeker in de huidige lastige economische omstandigheden is het mijns inziens niet verstandig om een dergelijke maatregel al per 1 januari 2012 in te voeren.

TREFWOORDEN

Renteaftrek, Overnameholding, Thin-Capitalisation, Vermogensstructuur, Private Equity.

STRUCTUUR

1.	Inleiding	
1.1	Aanleiding	3
1.2	Probleemstelling en opzet	4
2.	Huidige situatie	
2.1	De overnameholding	5
2.2	Fiscale wetgeving	6
3.	Toekomstige situatie	10
4.	Achtergrond	
4.1	Belastingvoordelen vreemd vermogen	12
4.2	Literatuur	15
4.3	Verkenning van de gevolgen voor publieke bedrijven	16
4.4	Private equity	18
5.	Internationaal perspectief	
5.1	Duitsland	22
5.2	Verenigd Koninkrijk	23
5.3	Italië	23
5.4	Frankrijk	24
5.5	Verenigde Staten van Amerika	24
6.	Bespreking wijzigingen	25
7.	Conclusie	29
8.	Referenties	
8.1	Artikelen	31
8.2	Overige bronnen	32
9.	Appendix	
9.1	Wet op de Vennootschapsbelasting	34
9.2	Definities Thomson One Banker / Worldscope	35

1. INLEIDING

1.1 Aanleiding

Staatssecretaris Weekers van Financiën presenteerde op 14 april 2011 “De Fiscale agenda”¹ met plannen voor een eenvoudiger, meer solide en fraudebestendig belastingstelsel. De fiscale agenda omvat plannen namens de regering en één van de plannen betreft een renteaftrekbeperking voor Nederlandse bedrijven die worden overgenomen. De maatregelen zijn voorgenomen naar aanleiding van overnames die ‘overmatig’ gefinancierd zijn met vreemd vermogen.

“Bij een bedrijfsovername maakt de overnemende vennootschap veelal gebruik van leningen om de aankoop te financieren. Vaak wordt geprobeerd de kosten daarvan bij de dochter te leggen,”² aldus de staatssecretaris van Financiën in 2009, Jan-Kees de Jager. Een gangbare constructie bij dergelijke overnames van Nederlandse ondernemingen bestaat uit het opzetten van een overnameholding, die vervolgens een fiscale eenheid vormt met het over te nemen bedrijf. Het is gebruikelijk dat de overnameholding veel schuld voor de financiering van de overname op de balans heeft staan, waardoor na het aangaan van een fiscale eenheid de rente op deze leningen kan worden afgetrokken van de winst van het overgenomen bedrijf. Op deze manier kan de winst dermate verlaagd worden, dat het zelfs mogelijk kan zijn dat er geen belasting meer betaald hoeft te worden.

Vooraf participatiemaatschappijen maken gebruik van de bestaande renteaftrek mogelijkheden. Zij financieren overnames van Nederlandse bedrijven met een relatief klein aandeel eigen vermogen (“private equity”) en een groot aandeel vreemd vermogen, waardoor zij trachten optimaal te profiteren van de renteaftrekmogelijkheden. Vijf jaar geleden verwoordde de toenmalige minister van Economische Zaken zijn mening over de participatiemaatschappijen als volgt: “Het zijn net sprinkhanen die bedrijven leegvreten en dan weer weggaan.”³ In de ogen van het publiek worden de bedrijven “overgenomen op eigen kosten, en die van u.”⁴ Het kabinet heeft daarom voorgenomen om de (excessieve) renteaftrek bij dergelijke overnameholdings te beperken, en streeft ernaar om de nieuwe wetgeving per 1 januari 2012 in te laten gaan.

¹ Ministerie van Financiën. (14 april 2011). De Fiscale agenda; Naar een eenvoudiger, meer solide en fraudebestendig belastingstelsel.

² Ministerie van Financiën. (5 december 2009). Stand van zaken mogelijke maatregelen in de vennootschapsbelasting. p.4-5

³ Vennix, W.J.M. (17 mei 2011). Sprinkhanenbelasting. *Brabants Dagblad*.

⁴ Wester, J. (3 november 2007). Overgenomen op eigen kosten, en die van u!; Hoe private equity opgekochte bedrijven leegzuigt. *NRC Handelsblad*. p. 21

Volgens KPMG Meijburg & Co., een adviserende partij voor veel private equity fondsen, zullen de geplande wetwijzigingen de volgende strekking en gedachtegang hebben:

“De bedoeling is excessieve renteaftrek te bestrijden en tegelijkertijd reële financieringsverhoudingen te ontzien. Het voorstel houdt in dat de renteaftrek die samenhangt met de overname binnen een fiscale eenheid niet langer kan worden verrekend met de winsten van de overgenomen vennootschap, maar alleen met de winst van de overnameholding zelf.”⁵

Bedrijven die na 1 januari 2007 een overname hebben verricht en momenteel een ‘verkeerde’ (aldus de staatssecretaris) vermogensstructuur hebben, kunnen in de problemen komen door de voorgestelde wijzigingen. Mogelijk kunnen deze ondernemingen niet meer aan hun renteafspraken met de banken voldoen, omdat hun kasstroomberekeningen wel gebaseerd zijn op de mogelijkheid tot renteaftrek, waardoor vervolgens ook de banken weer in de problemen kunnen komen.⁶

De voorgestelde plannen lijken niet alleen een impact te gaan hebben op overnameholdings, maar op alle Nederlandse bedrijven die in de toekomst een overname willen verrichten (of dit hebben gedaan sinds 1 januari 2007). In een perfecte kapitaalmarkt is de waarde van een onderneming onafhankelijk van de vermogensstructuur. Belastingen vormen echter een imperfectie in de markt en daarom is de vermogensstructuur wel van belang. Bedrijven gebruiken schuld om de te belastingdruk te verminderen en maatregelen om dit tegen te gaan kunnen mogelijk vergaande gevolgen hebben.

1.2 Probleemstelling en opzet

In dit onderzoek wil ik kijken naar de huidige en de voorgenomen regelgeving omtrent renteaftrek. Het kabinet wil met name de constructie die overnameholdings gebruiken onaantrekkelijk maken en daarom zal ik hier dieper op in gaan. Vervolgens wil ik de gevolgen van de nieuwe regelgeving bespreken en daarbij ook in internationaal perspectief plaatsen. Mijn onderzoeksvraag luidt: “Waarom wordt de regelgeving omtrent renteaftrek gewijzigd en wat zijn de gevolgen hiervan?”

⁵ KPMG Meijburg & Co. (april 2011). Voorgestelde wijzigingen. Ontvangen via <https://www.startbrief.nl/webanalysis/proposedchanges>

⁶ Rolvink, F. (26 april 2011). Met schuld beladen bedrijven in problemen door voorstel Weekers; Beperking renteaftrek leidt tot kastekort en risico voor rentebetaling aan banken. *Het Financieele Dagblad*.

2. HUIDIGE SITUATIE

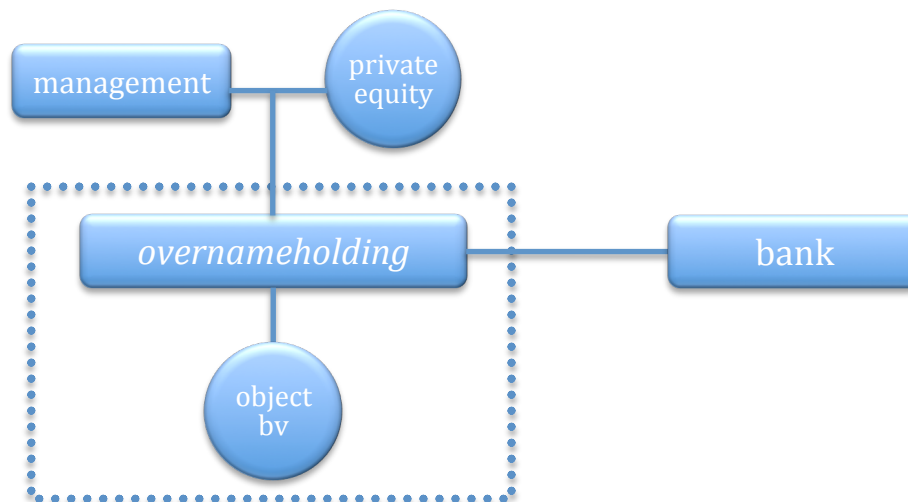
2.1 De overnameholding

In de introductie werd al genoemd dat bij een overname door een participatiemaatschappij vaak wordt gekozen voor het opzetten van een overnameholding. Ik zal allereerst uitleggen wat overnameholdings precies zijn. Vervolgens zal ik de bestaande en toekomstige regelgeving bespreken, die ook van toepassing is op overnameholdings.

Overnames van in Nederland gevestigde bedrijven kunnen worden verricht met behulp van een overnameholding. Een overnameholding is een houdstermaatschappij die wordt opgericht ten behoeve van een overname. De overnameholding vormt een fiscale eenheid met het over te nemen bedrijf, waardoor de rentelasten van de overnameholding, die samenhangen met de overname, verrekend kunnen worden met de winsten van de overgenomen vennootschap.⁷

De overname wordt in zo'n geval aangegaan door een combinatie van "private equity", leningen en een (te vormen) management. Onderstaande schematische weergave laat zien hoe een overname door middel van een overnameholding op dit moment in zijn werk gaat. Ik zal de verschillende onderdelen van dit schema bespreken.

Figuur 1



Private equity is het risicodragende vermogen dat participatiemaatschappijen inbrengen voor de financiering van niet-beursgenoteerde ondernemingen.⁸ Prof. Dr. Smit spreekt van het overnemen van gevestigde bedrijven, die vervolgens gefinancierd worden met een aanzienlijke

⁷ Ministerie van Financiën. (14 april 2011). De Fiscale agenda; Naar een eenvoudiger, meer solide en fraudebestendig belastingstelsel. p. 27

⁸ Verkregen via http://www.nvp.nl/pagina/wat_is_private_equity/

lening oftewel vreemd vermogen.⁹ Dit wordt ook wel een “leveraged buy-out” (LBO) genoemd. Het is ook mogelijk dat alleen een bedrijfsonderdeel wordt overgenomen door private investeringsmaatschappijen. Volgens het “back-to-the-core-business-principe”¹⁰ kunnen niet gerelateerde en inefficiënte divisies worden afgestoten door ondernemingen. Dergelijke situaties kunnen tevens onder het begrip leveraged buy-out vallen. In bovenstaand schema neemt private equity de rol in van de verschaffer van risicodragend eigen vermogen.

