

J. DEN OTTER, M. DE BRUIN, R.P. RAAS

# De securitisatie van KFN

Securitisatie is ‘in’. In 2005 zijn in Nederland in totaal 27 obligatieleningen uitgegeven die werden gedekt door activa als hypotheekportefeuilles, autoleningen en andere homogene verzamelingen van vermogensbestanddelen. Met deze transacties was een recordbedrag van bijna 40 miljard euro gemoeid.<sup>1</sup> De populariteit van deze financieringsvorm werd vooral verklaard door de historisch lage ‘spread’ op dat moment: de opslag die een uitgevende instelling moet betalen boven op het euribor rentetarieff.<sup>2</sup> Maar niet alleen de lage rentevergoeding maakt een securitisatie aantrekkelijk. Ook de verminderde afhankelijkheid van reguliere bankleningen, het ‘vandaag’ kunnen profiteren van kasstromen van morgen, eventuele balansverkorting en verbetering van financiële ratio’s worden als voordelen genoemd en ervaren door gebruikers van de financieringsvorm.

In 2004 besloot Kantoren Fonds Nederland (‘KFN’) zich eveneens op deze markt te begeven. KFN is een volle dochter van pensioenfonds ABP. In 1995 besloot ABP zijn directe beleggingen in vastgoed onder te brengen bij drie afzonderlijke dochters. De woningen gingen naar Vesteda,<sup>3</sup> de winkelpanden naar Winkel Beleggingen Nederland N.V. (thans het beursgenoteerde Corio N.V.), en voor de beleggingen in kantoorpanden werd KFN opgericht.

KFN richt op het hogere segment van de Nederlandse kantorenmarkt. De kwalitatief hoogwaardige kantoorcomplexen bevinden zich in de grote stedelijke knooppunten van Nederland. De omvang van de portefeuille van KFN is bijna 600.000 m<sup>2</sup> (totaal

in exploitatie en voorbereiding). Hiermee worden circa 550 huurders, verspreid over meer dan 80 complexen in 15 stedelijke agglomeraties bediend. Met een portefeuille van ruim € 1,3 miljard behoort KFN tot de top kantoorbeleggers van Nederland

In deze bijdrage gaan de auteurs in op de kenmerken van de securitisatie van KFN, de consequenties die een dergelijke transactie voor de onderneming heeft, en de wijze waarop met de beperkingen die een securitisatietransactie noodzakelijkerwijs met zich brengen kan worden omgegaan.

## De transactie

### Enkele gemene delers

De ene securitisatie is de andere niet. Toch is een aantal kenmerken te onderscheiden die in iedere securitisatie zijn terug te vinden.<sup>4</sup> Ultrakort samengevat komt een doorsnee-securitisatie op het volgende neer. Een onderneming (*originator*) verkoopt vorderingen of andere activa aan een *special purpose vehicle*: een speciaal voor die transactie opgerichte rechtspersoon. De SPV financiert de koopprijs die zij aan de originator moet betalen door obligaties uit te geven. De SPV gebruikt de opbrengsten die de overgedragen activa genereren om de rente en hoofdsom verschuldigd onder de obligaties te voldoen.

Steeds zal getracht worden om het risicoprofiel van de SPV en de aan de SPV overgedragen activa zo laag mogelijk te houden. Met name zal men ervoor zorgen dat de SPV – en daarmee de obligatiehouders

1 ‘Securitisatiemarkt piekt in Nederland’, *Het Financieele Dagblad* 25 januari 2006, p. 12.

2 Euro interbank offered rate, de rente die banken onderling vergoeden voor het aanhouden van deposito’s in euro. Het euribor tarief wordt dagelijks om 11:00 uur berekend.

3 Vesteda is een fonds voor gemene rekening. Ook Vesteda deed in 2002 een securitisatietransactie die in 2005 volledig werd geherfinancierd.

4 Zie nader over securitisaties in het algemeen o.a. W. Ruys, M.H. van Raay, ‘Securitisatie: mogelijke structuren’, *O&F* 2005-67, p. 12-17; J.J. de Vries Robbé, ‘Synthetic securitisation: every bank should have one’, *TvE* 2003, p. 117-129; J.J.P. Bos, ‘Securitisations in Nederland; een overzicht’, *NTBR* 2003, p. 358-365; M.H.E. Rongen, ‘Securitisatie. Wat zal het zijn: true sale, contingent perfection of secured loan?’, *TvI* 2002, p. 3-16; W. Ruys, M. Bos, ‘Securitisatie’, *O&F* 2002-50, p. 41-45; J.H. Ottervanger, ‘Aspecten van securitisatie in Nederland’, *V&O* 2000, p. 92-96; M.H.E. Rongen, ‘Securitisatie en vermogensafzondering van vorderingsrechten op naam’ in: *Onderneming en Effecten*, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 1998, p. 419-467.