Het management kan bestaan uit het huidige management van een bedrijf, een nieuw management aangedragen door de participatiemaatschappij of een combinatie van beiden. Wanneer het huidige management van een bedrijf op individuele basis, maar met ondersteuning van private equity een significant aandeel in de onderneming neemt om zo de zeggenschap over het bedrijf te krijgen, spreekt men van een “management buy-out” (MBO)¹¹. Bij een MBO is het ook mogelijk dat slechts een onderdeel van het bedrijf zelfstandig wordt voortgezet door (een deel van) het management.

Een overnameholding wordt vooral opgezet om de voordelen van vreemd vermogen te kunnen benutten. De leningen kunnen worden aangegaan bij de bank, ook wel derdenleningen genoemd. Het overgrote deel van de financieringsconstructie bestaat uit leningen.

Management, private equity en bankleningen komen dus bijeen in een overnameholding. De overnameholding gaat de uiteindelijke overname aan en samen vormen ze een fiscale eenheid. Fiscaal vormen ze op deze wijze één onderneming, zodat de rentekosten op de leningen kunnen worden verrekend met de winsten van het overgenomen bedrijf.

Het is dus aantrekkelijk om een overname te verrichten via een overnameholding en te financieren met veel vreemd vermogen. De voordelen van deze constructie zijn binnen de huidige fiscale regelgeving nog te realiseren. De afgelopen jaren zijn veel Nederlandse bedrijven via een overnameholding in buitenlands bezit gekomen, vaak met ondersteuning van participatiemaatschappijen. De staatssecretaris van Financiën wil dergelijke overnames fiscaal onaantrekkelijk maken.

⁹ Smit, H. T. J. (21-11-2002). The Economics of Private Equity. Oratie. p. 1

¹⁰ Smit, H. T. J. (21-11-2002). The Economics of Private Equity. Oratie. p. 2

¹¹ Robbie, K en Wright, M. (1996) Management Buy-Ins: Entrepreneurship, Active Investors and Corporate Restructuring. Manchester: MUP

2.2 Fiscale wetgeving

De Wet op de Vennootschapsbelasting (Vpb) beschrijft de fiscale regelgeving voor Nederlandse bedrijven. De relevante situatie voor overnameholdings wordt behandeld in Artikel 10a Vpb. In dit artikel is opgenomen dat het niet is toegestaan de rentekosten ter financiering van een overname af te trekken van de nieuw te vormen fiscale eenheid.¹² De wettekst van dit artikel is voor het laatst herzien per 1 januari 2007 en bij de opstelling hiervan is getracht om te voorkomen dat uitholling van de Nederlandse belastinggrondslag mogelijk is. Echter, door een tegenbewijsmaatregel in dit wetsartikel blijkt het in de praktijk voor bedrijven toch mogelijk om de rentekosten af te trekken. Lid 1 Artikel 10a Vpb schrijft voor dat renteaftrek ten behoeve van een overname niet toegestaan is, Lid 3 biedt daarentegen mogelijkheden om onder deze beperking uit te komen. Ten eerste mag aftrek worden toegepast wanneer kan worden aangetoond dat de lening een zogenaamde derdenlening is. Een derdenlening is een schuld ten opzichte van een derde partij, zoals een bank. Een lening die door een moedermaatschappij wordt aangegaan om vervolgens aan een dochtermaatschappij uit te lenen, kan ook onder het begrip derdenlening vallen. Ten tweede is aftrek toegestaan als kan worden aangetoond dat het bedrijf dat de rente ontvangt voldoende belasting betaald. Voldoende belasting wordt hierbij gedefinieerd als 10% belasting over de volgens Nederlandse maatstaven belastbare winst, zonder de mogelijkheid om verliesverrekening toe te passen. Zodoende blijken in de praktijk nog veel bedrijven de belasting te ontwijken, omdat ze de renteaftrek kunnen blijven toepassen.

Een ander onderdeel van de Wet op de Vennootschapsbelasting is Artikel 10d, die ook wel de “thin-capitalisation” regeling wordt genoemd, kortweg de thin-cap regeling. Deze regelgeving dient ter voorkoming van onderkapitalisatie van ondernemingen, omdat die anders belasting kunnen ontwijken.

“Van een teveel aan vreemd vermogen (...) is sprake voorzover het gemiddeld vreemd vermogen van de belastingplichtige meer bedraagt dan **driemaal** het gemiddeld eigen vermogen en dit meerdere €500.000 te boven gaat.”¹³

Om volledig gebruik te kunnen maken van de renteaftrek zullen ondernemingen ten hoogste een vaste ratio van eigen vermogen in relatie tot vreemd vermogen aan moeten houden van 1 : 3. De interestkosten voor het ‘teveel’ aan vreemd vermogen mogen niet van de winst worden afgetrokken.

¹² Artikel 10a Wet op de Vennootschapsbelasting (opgenomen in de appendix).

¹³ Artikel 10d Wet op de VPB, lid 4 (opgenomen in de appendix).

Het laatste gedeelte van de wettekst klinkt verwarrend, maar het komt er op dat er een aftrekpost van €500.000 geldt voor bedrijven met ‘te veel’ vreemd vermogen. Wanneer bedrijven minder dan €500.000 aan rentekosten hebben, vallen ze buiten de regelgeving. Het volgende voorbeeld uit het Compendium van de Vennootschapsbelasting kan dit verduidelijken:

“Het vreemd vermogen van vennootschap A beslaat €1.000.000 en het eigen vermogen €100.000. De financieringsverhouding is derhalve 10:1. Het teveel aan vreemd vermogen bedraagt nu $€1.000.000 - / - 3 * €100.000 = €700.000$ verminderd met de franchise van $€500.000 = €200.000$. Van de over het vreemd vermogen verschuldigde rente is 200/1000-gedeelte (20%) niet aftrekbaar.”¹⁴

Zoals in de wettekst is te lezen, betreft het hier het gemiddelde eigen en vreemd vermogen. Het gemiddelde is gedefinieerd door de balanswaarden van 1-1 en 31-12 bij elkaar op te tellen en te delen door twee.

De definities die de wetgever hanteert voor eigen en vreemd vermogen worden verduidelijkt in het Compendium van de Vennootschapsbelasting¹⁵:

“Voor de vaste ratio wordt onder vreemd vermogen verstaan het saldo van de verschuldigde en uitstaande geldleningen en worden de fiscaal toelaatbare reserves, zoals bijvoorbeeld de herinvesteringsreserve, niet als eigen vermogen beschouwd (art. 10d lid 4 tweede volzin Wet Vpb 1969). (...) Verstaat onder een ‘geldlening’ een geldlening met betrekking waartoe zonder toepassing van dit artikel de rente aftrekbaar zou zijn.”

“Het eigen vermogen wordt bepaald op basis van de fiscale boekwaarde, zodat (willekeurige) afschrijvingen op activa het eigen vermogen en daarmee de ruimte voor financiering met vreemd vermogen verlagen.”

Zodoende bepaalt de balans die gebruikt wordt voor belastingdoeleinden het gemiddeld eigen en vreemd vermogen. De definities van de wetgever zijn van groot belang voor Nederlandse ondernemingen en bij de bepaling van de vermogensstructuur zal hier dan ook rekening mee worden gehouden. Belangrijk om op te merken is dat eigen vermogen wordt bepaald op basis van de fiscale boekwaarde. De boekwaarde representeert de waarde van de onderdelen van het bedrijf volgens de fiscale definitie, deze waarden zijn echter niet gelijk aan de marktwaarde.

¹⁴ Heithuis, E.J.W., Van den Dool, R.P., Kok, Q.W.J.C.H., De Nies, IJ. (2008). Compendium van de Vennootschapsbelasting. Deventer: Kluwer, p. 139

¹⁵ Heithuis, E.J.W., Van den Dool, R.P., Kok, Q.W.J.C.H., De Nies, IJ. (2008). Compendium van de Vennootschapsbelasting. Deventer: Kluwer

Bedrijfsonderdelen die gewaardeerd zijn op historische kostbasis kunnen meer of minder waard zijn geworden, terwijl dit niet blijkt aan de hand van de fiscale boekwaarde. De manier van waarderen heeft dus fiscale gevolgen. Wanneer de regelgeving veranderd, is het mogelijk dat dit een grotere rol gaat spelen.

3. TOEKOMSTIGE SITUATIE

In dit hoofdstuk zal ik ingaan op de voorgestelde plannen op basis van de Fiscale agenda en de antwoorden van de staatssecretaris die werden gegeven naar aanleiding vragen over deze Fiscale agenda.

Uit antwoorden op Kamervragen blijkt dat een grote Kamermeerderheid de plannen van de staatssecretaris steunt. De geplande maatregelen worden door staatssecretaris Weekers als volgt omschreven:¹⁶

“De kern van deze renteaftrekbeppering is dat rentelasten ter zake van de overname van een onderneming niet langer kunnen worden afgetrokken van de fiscale winst van die overgenomen onderneming.”

“Het overgrote deel van het MKB zal nooit te maken krijgen met de renteaftrekbeppering voor overnameholdings, omdat die alleen geldt voor bedrijven die zich op het overnamepad begeven. MKB-bedrijven die andere ondernemingen overnemen, krijgen alleen met de maatregel te maken als zij niet voldoende winst maken om de financieringslast van de overname zelf te dragen. Het deel van de financieringslast dat ten laste van de overgenomen vennootschap komt, is in principe niet aftrekbaar. Maar alleen voor zover de niet aftrekbare rente de drempel van € 500.000 te boven gaat. Als dat het geval is, wordt vervolgens gekeken of na de overname sprake is van een gezonde financieringsverhouding. Is dat het geval, dan blijft de renteaftrek ook ongemoeid.”

“Hoewel in de Fiscale agenda geen specifieke verhouding is genoemd, denk ik vooralsnog bij een gezonde financieringsverhouding aan een verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen van ten minste 2 : 3.”

“Te verwachten is dat het aanbod van risicodragend vermogen door derden, zoals private-equityfondsen, wordt afgestemd op de voorwaarden van de overnameholdingmaatregel. Dit betekent dat men zal willen voorkomen dat de overgenomen onderneming wordt opgezadeld met een overmaat aan schulden.”

“Het past (...) om geen onderscheid te maken tussen leningen verstrekt door derden en schulden aan verbonden lichamen. Zouden leningen van derden buiten de regeling worden gelaten, dan zou dat ook ontwijkgedrag in de hand werken. Zo zouden bijvoorbeeld Private

¹⁶ Ministerie van Financiën. (26 mei 2011). Antwoord op schriftelijke vragen Fiscale agenda. p. 35-37

Equity fondsen een overnameholding kunnen opzadelen met excessieve derdenleningen, terwijl interne leningen elders in de wereld zouden worden ingezet.”