– zo min mogelijk last hebben van een eventueel faillissement van de originator. Dat gebeurt door de SPV op voldoende afstand (*bankruptcy remote*) te plaatsen van de originator, en de SPV geen andere activiteiten te laten verrichten dan het houden van de activa. Bovendien zal ervoor moeten worden gewaakt dat de overdracht van de activa niet vernietigd of anderszins teruggedraaid kan worden. Er moet kortom sprake zijn van een *true sale*. Doel van dit alles is om voor de uit te geven obligaties een zo hoog mogelijke kredietbeoordeling te krijgen. Die kredietbeoordeling wordt op verzoek van de originator toegekend door een externe en onafhankelijke kredietbeoordelaar. Hoe hoger de kredietbeoordeling,<sup>5</sup> hoe lager de rente zal zijn waar investeerders genoeg mee zullen nemen.

Om de positie van de obligatiehouders verder te versterken worden meestal zekerheden gevestigd ten gunste van de obligatiehouders. Net als bij ‘gewone’ leningen onder trustverband worden die zekerheden om praktische redenen doorgaans niet rechtstreeks aan de (vaak grote, anonieme en regelmatig van samenstelling wisselende) groep van obligatiehouders verstrekt, maar aan een security trustee. De security trustee, vaak een speciaal daarvoor opgerichte stichting, houdt de zekerheden ten behoeve van de gezamenlijke obligatiehouders. Aangezien naar Nederlands recht nog steeds onvoldoende zeker is of het mogelijk is een zekerheidsrecht te vestigen ten gunste van een partij die zelf geen crediteur is van de verzekerde vordering (i.c. de vordering uit hoofde van de obligatielening), wordt een parallelle vordering gecreëerd van de security trustee op de SPV die even groot is als de gezamenlijke vorderingen van de obligatiehouders op de SPV (een zogenaamde *parallel debt*).<sup>6</sup> Die parallelle vordering is zo geredigeerd dat indien de SPV een deel van de obligatielening aflost, ook de parallelle vordering afneemt. Andersom geldt hetzelfde: indien de SPV de vordering van de security trustee voldoet, bijvoorbeeld door uitwinning van de zekerheidsrechten, gaan de vorderingen van de obligatiehouders op de SPV met eenzelfde bedrag omlaag. Het zekerheidsrecht wordt vervolgens gevestigd tot zekerheid van de nakoming van de parallelle vordering. Daarvan is de security trustee immers wél de crediteur.

Een SPV zal doorgaans niet in staat zijn de vermogensbestanddelen die zij heeft gekocht te beheren. Dat beheer wordt daarom uitbesteed aan een ‘servicer’. Dit is in de regel de originator zelf. Die heeft immers ervaring met het beheren van de activa. Bovendien wordt op die wijze bereikt dat de klanten van de originator weinig van de securitisatie zullen merken. Zij behouden hun vaste aanspreekpunt.

### CMBS<sup>7</sup>

De SPV in de securitisatietransactie van KFN – KFN Office Finance I B.V. – gaf ter waarde van € 450 miljoen aan obligaties uit. De SPV gebruikte de opbrengst van de emissie om een lening van het zelfde bedrag te verstrekken aan KFN Property I B.V., een volle dochter van KFN Holding N.V. Alle aandelen van KFN Office Finance I werden gehouden door een speciaal daarvoor opgerichte stichting. Zowel de stichting als de SPV wordt bestuurd door een trustmaatschappij. De banden tussen KFN en de SPV zijn derhalve zeer beperkt.

De securitisatie van KFN werd gedragen door een deel van de kantorenportefeuille. Vlak vóór – en met het oog op – de securitisatie heeft KFN haar portefeuille in twee delen gesplitst. Eén deel was ‘bestemd’ voor de securitisatie (de ‘core’portefeuille), het andere deel moest buiten de transactie blijven. Dit splitsen vond plaats door het oprichten van twee dochtervennootschappen. Dochter KFN Property I B.V. zou de panden verkrijgen die als basis moesten dienen voor de securitisatie. Het overige vastgoed werd overgedragen aan KFN Property II.

### Zekerheden

Kenmerkend element van een securitisatie is doorgaans het overdragen van vermogensbestanddelen aan een SPV. In het geval van KFN werd het vastgoed echter niet overgedragen, aangezien daarmee 6% overdrachtsbelasting verschuldigd zou worden.<sup>8</sup> Dat zou het voordeel van de transactie volledig teniet hebben gedaan. In plaats daarvan zijn de vermogensbestanddelen die als basis voor de transactie dienden op een andere wijze afgezonderd. De reeds gememooreerde verdeling van de portefeuille over dochtermaatschappijen KFN Property I en KFN Property II vormde de eerste stap. Vervolgens werd op alle pan-

<sup>5</sup> Bij securitisaties wordt steeds gestreefd naar een AAA-rating. Dit is de hoogst haalbare beoordeling.

<sup>6</sup> Zie over deze problematiek en de in de praktijk daarvoor ontwikkelde oplossingen o.a. C.P.M. van Houte, ‘Enige juridische en fiscale aspecten van syndicaatleningen’, *TvI* 2005, p. 145-153; D. Brinkhuis, B.T. Harmsen, ‘Enkele kenmerken van gesyndiceerde leningen toegelicht’, *O&F* 2005 (67), p. 80-82 en J.C. Belder, ‘Alternatieve zekerheidsstructuren’, *V&O* 2005, p. 218-220.

<sup>7</sup> CMBS staat voor commercial mortgage backed securities.

<sup>8</sup> Dat probleem speelde overigens niet bij de overdracht van de kantoorpanden aan KFN Property I respectievelijk KFN Property II. Zie hierover nader het hoofdstuk ‘Enkele fiscale aspecten’.

den die aan KFN Property I werden overgedragen rechten van eerste hypotheek gevestigd ten gunste van de in de transactiestructuur opgenomen security trustee, en rechten van tweede hypotheek ten gunste van de SPV.<sup>9</sup> Het recht van eerste hypotheek strekte – door middel van een parallel debt<sup>10</sup> – tot zekerheid voor de terugbetaling van de lening die de SPV aan KFN Property I had verstrekt, en bovendien tot zekerheid voor de nakoming van de verplichtingen van de SPV uit hoofde van de obligaties die de SPV had uitgegeven ('derde-zekerheid'). De security trustee was derhalve gerechtigd tot uitwinning van de hypotheeken zowel indien de SPV om welke reden dan ook tekort zou schieten in haar verplichtingen jegens de obligatiehouders, én in het geval dat KFN Property I een betaling zou missen onder de lening die de SPV aan KFN Property I had verstrekt. De tweede hypotheek diende slechts als extra slot op de deur, en strekte tot zekerheid van de terugbetaling van een lening die de SPV aan KFN Property I verstrekte.

Naast de hypotheekrechten werd tevens zekerheid op een breed scala aan andere activa verstrekt. Op vergelijkbare wijze als bij de hypotheeken verkreeg de security trustee een eerste pandrecht op (i) de bankrekeningen van Property I, (ii) de bestaande en toekomstige huurvorderingen onder bestaande huurovereenkomsten tussen KFN Property I en haar huurders, (iii) de aandelen in het kapitaal van KFN Property I, (iv) eventuele vorderingen uit hoofde van verzekeringspolissen die KFN Property I heeft afgesloten, en (v) alle andere niet met name genoemde bestaande en toekomstige vorderingen van KFN Property I. Het pandrecht op de huurpenningen en op de overige vorderingen is 'stil'. De overige pandrechten zijn openbaar.

De eerste pandrechten strekken tot zekerheid van de nakoming van de parallel debts waarvan de security trustee de begunstigde is. De SPV verkreeg een tweede pandrecht op deze activa. Dát zekerheidsrecht strekte tot zekerheid van de nakoming van de verplichtingen van KFN Property I jegens de SPV uit hoofde van de leningovereenkomst tussen SPV en KFN Property I.