De staatssecretaris schrijft dat er steun is voor een stevige maatregel tegen overnameholdings en dat blijkt ook wel uit bovenstaande citaten. De beoogde ingangsdatum van de nieuwe regelgeving is 1 januari 2012, maar de wijzigingen zullen effect hebben voor overnames vanaf 1 januari 2007.¹⁷ De nieuwe renteaftrekbeperking voor overnameholdings sluit dan namelijk aan op de wetgeving van voor 31 december 2006. Op 1 januari 2007 datum werden namelijk wijzigingen van kracht omtrent de inkomstenbelasting en de vennootschapsbelasting, omschreven in de Wet werken aan winst.¹⁸ De huidige wetgeving die gold van 1 januari 2007 tot de beoogde datum van 31 december 2011 zal dan worden ‘vervangen’ doordat de nieuwe wetgeving met terugwerkende kracht effect heeft op overnames sinds 1 januari 2007.

Het kabinet is voornemens de voordelen van renteaftrek, die vooral private equity fondsen behalen, in te perken. Op dit moment gebruiken private equity partijen hun kennis van de vermogensmarkt om overgenomen bedrijven een zo “efficiënt” mogelijke vermogensstructuur te laten aannemen, waarbij ook renteaftrekmogelijkheden optimaal worden benut. De kritiek van het kabinet richt zich er op dat overnemende partijen de overname financieren met schulden (groeps- en derdenleningen). Op 26 mei jongstleden schreef de staatssecretaris hierover:

“Uitgangspunt van de voorgenomen maatregel is te voorkomen dat een overgenomen bedrijf zijn fiscale winst opeet als gevolg van een overmaat aan schuldfinanciering. Hierop wordt een uitzondering gemaakt als na de overname sprake is van een gezonde financieringsverhouding. Dan blijft de renteaftrek ongemoeid.”¹⁵

De staatssecretaris wil met de voorgenomen plannen voor overnameholdings een eind maken aan de ‘excessieve’ renteaftrek waarvan geprofiteerd wordt door sommige (buitenlandse) bedrijven. Een middel om dit doel te bereiken is een vermogensstructuur met een verhouding 2 : 3. Wanneer bedrijven na een overname een fiscale eenheid aangaan, zal alleen de rente mogen worden afgetrokken over het vreemd vermogensbestanddeel tot 60% van het totale vermogen, met een aftrekpost van €500.000 voor de totale rentekosten. Nederlandse bedrijven die na een overname meer vreemd vermogen aanhouden dan in de voorgestelde verhouding eigen vermogen : vreemd vermogen 2 : 3, kunnen dus niet de volledige rentekosten aftrekken van de belastbare winst. De vraag is echter of dit overnames door private equity huizen zal verminderen.

¹⁷ Ministerie van Financiën. (26 mei 2011). Antwoord op schriftelijke vragen Fiscale agenda. p. 37

¹⁸ Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden. (12-12-2006). “Wet van 30 november 2006, houdende wijziging van belastingwetten ter realisering van de doelstelling uit de nota «Werken aan winst» (Wet werken aan winst)”. Jaargang 2006. Nr. 631.

4.1 Belastingvoordelen vreemd vermogen

De renteaftrek beperkende maatregelen zullen gevolgen hebben voor bepaling van de vermogensstructuur door Nederlandse bedrijven. In dit hoofdstuk zal ik kijken naar de theorie omtrent de vermogensstructuur.

Ondernemingen worden gefinancierd door een combinatie van eigen en vreemd vermogen (“equity” en “debt”). Modigliani en Miller (1958) stellen bij hun eerste propositie (de waarde van een onderneming is onafhankelijk van de vermogensstructuur) de voorwaarde van perfecte kapitaalmarkten, waarbij een belangrijk verschil met de realiteit het ontbreken van belasting is. In dit kader is het van belang dat belastingen juist wel kunnen zorgen voor een verschil in de waardering van een onderneming. In de praktijk wordt de vermogensstructuur aangepast aan het geldende belastingklimaat, om zo de waarde van de onderneming te maximaliseren. De inrichting hiervan heeft te maken met verschillende factoren, zoals financieel risico en de fiscaliteit. Voor een particulier zullen ook persoonlijke belastingen uiteindelijk moeten worden meegenomen in de waardering, dit zal ik verderop bespreken.

Een kenmerkende eigenschap is dat eigen vermogen fiscaal anders behandeld wordt dan vreemd vermogen. Een van die verschillen is dat een vennootschap wel de vergoeding voor de terbeschikkingstelling van vreemd vermogen (rente) van zijn winst kan aftrekken, maar niet de vergoeding voor de terbeschikkingstelling van eigen vermogen (dividend), aldus Marres¹⁹. Deze ongelijke behandeling van risicodragend en risicomijdend vermogen noemt Stevens²⁰ de meest in het oog springende onevenwichtigheid van de Nederlandse vennootschapsbelasting, maar op dit vraagstuk zal ik verder niet ingaan.

De consequenties van de fiscale regelgeving zal ik hieronder uiteenzetten. Renteaftrek mogelijkheden zorgen er dus voor dat bedrijven een motivatie hebben om met schuld te financieren. Het volgende eenvoudige voorbeeld zal dit toelichten.

¹⁹ Marres, O.C.R. (2005). Winstdrainage door renteaftrek: (Beoordeling van artikel 10a Wet op de vennootschapsbelasting 1969). p. 5

²⁰ Stevens, L.C.M. (2005) Fiscale beleidsnotities 2005, WFR 2004/6593, blz. 1363 e.v., op blz. 1375

<i>Tabel 1</i>	Met vreemd vermogen	Zonder vreemd vermogen
EBIT	€1,000	€1,000
Interestkosten	- 380	0
Winst voor belasting	620	1,000
Belasting (25%)	155	250
Netto winst	€465	€750

In tabel 1 is de netto winst lager met vreemd vermogen, echter de totale hoeveelheid geld beschikbaar aan alle investeerders is hoger met de aanwezigheid van vreemd vermogen.

<i>Tabel 2</i>	Met vreemd vermogen	Zonder vreemd vermogen
Betaalde interest aan schuldstrekkers	380	0
Inkomen voor eigen vermogen verschaffers	465	750
Totaal beschikbaar aan alle investeerders	€845	€750

Zoals te zien in tabel 2, kan in het geval dat er met vreemd vermogen gefinancierd is €95 meer worden uitgekeerd aan alle investeerders. Het verschil zit in de €380 interestkosten waarover geen belasting betaald hoeft te worden, deze €380 is afgeschermd van de belasting. Over het algemeen wordt deze renteaftrekbaarheid aangeduid als het “interest tax shield”.²¹

$$\text{Interest Tax Shield} = \text{Corporate Tax Rate} * \text{Interest Payments}$$

$$€95 = 25\% * €380$$

Dit belastingvoordeel heeft gevolgen voor de waarde van de onderneming. De contante waarde van het belastingvoordeel verhoogt de totale waarde van een met schuld gefinancierde onderneming ten opzichte van een onderneming zonder schuldfinanciering. Om dit verschil te bepalen moet een voorspelling worden gedaan hoe de schuld en daarmee de interestkosten van een bedrijf zich ontwikkelen. Volgens Brealey en Meyers²² is de contante waarde van een tax shield, onder voorwaarde dat het bedrijf permanent schuld heeft en in de toekomst gebruik kan blijven maken van het tax shield:

$$PV(\text{tax shield}) = \frac{\tau_c(R_D D)}{R_D} = \tau_c D$$

τ_c : vennootschapsbelasting

D: totale vreemd vermogen

R_D : interest vreemd vermogen

²¹ Berk, J. en P. DeMarzo. (2007). Corporate Finance. Ch. 15 p. 461. Pearson International Edition.

²² Brealey, R.A. en Myers, S.C. (2003) Ch18: “How Much Should A Firm Borrow”. Principles of Corporate Finance, 7th edition, p. 490

Belangrijke opmerkingen bij de bepaling van de waarde van een tax shield:

- Er moet belasting betaald worden om gebruik te maken van het tax shield, wanneer geen winst wordt gemaakt heeft het tax shield dus ook geen waarde.
- De overheid belast bedrijfsinkomen op twee manieren, door middel van vennootschapsbelasting en via belasting op het persoonlijk inkomen van aandeelhouders. Vreemd vermogen wordt bevoordeeld bij vennootschapsbelasting, terwijl eigen vermogen wordt bevoordeeld bij individuele inkomstenbelasting.
- De schuldcapaciteit is afhankelijk van de voorspoed van bepaalde projecten. Het is mogelijk meer te lenen als hogere winsten dan verwacht worden gerealiseerd, echter wanneer het project niet succesvol verloopt, is het niet mogelijk de schuldfinanciering te verhogen.

Zoals aangegeven bij het tweede punt is inkomstenbelasting ook van belang. Individuele investeerders bepalen de waarde van een onderneming aan de hand van de kasstromen die ze na belasting zullen ontvangen. Een combinatie van vennootschapsbelasting en persoonlijke inkomstenbelasting resulteert in de waarde van een onderneming voor een individuele investeerder. De eigenlijke waarde van een tax shield is daarom afhankelijk van de totale belastingbesparingen, zoals Miller (1977) ook heeft beargumenteerd. In dit onderzoek zal ik verder echter ingaan op de waardering van ondernemingen zonder rekening te houden met persoonlijke belastingen.

Het tax shield vertegenwoordigd over het algemeen een belangrijke waarde. Bij de waardering van een bedrijf wordt rekening gehouden met de mogelijkheid om de interestkosten van de winst af te trekken. Als deze fiscale mogelijkheid per 1 januari 2012 verandert, zal dat directe consequenties hebben voor de kasstromen van Nederlandse ondernemingen die sinds 2007 een overname hebben verricht en meer dan 60% vreemd vermogen hanteren in hun vermogensstructuur. De rente over het deel boven deze 60% kan niet van de winst worden afgetrokken en het bedrag dat aan belasting moet worden afgedragen wordt dus hoger. De consequenties hiervan zijn moeilijk te overzien, omdat het zeer bedrijfsspecifiek is, maar zoals aangegeven door de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) kunnen ook MKB bedrijven worden getroffen door de maatregel.²³

²³ Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. (16 mei 2011). Voornemen Beperking renteaftrek Overnameholding in Fiscale Agenda. p. 1

4.2 Literatuur

De inrichting van de vermogensstructuur is een belangrijk onderwerp in de literatuur. Ik zal hierna enkele artikelen behandelen die relevant zijn voor deze scriptie.

In 1985 concludeerde Lowenstein in een onderzoek naar 28 Amerikaanse overnames door het management (Management Buy-Outs, MBOs), dat deze substantiële winsten voor de aandeelhouders creëerden. Hij benadrukte echter dat deze financiële winsten geen reële winsten waren, maar slechts belasting gegenereerde winsten. Volgens Lowenstein had het management vaak de mogelijkheid om het bedrijf op te kopen en daarbij kon de overnamepremie in zijn geheel betaald worden uit de kasstromen gegenereerd door belastingbesparingen. De aandeelhouders zouden hierdoor echter benadeeld kunnen worden, omdat een externe partij misschien een hogere premie voor de onderneming over heeft.