Waar mogelijk omvatten de zekerheidsrechten ook alle vorderingen en andere activa die KFN na het aangaan van de transactie zal verwerven. Daarnaast bevat de transactiedocumentatie de verplichting om toekomstige activa die niet bij voorbaat verpand kunnen worden (zoals vorderingen die voortvloeien uit met nieuwe huurders te sluiten huurovereenkomsten) onverwijld alsnog te verpanden. De security trustee heeft ook een volmacht gekregen die het haar toestaat de verpanding desnoods zelf in orde te maken. Schematisch kan de transactie als volgt worden weergegeven, zie pagina 52.

### *Covenants*

Zakelijke zekerheid alleen is niet zaligmakend. De obligatiehouders hebben er belang bij dat de activa waarvan zij afhankelijk zijn voor de rente en aflossing op hun obligatie – en de vennootschap waarin die activa zitten – in stand blijven. Eveneens is vanuit het perspectief van de obligatiehouders van belang dat KFN Property I blijvend aan haar verplichtingen onder de door de SPV verstrekte lening zal kunnen voldoen. Die lening is immers de enige bron van inkomsten van de SPV. Daarom is in de transactiedocumentatie een gebruikelijk aantal beperkingen en verplichtingen opgenomen dat ervoor moet zorgen dat het risicoprofiel van de kantoorgebouwen – en van degene die de panden in eigendom heeft en beheert – niet verslechtert. Het is KFN Property I in verband hiermee niet toegestaan:

- extra leningen aan te gaan;
- activa te verkopen (zie echter de paragraaf 'De transactie in de praktijk' hierna voor enkele belangrijke uitzonderingen);
- anderen zekerheid te verschaffen;
- anderen krediet te verstrekken;
- een juridische fusie of splitsing aan te gaan;
- buiten bepaalde grenzen dividend of reserves uit te keren;
- eigen aandelen in te kopen en/of in te trekken; en
- nieuwe huurovereenkomsten aan te gaan op het moment dat het ernaar uitziet dat KFN Property I zijn verplichtingen onder de lening van de SPV niet meer kan nakomen.

9 Daarmee werd niet het vastgoed zelf ondergebracht in een SPV, maar werden 'slechts' rechten van hypotheek gevestigd. De obligatiehouders verkregen derhalve vorderingen op een SPV die geen vastgoed hield, maar – via een security trustee – rechten van hypotheek.

10 De 'parallel debt' bestond uit een – uitsluitend met het oog op de geldige vestiging van zekerheden gecreëerde – vordering van de security trustee op de SPV. Een tweede parallel debt werd gecreëerd tussen de security trustee en KFN Property I. Daarmee werd bereikt dat KFN Property I dezelfde bedragen verschuldigd was aan de security trustee als die zij moest betalen uit hoofde van de door de SPV verstrekte lening.

Daarnaast is KFN Property I gehouden:

- goed voor de panden te zorgen en deze goed verzekerd te houden;
- de SPV en de security trustee periodiek van informatie te voorzien;
- milieu- en andere belangrijke wet- en regelgeving na te leven;
- de panden periodiek te laten taxeren;
- de SPV en de security trustee op de hoogte te stellen van belangrijke geschillen; en
- ervoor te zorgen dat de betalingsverplichtingen van KFN Property I onder de leningovereenkomst steeds ten minste pari passu zijn ten opzichte van haar overige onverzekerde verplichtingen.

Om KFN ondanks deze beperkingen toch de nodige operationele vrijheid te bieden, is de reikwijdte van deze voorschriften en verboden op onderdelen belangrijk ingeperkt. Met name zijn uitzonderingen toegestaan indien die passen in de normale bedrijfsuitoefening, en is het KFN onder voorwaarden toegestaan bestaande panden uit de portefeuille te vervreemden en te vervangen door nieuwe.

### AAA

Dankzij de hiervoor besproken maatregelen verkregen de door KFN Office Finance I uitgegeven obligaties de hoogst denkbare kredietbeoordeling.

## Enkele fiscale aspecten

### Algemeen

Zoals hiervoor reeds opgemerkt is vlak voor en met het oog op de securitisatie de vastgoedportefeuille van KFN gesplitst. De core portefeuille is tezamen met de daaraan gealloceerde vastgoedleningen overgedragen aan KFN Property I terwijl het overige vastgoed tezamen met de daaraan gealloceerde vastgoedleningen en de overige activa en passiva van KFN is overgedragen aan KFN Property II<sup>11</sup>. Daarbij moesten de vennootschapsbelasting, kapitaalsbelasting<sup>12</sup>, overdrachtsbelasting en omzetbelasting consequenties van de splitsing in ogenschouw genomen worden. Hierna zullen we op een aantal van deze aspecten ingaan.

De gedachte achter de splitsing was dat de obligatiehouders alleen risico zouden nemen op de porte-

feuille die is overgedragen aan KFN Property I en zoveel mogelijk zouden worden gevrijwaard van de risico's die samen hangen met het overige vastgoed en de algemene bedrijfsrisico's van KFN. Om deze reden is niet gekozen voor een juridische splitsing in de zin van boek 2 Burgerlijk Wetboek maar voor een – meer bewerkelijke – overdracht van activa en passiva. In geval van een juridische splitsing zou KFN Property I na de splitsing immers aansprakelijk blijven voor verplichtingen van KFN die bestonden op het moment van de splitsing<sup>13</sup>. Niettemin spreken we in dit artikel steeds over de 'splitsing' van KFN.

Kort samengevat werden de volgende stappen gezet:

- i KFN droeg haar activa en passiva (met uitzondering van de core portefeuille en de daaraan gealloceerde vastgoedleningen) over aan KFN Property II tegen uitreiking van aandelen;
- ii KFN droeg de core portefeuille en de daaraan gealloceerde vastgoedleningen over aan KFN Property I tegen uitreiking van aandelen;
- iii KFN Property II herfinancierde haar vastgoedleningen door middel van een gesyndiceerde lening en KFN Property I herfinancierde haar vastgoedleningen door middel van de securitisatietransactie.

### Vennootschapsbelasting

Normaliter leidt een overdracht van activa en passiva tot realisatie van de daarin aanwezige stille reserves en goodwill en derhalve tot verschuldigdheid van vennootschapsbelasting ('Vpb') over het verschil tussen de werkelijke waarde en de fiscale boekwaarde van deze activa en passiva (tarief 2004: 34,5%). Er bestaan verschillende technieken om deze winstneming te voorkomen of althans uit te stellen. Voor KFN was de enige reële optie vorming van een fiscale eenheid tussen KFN, KFN Property I en KFN Property II<sup>14</sup>. In dat geval zouden KFN, KFN Property I en KFN Property II – kort gezegd – als één belastingplichtige worden aangemerkt. Binnen een fiscale eenheid kunnen activa en passiva zonder directe belastingheffing worden overgedragen. Er kleven echter ook belangrijke nadelen aan de vorming van een fiscale eenheid. Met het oog op de securitisatietransactie kunnen genoemd worden de

11 Om de splitsing te faciliteren werden de bestaande vastgoedleningen kort voor closing geherfinancierd door middel van bridge loans verstrekt door de banken die de herfinancieringstransactie begeleidden. Deze bridge loans werden geherfinancierd door middel van een gesyndiceerde lening (KFN Property II) en de securitisatietransactie (KFN Property I).

12 Aangezien de kapitaalsbelasting per 1 januari van dit jaar is afgeschaft zullen we op deze heffing slechts kort ingaan.

13 Artikel 2:334t Burgerlijk Wetboek.

14 Artikel 15 Wet Vpb. Een fiscaal gefacilieerde splitsing (artikel 14a Wet Vpb) voldeed niet aan de doelstellingen (zie hiervoor). Gelet op KFN's status als fiscale beleggingsinstelling (zie hierna) was de bedrijfsfusievrijstelling (artikel 14 Wet Vpb) geen optie omdat daarvoor overdracht van een 'materiële onderneming' vereist is.

hoofdelijke aansprakelijkheid van alle gevoegde vennootschappen (KFN Property I en KFN Property II) voor de door de moeder van de fiscale eenheid (KFN) verschuldigde vennootschapsbelasting tijdens de fiscale eenheidsperiode.<sup>15</sup> Voorts heeft de Belastingdienst/ontvanger tijdens het bestaan van een fiscale eenheid de mogelijkheid belastingvorderingen en schulden van de gevoegde vennootschappen te verrekenen (dit betreft niet alleen vennootschapsbelasting, maar bijvoorbeeld ook omzetbelasting en loonbelasting).<sup>16</sup>