In 1989 laat Kaplan zien dat door een typische MBO onderneming vrijwel geen belastingen worden betaald in de eerste twee jaar na de overname, maar vanaf het derde jaar weer wel. Zijn bevindingen deed hij naar aanleiding van een onderzoek naar 76 MBO's bij publieke Amerikaanse bedrijven. Hij concludeerde dat het potentiële mediane belastingvoordeel 97,1% van de betaalde premie kan bedragen, wanneer uit wordt gegaan van een permanente overnameschuld en een marginale belastingdruk van 30%.

Opler en Titman (1993) laten zien dat een groot percentage van de LBO ondernemingen meer vreemd vermogen gebruiken dan nodig om in zijn geheel geen belasting meer te betalen en concluderen daarom dat de rol van vreemd vermogen niet slechts belastingontwijking is. De resultaten uit het onderzoek naar 180 Amerikaanse bedrijven die gedurende de jaren 1980-1990 een LBO ondergingen, ondersteunen het idee dat de rol van de schulden geassocieerd zijn met het motivatieprobleem bij vrije kasstromen.

Fama en French (1998) concluderen dat hun regressieonderzoek niet duidelijk laat blijken dat belastingeffecten als gevolg van financieringsbeslissingen invloed hebben op de waarde van een onderneming. Hun tests bieden geen indicatie dat vreemd vermogen netto belastingvoordelen heeft. In 2002 schrijven Fama en French dat de waarde van het tax shield hoger is voor winstgevendere en minder volatiele bedrijven, en dat zij daarom ook meer leverage hanteren.

Cotter en Peck (2001) concluderen in een groot dataonderzoek naar 763 Amerikaanse LBO's dat wanneer overnamespecialisten (zoals bijvoorbeeld KKR) zeggenschap hebben over een meerderheid van het overgenomen bedrijf, het waarschijnlijker is dat er minder met vreemd

vermogen gefinancierd wordt, en dat de kans op een faillissement dus kleiner is. Overnamespecialisten zijn participatiemaatschappijen die veelvuldig overnames verrichten, ze worden ook wel private equity fondsen genoemd. Overnamespecialisten worden gekenmerkt door ervaring in de LBO-markt, omdat ze gespecialiseerd zijn in dergelijke overnames. Cotter en Peck concluderen dat de prestaties van overgenomen bedrijven die strengere voorwaarden voor het vreemd vermogen hanteren, alleen verbeteren wanneer overnamespecialisten niet betrokken zijn.

Renneboog en Simons (2005) zetten naar aanleiding van een uitgebreid literatuuronderzoek vraagtekens bij de voordelen van hoge leverage bij LBO's als het daadwerkelijke motief om de bedrijfsvoering privaat door te zetten. In een competitieve markt voor zakelijk zeggenschap zouden de voorspelbare en realiseerbare belastingvoordelen namelijk worden toegeëigend door de pre-overnamepartijen, waardoor er geen belastingvoordelen meer zijn voor de post-overname investeerders die de onderneming privaat doorzetten.

Empirisch onderzoek van Renneboog (2007) laat zien dat de belangrijkste bronnen van waarde bij LBO's de onderwaardering van het over te nemen bedrijf, de stimulans van het management door toenemend eigen belang en de hereniging van eigendom en zeggenschap zijn.

Korteweg (2010) concludeert in zijn onderzoek naar 290 Amerikaanse bedrijven dat een selectie van 25 LBO's substantieel te weinig vreemd vermogen financiering gebruikten in het jaar voor de overname. Het mediane te behalen voordeel bedroeg volgens het gebruikte model 0,8% tot 3% van de bedrijfswaardering, afhankelijk van de modelspecificering.

De genoemde artikelen laten zien dat bedrijven voordeel kunnen behalen door meer met vreemd vermogen te financieren, omdat er minder belasting betaald hoeft te worden. Deze belastingvoordelen vormen echter niet altijd de belangrijkste motivatie voor een overname. Als de overnamepremie kan worden terugverdiend uit de belastingbesparingen moeten er nog andere motieven zijn om een overname te doen. In hoofdstuk 4.4 zal ik hier verder op in gaan.

4.3 Verkenning van de gevolgen voor publieke bedrijven

De renteaftrek beperkende maatregelen zullen natuurlijk invloed hebben op de in Nederland gevestigde bedrijven. Het is daarom van belang om te kijken naar de huidige vermogensstructuur van Nederlandse bedrijven, om te zien wat voor impact de fiscale maatregelen mogelijk zouden kunnen hebben.

Willem Vunderink, fiscalist bij KPMG Meijburg, vreest voor ‘vele miljarden’ schade, aldus het Financieele Dagblad van 10 juni 2011²⁴. “Het gaat hier om honderden bedrijven. (...) Van de 120 bedrijven die ik tot dusver heb onderzocht lopen er 44 al gezamenlijk €837 miljoen mis. (...) Zes grote buitenlandse multinationals lopen alleen al €353,5 miljoen mis.” Het onderzoek is niet openbaar, maar de cijfers geven in ieder geval aan dat het effect zeer fors is voor de onderzochte Nederlandse bedrijven.

Voor dit verkennende onderzoek heb ik uit de database van Thomson Financial (Worldscope) een lijst van 120 publieke statutair in Nederland gevestigde bedrijven verkregen. Aanvankelijk werden 134 resultaten gegeven, maar voor sommige bedrijven waren niet voldoende gegevens beschikbaar om verder mee te werken. SNS Reaal is buiten beschouwing gelaten omdat dit een bancaire instelling betreft. Omdat het onderzoek van Vunderink niet openbaar is, kan ik niet zeggen of het om dezelfde 120 bedrijven gaat.

De door mij gekozen parameter om te kijken naar de vermogensstructuur is “weight of debt”, oftewel het gewicht van het vreemd vermogen. De precieze definitie is:

$$\text{Weight of Debt} = \text{Total Debt} / (\text{Total Debt} + \text{Preferred Stock} + \text{Total Common Equity})^{25}$$

De onderdelen van deze definitie worden nader toegelicht in de appendix, echter de omschrijvingen die worden gebruikt door Worldscope zijn zeer breed. Hierdoor heb ik in dit verkennende onderzoek niet de definities of waarden kunnen gebruiken die het beste aansluiten bij de fiscale definities die de wetgever hanteert. De waarden in de onderstaande tabel moeten daarom worden gezien als een grove indicatie. Voor dit onderzoek stel ik bijvoorbeeld “weight of debt” gelijk aan het percentage vreemd vermogen binnen een onderneming volgens de wetgever.

De tabel op de volgende bladzijde laat de Nederlandse publieke ondernemingen zien met meer dan 60% vreemd vermogen over 2010 volgens de gegeven definitie. Het jaartal betreft het fiscale boekjaar 2010 voor bedrijven die dit gelijk laten lopen aan het kalenderjaar. Mocht dit niet zo zijn dan wordt door Worldscope het jaartal waarin de fiscale boekjaar eindigt genomen als het jaartal. Stel bijvoorbeeld dat het fiscale boekjaar van een bedrijf eindigt op 31 maart 2010, dan valt dit in de database onder ‘2010’.

²⁴ Rolvink, F. (10 juni 2011). Plan Weekers kost ‘miljarden’; KPMG: staatssecretaris onderschat kosten bedrijfsleven bij ‘sprinkhanenvoorstel’. *Het Financieele Dagblad*.

²⁵ Thomson One Banker. (2011). Help: definitions. Verkregen via: <http://banker.thomsonib.com/ta/help/TAHelp.aspx>

Tabel 3: In Nederlands genoteerde publieke ondernemingen met >60% vreemd vermogen over 2010
(Bedragen in miljoenen euro's)

	Weight of Debt (in %)	Interest Expense on Debt	Total Debt	Total Debt * Tax	TD*(WoD-60%)
AAA Auto Group NV	75%	1,86	42,75	10,69	6,29
Aercap Holdings NV	75%	182,01	4904,92	1226,23	726,25
Ballast Nedam NV	66%	11,00	312,00	78,00	18,60
CNH Global	69%	597,72	12173,86	3043,46	1101,64
Delta Lloyd Group NV	80%	774,80	15548,00	3887,00	3111,84
Engel East Europe NV	92%	5,46	61,19	15,30	19,40
Grontmij NV	62%	15,19	260,23	65,06	5,87
Heineken Holding	65%	590,00	8726,00	2181,50	434,87
Kardan NV	91%	171,00	3525,00	881,25	1104,91
Koninklijke BAM Groep NV	67%	80,26	2269,60	567,40	166,32
Koninklijke KPN NV	78%	827,00	12537,00	3134,25	2278,66
NXP Semiconductors NV	82%	242,42	3399,60	849,90	754,46
Oranjewoud NV	71%	6,93	422,80	105,70	47,24
Phoenix Group Holdings	89%	314,39	15006,34	3751,59	4362,49
Roodmicrotec NV	60%	0,52	5,59	1,40	0,03
Sensata Techn. Holding NV	65%	71,81	1411,60	352,90	73,67
Swedish Automobile NV	169%	5,45	504,15	126,04	551,45
Stern Groep NV	62%	5,91	242,45	60,61	4,77
Vastned Offices Industrial	64%	26,62	560,45	140,11	21,92
Vimetco NV USD GDR 144A	77%	90,90	1499,82	374,96	260,77
Wolters Kluwer NV	61%	115,00	2538,00	634,50	29,35
Totaal		4136	85951	21488	15081
Mediaan		80	1500	375	166
Gemiddelde	77%	197	4093	1023	718

Van de onderzochte 120 bedrijven hebben er 21 meer dan 60% vreemd vermogen.

De zesde kolom bevat een grove schatting van het vreemde vermogen waarover geen rentekosten zouden mogen worden afgetrokken in de toekomst. De berekening is als volgt:

$$Total\ Debt * (Weight\ of\ Debt - 60\%)$$

Voor de genoemde bedrijven zou het over een totaalbedrag van ongeveer €15 miljard gaan. Als deze bedrijven de rentekosten hierover niet mogen aftrekken, zal dit bij een rentepercentage van 5% een aftrekbeperking van €754,05 miljoen per jaar betekenen.

Voor veel in Nederland gevestigde bedrijven kunnen de maatregelen een grote impact hebben, zoals ook fiscalist Vunderink al aangaf. Het aangehaalde voorbeeld laat slechts een ruwe schatting zien op basis van 120 publieke bedrijven. Wanneer alle Nederlandse ondernemingen worden meegenomen, kan duidelijk worden dat het potentieel om een zeer groot nadelig belastingeffect gaat.