Het vormen van de fiscale eenheid zou dus tot gevolg hebben dat belangrijke inbreuken zouden worden gemaakt op de 'ringfencing' van de core portefeuille. Uiteindelijk kon vorming van een fiscale eenheid met KFN Property I achterwege blijven omdat KFN (sinds haar oprichting) kwalificeert als een fiscale beleggingsinstelling ('FBI') in de zin van artikel 28 Wet Vpb (er werd wel een fiscale eenheid tussen KFN en KFN Property II tot stand gebracht). Dit betekent dat de winst van KFN wordt belast tegen een tarief van 0% en dat ze verplicht is haar fiscale winst jaarlijks binnen acht maanden na einde van het boekjaar uit te keren aan haar aandeelhouder ('doorstootverplichting'). Voor een FBI gelden voorts voorwaarden ten aanzien van de toegelaten aandeelhouders<sup>17</sup>, de toegelaten activiteiten (alleen beleggen en niet ondernemen) en de maximale financiering met vreemd vermogen<sup>18</sup>.

De overdracht van activa en passiva leidde dus weliswaar tot winstrealisatie, maar deze winst werd belast tegen het 0%-tarief. Deze winst moest vervolgens worden toegevoegd aan de zogenaamde 'herbeleggingsreserve' om te voorkomen dat de gerealiseerde winst op grond van de doorstootverplichting uitgekeerd moest worden aan de aandeelhouder<sup>19</sup>. Bijkomend voordeel van deze 'ruisende' overdracht van activa en passiva was dat meer ruimte werd gecre-

eerd voor het aantrekken van vreemd vermogen omdat de fiscale boekwaarde van de core portefeuille voor KFN Property I gelijk kon worden gesteld aan de marktwaarde.

Vanzelfsprekend diende het FBI-regime ook na de splitsing en het aangaan van de securitisatietransactie van toepassing te blijven op KFN, KFN Property I en KFN Property II. Zoals eerder opgemerkt (zie voetnoot 16) gelden voor een FBI aandeelhouderseisen. KFN voldeed niet aan deze eisen als aandeelhouder van KFN Property I. Daarom moest een beroep worden gedaan op het zogenaamde 'stapelbesluit'<sup>20</sup>. In het kort komt het er op neer dat KFN Property I haar FBI-status kan behouden als ze gedurende het lopende boekjaar reeds ten minste 95% van de voor uitdeling beschikbare winst uitdeelt. Deze regel heeft als ratio dat voorkomen moet worden dat door het stapelen van vennootschappen het uitkeren van winst aan de uiteindelijke aandeelhouders kan worden uitgesteld. Om zeker te stellen dat KFN Property I zo lang mogelijk aan de verschillende onder het FBI regime geldende eisen kan voldoen werden ook de covenants die het doen van winstuitkeringen beperken 'opgerekt' en is het bijvoorbeeld mogelijk de door de SPV verstrekte lening tussentijds gedeeltelijk af te lossen (in verband met de maximaal toegelaten financiering met vreemd vermogen, zie voetnoot 17).

### *Kapitaalsbelasting*

Tot 1 januari 2006 was 0,55% kapitaalsbelasting verschuldigd ter zake van het bijeenbrengen van in aandelen verdeeld kapitaal in in Nederland gevestigde lichamen<sup>21</sup>. Onder de destijds geldende wetgeving waren diverse vrijstellingen beschikbaar in het kader van een fusie of interne reorganisatie. KFN Property I en KFN Property II konden gebruikmaken van de vrijstelling voor de overdracht van een geheel vermogen tegen uitreiking van aandelen<sup>22</sup>. Dit

15 Artikel 39 Invorderingswet 1990. In de praktijk zou deze aansprakelijkheid overigens beperkt zijn aangezien KFN als fiscale beleggingsinstelling onderworpen is aan een 0% Vpb-tarief (zie hierna).

16 Artikel 24, lid 2 Invorderingswet 1990.

17 Voor KFN als niet-beursgenoteerde FBI geldt onder meer dat ten minste 75% van haar aandelen gehouden dient te worden door natuurlijke personen, lichamen die zijn vrijgesteld van vennootschapsbelasting (zoals pensioenfondsen) of bepaalde beursgenoteerde FBI's. Inmiddels is enige versoepeling van deze aandeelhouderseisen aangekondigd (wetsvoorstel 30 533).

18 Het vreemd vermogen van een FBI mag maximaal 60% bedragen van de fiscale boekwaarde van het vastgoed en maximaal 20% van de overige beleggingen.