4.4 Private equity

De maatregelen zijn vooral bedoeld om te voorkomen dat Nederlandse bedrijven worden overgenomen op 'eigen kosten' door (buitenlandse) private equity fondsen. Zoals de vorige

staatssecretaris al eens aangaf: “De overnameholding is heel specifiek gericht op de private equity.”²⁶ In dit hoofdstuk zal ik bespreken wat de kenmerken zijn van private equity, en hoe deze op dit moment gebruik maken van de fiscale regelgeving in Nederland.

Private equity is risicodragend vermogen dat gebruikt wordt bij de financiering van niet-beursgenoteerde bedrijven. In de Nederlandse economie nemen private equity partijen een steeds belangrijkere rol in bij de kapitaalverschaffing voor ondernemingen. Volgens de NVP stonden Nederlandse bedrijven die (mede) door participatiemaatschappijen werden gefinancierd in 2010 voor een gezamenlijke omzet van €82 miljard.²⁷

Het kabinet wil het gebruik van een overnameholding bij de overnames van Nederlandse bedrijven ontmoedigen. Participatiemaatschappijen houden nu nog rekening met de mogelijkheid tot renteaftrek wanneer zij een overname met veel vreemd vermogen financieren. Als deze mogelijkheid in de toekomst wegvalt, wil dat nog niet zeggen dat overnames door (buitenlandse) participatiemaatschappijen niet meer zullen voorkomen. Private equity wordt namelijk niet alleen ingezet om door middel van renteaftrek een goed rendement te behalen. Hieronder zal ik andere strategieën behandelen die participatiemaatschappijen gebruiken.

Participatiemaatschappijen kenmerken zich door een meerderheidsbelang te nemen in ondernemingen waarvan zij verwachten waarde te kunnen creëren in de toekomst. Het gaat hierbij niet om te realiseren synergiën, maar om waardecreatie bij op zichzelf staande overnames (Baker en Montgomery, 1994). Door middel van verschillende strategieën proberen ze de onderneming na een paar jaar door te verkopen met winst. Het overnameproces wordt gekenmerkt door drie stadia; acquisitie, ondernemingsvoering en de desinvestering. Gedurende de laatste fase wordt het uiteindelijke rendement pas duidelijk. De volgende strategieën om waarde te creëren zijn door Berg en Gottschalg (2003) gedefinieerd in dit proces.

- I. **Financiële arbitrage:** het realiseren van winst door het verschil in de waardering van een bedrijf waarin geparticipeerd wordt, ongeacht de onderliggende financiële prestaties van het bedrijf. Deze arbitragewinst kan weer verschillende grondslagen hebben.
 - i. Exogene veranderingen in de markt. Marktomstandigheden kunnen veranderen waardoor een onderneming door invloeden van buitenaf meer waard wordt.
 - ii. Private informatie en kennis over het overgenomen bedrijf (“insider information”).
 - iii. Superieure marktinformatie dankzij industrie-expertise of persoonlijke netwerken.

²⁶ Verslag algemeen overleg, Kamerstuk, 2009/10, 31 369, nr. 10, p. 25

²⁷ Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (2011) *Ondernemend Vermogen*

- iv. Superieure onderhandelingskwaliteiten en specifieke mogelijkheden tot het vormen van bepaalde transacties (“proprietary deal flow”).
 - v. Verkoop van losse onderdelen van de onderneming. Een onderneming met verschillende bedrijfsonderdelen kan meer waarde hebben als het wordt opgesplitst (“asset stripping”).
- II. **Financiële herstructurering:** de optimalisatie van de vermogensstructuur van de onderneming en de minimalisering van de vermogenskosten (“cost of capital”) na belasting, door gebruik te maken van de expertise en kennis van de participatiemaatschappij.
- III. **Operationele herstructurering:** effectiviteit verhogen met betrekking tot de linkerzijde van de balans. Hierbij is van belang om de productiviteit en de effectiviteit van de operationele processen te verbeteren.
- i. Kostenbesparingen en verbeteringen van de marge.
 - ii. Verhogen van de kapitaalproductiviteit; verbeteren van onder andere werkkapitaal.
 - iii. Ineffectiviteit van het management verminderen.
- IV. **Strategische herstructurering:** het bedrijf strategisch hervormen in de markt. Bedrijven laten focussen op comparatieve voordelen en andere onderdelen afstoten.
- V. **Reductie van agency kosten:** het verminderen van de kosten die ontstaan door de scheiding van eigendom en bestuur van een onderneming.
- i. Vrije kasstromen worden verminderd, omdat bij financiering met veel vreemd vermogen de rentekosten hoger zijn. Dit voorkomt dat vrije kasstromen inefficiënt worden besteed (mogelijk binnen de onderneming).
 - ii. Verhoogde motivatie en betrokkenheid van het management door een eigen belang (aandeelhouderschap) in de onderneming (“incentive alignment”).
 - iii. Verhoogde controle en verbeterd opzicht. De betrokkenheid van het bestuur faciliteert directe en snelle toegang tot vertrouwelijke bedrijfsinformatie.

De geplande fiscale maatregelen zullen vooral gevolgen hebben voor de financiële herstructurering (onderdeel II) van het over te nemen bedrijf. Echter, deze herstructurering met het profijt van renteaftrek vormt slechts één van de mogelijkheden voor private equity bedrijven om (financiële) voordelen te behalen. De maatregelen lijken ook bedoeld om te ontmoedigen dat gezonde Nederlandse bedrijven in buitenlandse handen terecht komen en vervolgens

bijvoorbeeld opgesplitst worden. De afgelopen jaren zijn onder andere KLM, ABN Amro, Stork, Hagemeyer, Wegener, Grolsch, Numico, Rodamco Europe en PCM door buitenlandse bedrijven overgenomen. Waarschijnlijk kunnen de fiscale maatregelen niet garanderen dat dergelijke overnames niet meer plaats vinden, omdat participatiemaatschappijen ook andere strategieën gebruiken om rendement te behalen bij de overname van een onderneming.

Veel landen hanteren thin-capitalisation regels om te voorkomen dat belasting op grote schaal kan worden ontweken. Ik zal voor enkele landen de regelgeving hieromtrent in het kort bespreken.

5.1 Duitsland

In de Duitse wetgeving zijn regels met betrekking tot de renteaftrek opgenomen in de zogenaamde “Körperschaftsteuergesetz (KStG)”. De wetgeving is een aantal keren aangepast om te voorkomen dat bedrijven ‘overmatig’ gebruik maken van renteaftrek. In bepaalde gevallen heeft de wetgever heeft de mogelijkheid om langlopende schulden te herkwalificeren als verkapte winstuitdelingen. Sinds 2008 zijn in Duitsland complexe nieuwe regels ingevoerd²⁸. Ik zal in deze omschrijving slechts de algemene regels van de nieuwe Duitse thin-capitalisation regels toelichten.

De Duitse regels beperken de mogelijkheid om rentekosten af te trekken tot een maximum bedrag van 30% van de EBITDA²⁹. Het gaat hierbij om rentekosten die betaald zijn aan gelieerde of derde partijen, daarin wordt geen onderscheid gemaakt. Rentekosten boven de 30% grens kunnen ofwel vallen onder de uitzonderingsregels, of ze kunnen oneindig verrekend worden voor toekomstige belastingaangiften (“carry forward”). De uitzonderingsregels komen in het kort op het volgende neer:

- de rentebetalingen bedragen minder dan €1.000.000
- de onderneming is geen onderdeel van een groep ondernemingen
- de “escape clause” is van toepassing

De rentekosten kunnen dus wel worden afgetrokken indien een bedrijf voldoet aan één van de bovenstaande uitzonderingsregels. Een onderneming voldoet aan de zogenaamde “escape clause” wanneer ze een groter deel eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen in de onderneming heeft dan wereldwijd het gemiddelde. Deze equity-ratio wordt gemeten door geconsolideerde balansen te vergelijken die zijn opgesteld volgens internationale accountingstandaarden (IFRS, GAAP). Om deze equity-ratio te bepalen en te vergelijken, moet de balans worden aangepast volgens specifieke Duitse wetgeving. De clause maakt de

²⁸ Eicke, R. en Kessler, W. (16-07-2007). “New German Thin Cap Rules – Too Thin the Cap”. Tax Notes International. Tax Analysts.

²⁹ Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization ofwel inkomsten voor aftrek van rente, belastingen, en afschrijvingen op activa, goodwill en leningen

wetgeving zeer complex en ook onduidelijk. Accountant Ernst & Young³⁰ verwacht dat de wetgever hier nog nadere regelgeving voor zal uitbrengen.

Bovenstaande regels vormen een grondige wijziging op de wetgeving die in werking was tot 2007. Daarin werd onder andere als voorwaarde gesteld dat rente niet aftrekbaar was, indien de onderneming een debt/equity-ratio hoger dan 1,5 : 1 had. Deze oude ratio komt overeen met wat de staatssecretaris van Financiën in zijn plannen voor Nederland ‘gezond’ acht.

5.2 Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk wordt over het algemeen naar twee belangrijke voorwaarden gekeken om te bepalen of rente aftrekbaar is. Ten eerste wordt gekeken of de lening en de rente op de lening volgens de wetgever ‘zakelijk’ is. Hiermee wordt bedoeld dat de lening bij een onafhankelijke derde partij ook onder dezelfde voorwaarden mogelijk zou zijn. Ten tweede wordt beoordeeld of de onderneming ondergecapitaliseerd is. Maatstaven hierbij zijn een debt/equity-ratio van 1:1 en een interest dekkingsratio van 3:1. De interest dekkingsratio geeft hierbij aan hoeveel keer een bedrijf haar rentelasten kan betalen uit het bedrijfsresultaat. De verhouding tussen het eigen en vreemd vermogen klinkt vrij strikt, maar ondernemingen mogen in overeenstemming met de belastingautoriteiten hogere ratio’s hanteren op basis van geldende ratio’s binnen hun bedrijfstak.

Er zijn in Engeland bovendien nog aparte mogelijkheden om te voorkomen dat rente niet mag worden afgetrokken. Een bedrijf met ‘te veel’ vreemd vermogen mag de rente alsnog aftrekken als een andere op zichzelf staande onderneming kan aantonen dat het garant kan staan voor de lening. Dit is een opmerkelijk verschil met de geplande Nederlandse regelgeving, omdat de wetgever in het Verenigd Koninkrijk het belang van kredietwaardigheid boven de belastinginkomsten voor de staat stelt.