19 De vorming van de HBR heeft een negatieve invloed op de aftrekbaarheid van zogenaamde 'beheerskosten'. Dit onderwerp valt buiten het bestek van dit artikel.

20 Besluit Staatssecretaris van Financiën, 15 oktober 1992, nr. DB 92/4847, V-N 1992, 3164, punt 9, thans opgenomen in Besluit van 7 december 2005, nr. CPP2005/1676M, V-N 2005, 61.15.

21 Artikel 32 Wet op belastingen van rechtsverkeer 1970 ('WBR').

22 Artikel 37-1-a jo. Artikel 37-2-b WBR. In zijn arrest van 30 mei 2001 (nr. 36 009, V-N 2001, 32.24) heeft de Hoge Raad uitgemaakt dat de vrijstelling ook van toepassing is als het gehele vermogen wordt verdeeld over verschillende vennootschappen.

betekende dat niet alleen de vastgoedportefeuille en de daaraan gealloceerde vastgoedleningen moesten worden overgedragen, maar ook alle overige activa en passiva (beheerscontracten et cetera) en het personeel. Door deze voorwaarde werd de splitsing een ingrijpende operatie voor KFN.

### Overdrachtsbelasting

Ter zake van de verkrijging van de juridische en/of economische eigendom van in Nederland gelegen onroerende zaken of van rechten waaraan deze zijn onderworpen (bijvoorbeeld erfpacht) is de verkrijger 6% overdrachtsbelasting verschuldigd over de waarde van de verkregen onroerende zaak of het recht waaraan deze onderworpen is<sup>23</sup>. De belasting wordt berekend over de waarde in het economische verkeer van de onroerende zaken, maar is ten minste gelijk aan de tegenprestatie<sup>24</sup>.

KFN Property I en KFN Property II konden ter zake van de splitsing echter een beroep doen op de vrijstelling voor interne reorganisaties<sup>25</sup>. De geclaimde vrijstelling vervalt echter (zodat de niet-geheven overdrachtsbelasting alsnog verschuldigd is) indien KFN Property I of KFN Property II binnen 3 jaar na de verkrijging van het vastgoed niet langer deel uitmaakt van het 'KFN concern'. Dit houdt in dat KFN gedurende 3 jaar na de overdracht van de portefeuille ten minste 90% van de aandelen in KFN Property I en KFN Property II moet behouden (de 3 jaar 'houdstertermijn'). Het door KFN Property I en KFN Property II in het kader van de splitsing verkregen vastgoed mag daarentegen gedurende deze termijn vrijelijk (dat wil zeggen: zonder terugname van de vrijstelling) worden overgedragen binnen of buiten het 'KFN concern'. Gedurende deze 3 jaarstermijn mag ook geen nieuw concern ontstaan, dat wil zeggen dat niet een andere vennootschap met een in aandelen verdeeld kapitaal 90% of meer van de aandelen van KFN mag verwerven.

Zoals hiervoor beschreven werd in het kader van de securitisatietransactie onder meer een pandrecht op de aandelen die KFN houdt in KFN Property I

gevestigd. De vraag diende zich aan of de vestiging van dit pandrecht er toe kon leiden dat op closing het 'KFN concern' werd verbroken. Omdat in de pandakte is bepaald dat het stemrecht en het dividendrecht op de aandelen pas over gaat op de security trustee als zich een 'event of default' voordoet kon deze vraag uiteindelijk ontkennend beantwoord worden<sup>26</sup>. Wel moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat bij daadwerkelijke overgang van het pandrecht en/of stemrecht binnen de driejaarstermijn het 'KFN concern' kan worden verbroken (en dat de security trustee op dat moment aandelen in een onroerendgoedlichaam verkrijgt zodat ter zake 6% overdrachtsbelasting verschuldigd kan zijn).

Ten slotte verdiende aandacht dat de verkrijging door KFN van de aandelen van KFN Property I en KFN Property II als belastbaar feit voor de overdrachtsbelasting kan worden aangemerkt. Aangezien de bezittingen van deze vennootschappen als gevolg van de overdracht van het vastgoed voor meer dan 70% uit onroerend goed bestaan worden ze namelijk aangemerkt als 'onroerendezaaklichamen' in de zin van artikel 4 WBR en zou KFN ter zake van de verkrijging van deze aandelen 6% overdrachtsbelasting verschuldigd zijn. Een beroep op de zogenaamde 'hardheidsclausule'<sup>27</sup> bood soelaas.