5.3 Italië

Italië hanteerde eerst renteaftrekregels gebaseerd op “asset-to-equity” ratio’s. Deze maatstaf, waarbij gekeken werd naar de verhouding van bezittingen ten opzichte van het eigen vermogen, werd bekritiseerd door het Europese Hof van Justitie. Sinds eind 2007 zijn daarom nieuwe thin-capitalisation wetten ingevoerd, die net als in Duitsland voorschrijven dat de aftrekbare

³⁰ Ernst & Young LLP. (Mei 2008). Thin Capitalization Regimes in Selected Countries. Report Prepared for the Advisory Panel on Canada’s System of International Taxation.

rentekosten maximaal 30% van de EBITDA mogen bedragen. Rente daarboven kan oneindig verrekend worden ten behoeve van toekomstige belastingaangiften.

5.4 Frankrijk

De huidige Franse thin-capitalisation regels zijn in werking sinds 1 januari 2007. Ze hebben allereerst betrekking op de zakelijkheid van de lening, zoals in het Verenigd Koninkrijk. Daarna wordt gekeken naar de rente betaald aan alle partijen, zonder onderscheid tussen groeps- en derdenrente. Er zijn bepaalde voorwaarden opgesteld waarvan de meest gunstige voorwaarden voor het bedrijf bepalen of rente aftrekbaar is. Hierbij wordt onder andere gekeken naar rente die betaald wordt als de gestelde debt/equity-ratio van 1,5 : 1 overschreden wordt. Het interestdeel dat de gestelde regels te boven gaat met meer dan €150.000 is niet aftrekbaar.

5.5 Verenigde Staten van Amerika

De Amerikaanse belastingwetgeving is opgenomen in de “US Internal Revenue Code of 1986”. Hierin is opgenomen dat rente in beginsel aftrekbaar is. Er zijn echter ook maatregelen opgenomen om te voorkomen dat belasting wordt ontweken door overmatige financiering met vreemd vermogen. Deze regelgeving wordt aangeduid als de “earnings stripping” bepaling. Men probeert te voorkomen dat de winsten (earnings) worden verminderd (stripping) door het gebruik van vreemd vermogen. Marres (2005) omschrijft in zijn proefschrift dat rente niet kan worden afgetrokken in het volgende geval:³¹

- de debt/equity ratio bedraagt meer dan 1,5 : 1, en
- de rentelasten bedragen meer dan 50% van het belastbare inkomen, en
- de rente is niet onderworpen aan belastingheffing in de VS, en
- de rente is verschuldigd aan of gegarandeerd door een gelieerde person

Onderdelen uit de Amerikaanse regelgeving komen overeen met het plan van staatssecretaris Weekers. De beoogde verhouding tussen eigen en vreemd vermogen is gelijk aan de geldende ratio in de Verenigde Staten. In de VS geldt echter dat aan *alle* voorwaarden tegelijkertijd moet worden voldaan, voordat de earnings stripping maatregel voorkomt dat rente kan worden afgetrokken. Deze regelgeving is dus niet echt rentaftrek beperkend voor in de Verenigde Staten gevestigde bedrijven.

³¹ Marres, O.C.R. (2005). Winstdrainage door renteaftrek: (Beoordeling van artikel 10a Wet op de vennootschapsbelasting 1969). p. 262

6. BESPREKING WIJZIGINGEN

Overnames kunnen binnen de huidige wetgeving zonder veel problemen verlopen via een overnameholding. Bij een nieuw ontstane fiscale eenheid kan de volledige rente over het vreemd vermogen worden afgetrokken van de winst, mits het vreemd vermogen niet meer bedraagt dan drie keer het eigen vermogen.

De nieuwe wetgeving zal moeten voorkomen dat bedrijven met een ‘gezonde’ vermogensstructuur worden opgezadeld met een grote schuld. De fiscale eenheid die ontstaat na een overname kan alleen rente aftrekken over het vreemd vermogensdeel dat volgens de wetgever gewenst is. Waarschijnlijk zal een gezonde vermogensstructuur worden gedefinieerd als een ratio vreemd : eigen vermogen van 3 : 2.

Volgens de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) hebben deze maatregelen een grote impact op Nederlandse bedrijven en ons huidige vestigingsklimaat. Deze vereniging behartigt de belangen van participatiemaatschappijen in Nederland, wat in acht moet worden genomen bij de informatie die zij verstrekken, maar de door hun genoemde problemen zijn daarom niet minder relevant. In een brief aan de Vaste Commissie voor Financiën van de Tweede Kamer stellen ze een aantal zaken aan de orde. Hieronder zal ik deze zaken bespreken door telkens een citaat uit de brief te geven en deze gelijk te becommentariëren.

- “Niet alleen rente op aandeelhoudersleningen, maar ook derdenrente wordt geraakt. Dit gaat geheel voorbij aan de marktwerking tussen banken en ondernemingen die er toe leidt dat financiering per situatie al beperkt wordt tot reële verhoudingen. Het is principieel onjuist dat de fiscus daaraan nadere beperkingen stelt.”³²

De staatssecretaris heeft deze keuze bewust gemaakt om te voorkomen dat voornamelijk private equity fondsen overnames als alternatief kunnen gaan financieren met derdenleningen, zoals ook genoemd in Hoofdstuk 3.1. In Duitsland en Frankrijk wordt ook geen onderscheid gemaakt tussen interne en derdenleningen. Derdenrente is momenteel echter nog volledig aftrekbaar in Nederland. Het vormt daarom een belangrijke wijziging voor bedrijven.

- “De verhouding vreemd vermogen - eigen vermogen 3 : 2 waarboven de aftrekbeperking zou gelden is volstrekt willekeurig en gaat voorbij aan de grote verschillen tussen

³² Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. (16 mei 2011). Voornemen Beperking renteaftrek Overnameholding in Fiscale Agenda.

bedrijfstukken en individuele ondernemingen. Bovendien kent de verhouding 3 : 2 internationaal geen vergelijk. Het gaat hier om een verdubbeling ten opzichte van de 3 : 1 verhouding gebruikt in de ‘thin capitalisation’ wet, zonder enige onderbouwing.”³²

De ratio 3 : 2 (ofwel 1,5 : 1) wordt als onderdeel van de onderkapitalisatie-toets gehanteerd in de Verenigde Staten en Frankrijk. Vroeger gold 3 : 2 ook in Duitsland. De opvatting van de NVP dat deze verhouding internationaal geen vergelijk krijgt, gaat dus niet volledig op. Kritisch bekeken wordt hier dus een verkeerd argument gegeven door de NVP, waar duidelijk uit blijkt dat ze vooral de eigen belangen hiermee willen behartigen.

De huidige regeling waarbij een vermogensstructuur van 3 : 1 moet worden aangehouden, om volledig gebruik te kunnen maken van renteaftrek kan problemen opleveren voor bedrijven die een vermogensstructuur aanhouden die op of in de buurt van die grens ligt. Als er over een boekjaar bijvoorbeeld verlies wordt geleden, of als er een overname wordt gedaan, dan kan dit het eigen vermogen doen verminderen. Er zijn momenteel Nederlandse bedrijven die dicht op de grens van 3 : 1 zitten, echter wanneer deze verhouding wordt gewijzigd in 3 : 2, dan zijn er potentieel veel meer bedrijven die fiscale problemen krijgen vanwege hun vermogensstructuur. Gedurende de huidige moeilijke economische tijden zou een plotseling verlies er dus voor kunnen zorgen dat bedrijven opeens in aanraking komen met de nieuwe thin-cap regeling. Bedrijven geraken sneller in het grensgebied, waardoor ze minder rente kunnen aftrekken van de winst. Voor vennootschappen wordt het dus veel belangrijker om te letten op hun vermogensstructuur, om te voorkomen dat ze minder rente kunnen aftrekken. In de praktijk komt het echter nogal eens voor dat pas bij het opstellen van de jaarrekening of bij de aangifte van vennootschapsbelasting men erachter komt dat de vermogensstructuur niet thin-cap optimaal was. Voor het betreffende jaar zijn de gevolgen onontkoombaar, men kan alleen nog voor de toekomst herstructureren.³³

- “Kapitaalinjecties in minder goed lopende bedrijven worden bemoeilijkt. Bedrijven die in zwaar weer zijn, en hun eigen vermogen zien afnemen, zullen door een plotseling verlies aan renteaftrek nog verder in problemen komen. Dit maakt hen minder aantrekkelijk om in te investeren.”³²

Zoals ook in het vorige punt is genoemd, zullen meer bedrijven rekening moeten gaan houden met de thin-cap maatregelen. Door de nieuwe regeling kunnen bedrijven met (plotselinge)

³³ Bron: www.pleinplus.nl/verdieping/achtergrondartikel/12873/de_thin-capregeling%3A_aftrekbeperving_rente_bij_verbonden_lichamen

tegenvallende winsten, extra geraakt worden door de renteaftrekbeperking. Het betekent namelijk een fiscale afstraffing, omdat de “aftrekpost ter zake van betaalde rente (vaak een reële economische kostenpost, zeker nu het (ook) om bankrente gaat) navenant kleiner wordt.”³⁴ Een dergelijke dubbele impact kan (onwenselijke) schadelijke gevolgen hebben voor Nederlandse ondernemingen. Het is onduidelijk of de staatssecretaris dit probleem grondig heeft geanalyseerd. Het vormt een belangrijk vraagstuk, omdat de mogelijk vergaande gevolgen niet beoogd zijn met de regelgeving.

- “De beperking op de renteaftrek zou al plaatsvinden vanaf € 500.000 aan rentelasten. MKB ondernemingen met een bedrijfsresultaat vanaf circa €2 miljoen, die met een overnameholding voor 5xEBITDA worden overgenomen en voor 60% met schuld worden gefinancierd tegen 8% per jaar, worden dus al door het voornemen getroffen. Een groot deel van het Nederlandse MKB dat nu al moeite heeft met aantrekken van financiering voor bedrijfsoverdracht of herstructurering, wordt dus wel degelijk geraakt.”³²

Het bovengenoemde voorbeeld behandelt het grensgebied vanaf wanneer ondernemingen te maken kunnen krijgen met de aangepaste regelgeving. Het voorbeeld dient waarschijnlijk om aan te geven dat kleine overnames, met een bedrijfsresultaat van ‘slechts’ €2 miljoen, ook rekening zullen moeten gaan houden met een vermogensstructuurratio 3 : 2. De staatssecretaris heeft aangegeven dat hij verwacht dat MKB-ondernemingen niet of nauwelijks zullen worden getroffen door de maatregel. Op de vraag welk deel van het MKB precies te maken krijgt met de renteaftrekbeperking blijft hij het precieze antwoord echter schuldig: “Het *overgrote* deel van het MKB zal nooit te maken krijgen met de renteaftrekbeperking voor overnameholdings”.³⁵

Voorals indien de financieringslast niet volledig zelf kan worden gedragen door het overnemende bedrijf kan een dergelijke maatregel als bijkomend nadeel hebben dat bedrijven minder snel een overname zullen verrichten, omdat hun vermogensstructuur anders kan worden beïnvloed.

- “Overgangsrecht ontbreekt en materieel worden overnamefinancieringen met terugwerkende kracht naar 1 januari 2007 geraakt. Onduidelijk is met ingang van welk jaar dat tot aftrekbeperkingen gaat leiden, maar duidelijk is dat de voornemens veel verder gaan dan de ‘thin capitalisation’ regels die in 2007 werden ingevoerd en waarop ondernemingen hun financieringsstructuur hebben aangepast. De voornemens hebben directe gevolgen voor de cash flow van bedrijven, de mogelijkheid om schuld af te lossen en aan hun

³⁴ Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (30 juli 2009). Reactie van de Nederlandse Orde van Belastingadviseurs op het consultatiedocument ‘Mogelijke aanpassingen in de vennootschapsbelasting’

³⁵ Ministerie van Financiën. (26 mei 2011). Antwoord op schriftelijke vragen Fiscale agenda. p. 36

bankconvenanten te voldoen. Het is momenteel veel moeilijker om schulden te herstructureren dan destijds. Aangezien een concreet wetsvoorstel nog niet gepubliceerd is, hebben belastingplichtigen zich nog niet kunnen voorbereiden, zoals wel is gesuggereerd.”³²

Het voornemen is om de nieuwe regelgeving te laten aansluiten met de oude regelgeving, waardoor bedrijven die een overname hebben verricht vanaf 1 januari 2007 ermee te maken kunnen krijgen. Dit zal gevolgen hebben voor overnames die sinds die datum zijn verricht met inachtneming van renteaftrek bij kasstroomberekeningen. In het Financieele Dagblad zegt Willem Vunderink, fiscalist bij KPMG Meijburg: “Alle projecties rond de financiering van de overgenomen bedrijven zijn op die renteaftrek gebaseerd. (...) De meeste komen krap bij kas te zitten. Dat is voor de bancaire sector niet fijn.”³⁶ Het FD haalt verder aan dat alleen door een overgangsregeling in te voeren, kan worden voorkomen dat overmatig met vreemd vermogen gefinancierde bedrijven in financiële problemen komen. De staatssecretaris is voorlopig echter niet van plan een overgangsregeling aan te houden. Voor bedrijven kan de beoogde definitieve inwerkingtreding van de plannen per 1 januari 2012 dus grote financiële gevolgen hebben.

³⁶ Rolvink, F. (26 april 2011). Met schuld beladen bedrijven in problemen door voorstel Weekers; Beperking renteaftrek leidt tot kastekort en risico voor rentebetaling aan banken. *Het Financieele Dagblad*.

7. CONCLUSIE

In de ogen van de politiek, de media en de samenleving profiteren sommige overnemende partijen excessief van de bestaande fiscale wetgeving. Al sinds enkele jaren wordt er door het Ministerie van Financiën gekeken naar mogelijkheden om de regelgeving hieromtrent aan te passen. Het zittende kabinet lijkt de plannen te concretiseren en met de ondersteuning van een meerderheid in de Tweede Kamer te kunnen gaan invoeren.

Het kabinet wilt voorkomen dat ‘sprinkhanen’ gezonde Nederlandse bedrijven overnemen en daarbij ook nog eens gebruik kunnen maken van gunstige fiscale regelgeving. De staatssecretaris heeft aangegeven dat de maatregelen ongeveer €165 miljoen aan extra belastinginkomsten genereren. Ten opzichte van de totale grootte van de Nederlandse belastinginkomsten is een dergelijke opbrengst natuurlijk maar een fractie. Je zou daarom kunnen stellen dat het vooral om symbolische wetgeving gaat, echter met mogelijk vergaande en onbedoelde financiële gevolgen voor in Nederland gevestigde bedrijven. Het is daarom belangrijk om duidelijkheid te scheppen of deze maatregelen niet veel schadelijker zijn voor de Nederlandse bedrijven die worden getroffen dan voorzien, en om dit af te wegen tegen het belang van de ‘symbolische’ maatregelen.

Alle Nederlandse bedrijven die vanaf 1 januari 2007 een overname hebben verricht of zullen gaan verrichten, kunnen te maken krijgen met de renteaftrek beperkende maatregelen. Wanneer bedrijven na een overname (eventueel via een overnameholding) een fiscale eenheid aangaan, zal alleen de rente mogen worden afgetrokken over het vreemd vermogensbestanddeel tot 60% van het totale vermogen. Dit is een vrij arbitraire verhouding gebaseerd op boekwaarde en een verdubbeling van het eigen vermogen ten opzichte van het vreemd vermogen in de huidige thin-capitalisation wetgeving. De staatssecretaris verwacht dat weinig Nederlandse bedrijven te maken krijgen met de fiscale maatregelen. Uit kritiek van onder andere fiscalist Vunderink blijkt echter dat mogelijk een zeer groot aantal bedrijven in aanraking komen met de regelgeving en dat dit bovendien een enorme kostenpost voor hen kan opleveren.

De geldende consensus in Nederland is dat vijandige overnameconstructies moeten worden aangepakt. Investeringsmaatschappijen die een bedrijf opkopen, volladen met schuld en mogelijk de bezittingen verkopen om slechts op korte termijn winst te maken, zouden geen gebruik moeten kunnen maken van renteaftrekmogelijkheden. Echter, de voorgestelde maatregelen hebben voor veel meer bedrijven in Nederland gevolgen dan alleen de (buitenlandse)

investeringsmaatschappijen. Alle Nederlandse bedrijven die een overname verrichten kunnen ermee te maken krijgen, terwijl het vooral bedoeld is om tegen te gaan dat Nederlandse bedrijven op eigen kosten worden overgenomen door buitenlandse investeerders.

De geplande maatregelen lijken hun doel voorbij te schieten, omdat niet alleen (buitenlandse) private equity fondsen door de maatregelen geraakt zullen worden. Participatiemaatschappijen hebben bovendien naast het benutten van renteaftrek mogelijkheden nog vele andere strategieën om rendement te maken op overnames. Het is mogelijk dat deze investeerders zich minder snel op het Nederlandse overnamepad zullen begeven, maar als het gevaar is dat veel andere Nederlandse bedrijven in financiële problemen komen dan is een renteaftrekbeperking niet het juiste middel. Veel bedrijven zullen na een overname namelijk rekening moeten gaan houden met de thin-capitalisation wetgeving, om te voorkomen dat rentekosten niet volledig kunnen worden afgetrokken.

De maatregelen sluiten niet (volledig) aan bij internationale wetgeving omtrent thin-capitalisation. De staatssecretaris plant een aparte maatregel in te voeren, die aansluit bij de Nederlandse Wet op de Vennootschapsbelasting. Aan de ene kant is dit begrijpelijk, aan de andere kant moet nieuwe wetgeving dan wel extra grondig getoetst worden. Ze mogen bijvoorbeeld geen belemmering vormen voor de vrijheid van vestiging voor bedrijven in de Europese Unie. De fiscale boekwaarden van eigen en vreemd vermogen zullen in Nederland moeten bepalen of renteaftrek van toepassing is. Nieuwe bedrijven kunnen in de voorgestelde plannen bevoordeeld worden, omdat hun eigen vermogen hoger kan lijken. In Duitsland en Italië wordt gekeken naar het bedrijfsresultaat (EBITDA), wat rechtvaardiger kan zijn, omdat boekwaarde slechts een boekhoudkundig begrip is. De literatuur laat ook zien dat belastingvoordelen niet altijd de belangrijkste motivatie voor een overname vormen.

Concluderend lijkt het geen goed plan om overmatig met vreemd vermogen gefinancierde overnames door middel van een renteaftrekbeperking te ontmoedigen. Veel meer Nederlandse bedrijven komen potentieel in aanraking met deze regelgeving dan beoogd door de staatssecretaris. Zeker in de huidige lastige economische omstandigheden lijkt het me niet verstandig om een dergelijke maatregel op zo'n korte termijn in te voeren.

8. REFERENTIES

8.1 Artikelen

- Baker, G. P. en Montgomery, C. A. (1994). Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms. Harvard Business School working paper
- Berg, A. en O. Gottschalg (2003). Understanding Value Generation in Buyouts. Working paper. INSEAD
- Cotter, J. en Peck, S. (2001). The structure of debt and active equity investors: the case of the buyout specialist. *Journal of Financial Economics*. 59, p. 101–147
- Fama, E.F. en French, K.R. (1998). Value versus growth: the international evidence. *Journal of Finance* 53, 1975–1999
- Fama, E. F. en French, K. R. (2002). Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Studies*. 15, 1–33.
- Kaplan, S.N. (1989). Management buyouts: evidence on taxes as a source of value. *Journal of Finance* 44, 611–632
- Korteweg, Arthur. (2010). The net benefits to leverage. *Journal of Finance*. 65, 2137–2170
- Lowenstein, Louis. (1985). Management buyouts. *Columbia Law Review* 85, 730-784
- Miller, M.H. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*. 32, 261-275
- Modigliani, F. en Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48, 261–297.
- Opler, T. en Titman, S. (1993). The determinants of leveraged buyout activity: free cash flow versus financial distress costs. *Journal of Finance* 48, 1985–1999
- Renneboog, L. (2007). Leveraged and management buy-outs in Europe: are target firms undervalued? *Management Control & Accounting*. April 2007, nummer 3
- Renneboog, L. en Simons, T. (2005). Public to private transactions: LBOs, MBOs, MBI's and IBOs. Working paper European Corporate Governance Institute and Tilburg University
- Robbie, K en Wright, M. (1996). Management Buy-Ins: Entrepreneurship, Active Investors and Corporate Restructuring. Manchester: MUP

Roden, D. M. en Lewellen W. G. (1995). Corporate Capital Structure Decisions; Evidence from Leveraged Buyouts. *Financial Management*. Vol. 24, No. 2, Summer 1995, p. 76-87

8.2 Overige bronnen

Berk, J. en DeMarzo, P. (2007). Corporate Finance. Ch. 14 p. 441. Pearson International Edition.

Brealey, R.A. en Myers, S.C. (2003). Ch18: "How Much Should A Firm Borrow". Principles of Corporate Finance, 7th edition, p. 490

Dhorai, W.R. (2010). De overnameholding. Een nieuwe renteaftrekbeperking.

Eicke, R. en Kessler, W. (16-07-2007). New German Thin Cap Rules – Too Thin the Cap. Tax Notes International. Tax Analysts.

Ernst & Young LLP. (Mei 2008). Thin Capitalization Regimes in Selected Countries. Report Prepared for the Advisory Panel on Canada's System of International Taxation.

Heithuis, E.J.W., Van den Dool, R.P., Kok, Q.W.J.C.H., De Nies, IJ. (2008). Compendium van de Vennootschapsbelasting. Deventer: Kluwer

KPMG Meijburg & Co. (april 2011). Voorgestelde wijzigingen. Ontvangen via <https://www.startbrief.nl/webanalysis/proposedchanges>

Marres, O.C.R. (2005). Winstdrainage door renteaftrek: (Beoordeling van artikel 10a Wet op de vennootschapsbelasting 1969).

Ministerie van Financiën. (5 december 2009). Stand van zaken mogelijke maatregelen in de vennootschapsbelasting. Vekregen via <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2009/12/22/stand-van-zaken-mogelijke-maatregelen-in-de-vennootschapsbelasting.html>

Ministerie van Financiën. (14 april 2011). De Fiscale agenda; Naar een eenvoudiger, meer solide en fraudebestendig belastingstelsel. Vekregen via <http://www.rijksoverheid.nl/bestanden/documenten-en-publicaties/notas/2011/04/13/fiscale-agenda/de-fiscale-agenda.pdf>

Nederlandse Orde van Belastingadviseurs (30 juli 2009). Reactie van de Nederlandse Orde van Belastingadviseurs op het consultatiedocument 'Mogelijke aanpassingen in de vennootschapsbelasting'

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (2011). Ondernemend Vermogen

Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen. (16 mei 2011). Voornemen Beperking renteaftrek Overnameholding in Fiscale Agenda.

Plein Plus (2011) De thin-capregeling: aftrekbepierking rente bij verbonden lichamen. Verkregen via: www.pleinplus.nl/verdieping/achtergrondartikel/12873/de_thin-capregeling%3A_aftrekbepierking_rente_bij_verbonden_lichamen

Rolvink, F. (26 april 2011). Met schuld beladen bedrijven in problemen door voorstel Weekers; Bepierking renteaftrek leidt tot kastekort en risico voor rentebetaling aan banken. Het Financieele Dagblad.

Rolvink, F. (10 juni 2011). Plan Weekers kost ‘miljarden’; KPMG: staatssecretaris onderschat kosten bedrijfsleven bij ‘sprinkhanenvoorstel’. Het Financieele Dagblad.

Smit, H. T. J. (21-11-2002). The Economics of Private Equity. Oratie.

Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden. (12-12-2006). “Wet van 30 november 2006, houdende wijziging van belastingwetten ter realisering van de doelstelling uit de nota «Werken aan winst» (Wet werken aan winst)”. Jaargang 2006. Nr. 631.

Stevens, L.C.M. (2005). Fiscale beleidsnotities 2005, WFR 2004/6593, blz. 1363 e.v.

Van Strien, J. (12 januari 2007). Renteaftrekbepierkingen in de vennootschapsbelasting. Proefschrift.

Thomson One Banker. (2011). Help: definitions. Verkregen via: <http://banker.thomsonib.com/ta/help/TAHelp.aspx>

Tweede Kamer der Staten-Generaal (2010). Verslag algemeen overleg, Kamerstuk, 2009/10, 31 369, nr. 10

Vennix, W.J.M. (17 mei 2011). Sprinkhanenbelasting. Brabants Dagblad.

Wester, J. (3 november 2007). Overgenomen op eigen kosten, en die van u!; Hoe private equity opgekochte bedrijven leegzuigt. NRC Handelsblad.

9.1 Wet op de Vennootschapsbelasting

Hoofdstuk II. Voorwerp van de belasting bij binnenlandse belastingplichtigen

Afdeling 2.2. Algemene artikelen inzake bepaling van de winst

Artikel 10a

1. Bij het bepalen van de winst komen mede niet in aftrek renten – kosten en valutaresultaten daaronder begrepen – ter zake van schulden rechtens dan wel in feite direct of indirect verschuldigd aan een verbonden lichaam of verbonden natuurlijk persoon, voor zover die schulden rechtens dan wel in feite direct of indirect verband houden met een van de volgende rechtshandelingen:
 - c. de verwerving of uitbreiding van een belang door de belastingplichtige, door een met hem verbonden lichaam dat aan deze belasting is onderworpen of door een met hem verbonden natuurlijk persoon die in Nederland woont, in een lichaam dat na deze verwerving of uitbreiding een met hem verbonden lichaam is.
3. Het eerste lid vindt geen toepassing:
 - a. indien de belastingplichtige aannemelijk maakt dat aan de schuld en de daarmee verband houdende rechtshandeling in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen, of
 - b. indien de belastingplichtige aannemelijk maakt dat over de rente bij degene aan wie de rente rechtens dan wel in feite direct of indirect is verschuldigd, per saldo een belasting naar de winst of het inkomen wordt geheven welke naar Nederlandse maatstaven redelijk is en dat er geen sprake is van verrekening van verliezen of van andersoortige aanspraken uit jaren voorafgaande aan het jaar waarin de schuld is aangegaan waardoor over de rente per saldo geen heffing naar bedoelde redelijke maatstaven is verschuldigd, behoudens ingeval de inspecteur aannemelijk maakt dat de schuld is aangegaan met het oog op het verrekenen van verliezen of andersoortige aanspraken welke in het jaar zelf zijn ontstaan dan wel op korte termijn zullen ontstaan of dat aan de schuld of aan de daarmee verband houdende rechtshandeling niet in overwegende mate zakelijke overwegingen ten grondslag liggen. Voor de toepassing van dit onderdeel is een naar de winst geheven belasting naar Nederlandse maatstaven redelijk indien deze resulteert in een heffing naar

een tarief van ten minste 10% over een naar Nederlandse maatstaven bepaalde belastbare winst, waarbij de artikelen 12b en 12c buiten toepassing blijven.

Artikel 10d

1. Indien bij een belastingplichtige in een jaar sprake is van een teveel aan vreemd vermogen, komt bij het bepalen van de winst van dat jaar niet in aftrek een gedeelte van de rente terzake van geldleningen – kosten van geldleningen daaronder begrepen – dat evenredig is aan de verhouding tussen het teveel aan vreemd vermogen en het gemiddeld vreemd vermogen.
4. Van een teveel aan vreemd vermogen als bedoeld in het eerste lid is sprake voorzover het gemiddeld vreemd vermogen van de belastingplichtige meer bedraagt dan driemaal het gemiddeld eigen vermogen en dit meerdere € 500 000 te boven gaat. Voor de toepassing van het eerste lid in verbinding met de eerste volzin wordt onder vreemd vermogen slechts verstaan het saldo van de verschuldigde geldleningen en de uitstaande geldleningen en worden de fiscaal toelaatbare reserves niet als eigen vermogen beschouwd.

9.2 Definities Thomson One Banker / Worldscope

Total Debt: represents all interest bearing and capitalized lease obligations. It is the sum of long and short term debt.

Long Term Debt: represents all interest bearing financial obligations, excluding amounts due within one year. It is shown net of premium or discount.

It includes but is not restricted to: Mortgages, Bonds, Debentures, Convertible debt, Sinking fund debentures, Long term bank overdrafts, Long term notes, Long term bills, Medium term loans, Long term royalties, Long term contracts, Industrial revenue bonds, Notes payable, due within one year and to be refunded by long term debt when carried as non-current liability, Long term prepaid contracts, Advances and production payments, Talent and broadcasting rights, Capitalized lease obligations, Revolving credit, Long term advances from subsidiaries/associated companies, Compulsory convertible debt (South Africa), Eurodollar borrowing, Long term liability in connection with ESOP, Federal Home Loan advances.

It excludes: Current portion of long term debt, Pensions, Deferred taxes, Minority interest

All Industries:

Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt:

For all industries it represents that portion of debt payable within one year including current portion of long term debt and sinking fund requirements of preferred stock or debentures.

It includes but is not restricted to: Current portion of long-term debt (field 18232), Notes payable, arising from short-term borrowings, Current maturities of participation and entertainment obligations, Contracts payable for broadcast rights, Current portion of advances and production payments, Current portion of long term debt that must be paid back during the next twelve months and included in long term debt, Bank Overdrafts, Advances from subsidiaries/associated companies, if the term of the loan is not known it is assumed to be long term debt, Current portion of preferred stock of a subsidiary, Treasury tax and loan demand notes, Short sales of U.S. government securities, Eurodollar borrowings, if not reported separately and the amount cannot be separated.

For Banks: It includes but is not restricted to: Federal Funds (liability) securities sold under repurchase agreements (field 03055)

For Other Financial Companies: It includes but is not restricted to: Securities sold under repurchase agreements (field 03056)

For All Industries: It excludes: Securities loaned

Preferred Stock: represents a claim prior to the common shareholders on the earnings of a company and on the assets in the event of liquidation.

For U.S. corporations, its value is shown at the total involuntary liquidation value of the number of preferred shares outstanding at year end. If preferred stock is redeemable at anytime by the shareholder it is shown at redemption value, or if the company carries it at a higher value than the involuntary liquidation value, the stated value.

Preferred stock of subsidiary and premium on preferred stock is included in preferred stock. It excludes minority interest in preferred stock.

For Non-U.S. Corporations, the stated value of preferred stock is shown and it includes all preferred stock related accounts.

For Non-U.S. Corporations preference stock which participates with the common/ordinary shares in the profits of the company is included in common equity.

Common Equity: represents common shareholders' investment in a company.

It includes:

- (1) Common stock value
- (2) Retained earnings
- (3) Capital surplus
- (4) Capital stock premium
- (5) Cumulative gain or loss of foreign currency translation, if included in equity per FASB 52 treatment
- (6) For Non-U.S. Corporations preference stock which participates with the common/ordinary shares in the profits of the company
- (7) For Non-U.S. Corporations, if shareholders equity section is not delineated then the following additional accounts are included:
- (8) Appropriated and unappropriated retained earnings
- (9) Net income for the year, if not included in retained earnings (majority share of income is only included)
- (10) Compulsory statutory/legal reserves without specific purpose
- (11) Discretionary Reserves if other companies in that country include in their delineated shareholders' equity
- (12) Negative Goodwill

It excludes:

- (1) Common treasury stocks
- (2) Accumulated unpaid preferred dividends
- (3) For U.S. Corporations, excess of involuntary liquidating value for outstanding preferred stock over stated value is deducted
- (4) Redeemable common stock (treated as preferred)

Interest Expense on Debt: represents the service charge for the use of capital before the reduction for interest capitalized. If interest expense is reported net of interest income, and interest income cannot be found the net figure is shown.

It includes:

- (1) Interest expense on short term debt
- (2) Interest expense on long term debt and capitalized lease obligations
- (3) Amortization expense associated with the issuance of debt
- (4) Similar charges