### Omzetbelasting

Ter zake van de overdracht van de vastgoedportefeuille door KFN aan KFN Property I en KFN Property II zou 19% BTW verschuldigd zijn voor zover (i) het panden betrof die vóór, op of uiterlijk twee jaren na het tijdstip van eerste ingebruikneming werden geleverd of (ii) partijen gezamenlijk zouden opteren voor een met BTW belaste levering<sup>28</sup>. In de onder (i) genoemde situatie zou een cashflownadeel kunnen ontstaan omdat de BTW ter zake van de levering door KFN eerder moet worden afgedragen aan de Belastingdienst dan dat deze als voordruk wordt teruggegeven aan KFN Property I en KFN Property II<sup>29</sup>. Bovendien zouden KFN Property I en KFN Property II niet een volledig recht of aftrek van

23 Artikel 2 WBR.

24 Artikel 9, lid 1 jo. artikel 52 WBR.

25 Artikel 15, lid 1, onderdeel (h) WBR jo. artikel 5b Uitvoeringsbesluit WBR.

26 Voor het dividendrecht is dit gelet op het wettelijk systeem iets anders verwoord. Zie in dit verband R.J. de Vries en E. Bongers, 'Pandrecht in de schijnwerpers', *WFR* 2006, 487.

27 Resolutie van 27 december 1988, nr. IB 88/1084, V-N 1989, 208, zoals aangepast bij besluit van 22 mei 2001, nr. CPP 2001/1227, V-N 2001, 35.29.

28 Artikel 11, lid 1, onderdeel a, onder 1° en 2° Wet op de omzetbelasting 1968 ('Wet OB'). De onder (ii) genoemde optie is slechts mogelijk indien KFN Property I en KFN Property II de onroerende zaken gebruiken voor doeleinden waarvoor zij een volledig of nagenoeg volledig (minimaal 90%) recht op aftrek van BTW (voorbelasting) hebben op de voet van artikel 15 Wet OB.

29 In situatie (ii) doet dit cashflownadeel zich niet voor omdat de BTW wordt afgedragen en teruggevraagd door KFN Property I en KFN Property II; zie artikel 12 Wet OB jo. artikel 24ba Uitvoeringsbesluit Wet OB.

de in rekening gebrachte BTW hebben omdat een deel van de portefeuille zonder BTW wordt verhuurd (en in zoverre geen recht bestaat op aftrek van voordruk). Een belangrijk nadeel van een BTW belaste levering zou zijn dat hierdoor de zogenaamde 'herzieningsperiode' opnieuw gaat lopen<sup>30</sup>. Een uitgebreide bespreking van deze complexe regeling gaat het bestek van dit artikel te buiten maar waar het op neer komt is dat BTW die bij de verwerving van een pand als voorbelasting in aftrek is gebracht gedeeltelijk weer moet worden afgedragen aan de Belastingdienst (herzien) indien dit pand binnen 10 jaar *zonder* BTW wordt vervreemd of verhuurd

De heffing van BTW ter zake van de overdracht en het opnieuw aanvangen van de herzieningstermijn van 10 jaar op de BTW-belast verkregen onroerende goederen kon worden voorkomen door (i) een beroep te doen op de 'vrijstelling' zoals neergelegd in artikel 31 Wet OB (overgang van geheel of gedeelte van een gemeenschap van goederen) of (ii) de overdracht van de portefeuille aan KFN Property I en KFN Property II plaats te laten vinden binnen een fiscale eenheid in de zin van de Wet OB<sup>31</sup>.

Het bestaan van een fiscale eenheid heeft als belangrijk positief gevolg dat leveringen en diensten tussen de ondernemingen die de eenheid vormen (interne prestaties) buiten beschouwing blijven. Een belangrijk negatief gevolg van het bestaan van een fiscale eenheid is echter dat alle onderdelen van de fiscale eenheid hoofdelijk aansprakelijk zijn voor de omzetbelasting die de fiscale eenheid verschuldigd is (vergelijk het onderdeel vennootschapsbelasting hiervoor)<sup>32</sup>.

Uiteindelijk is toch gekozen voor een fiscale eenheid, met name om BTW heffing op door KFN aan KFN Property I en KFN Property II in rekening te brengen beheersvergoedingen (die deels niet aftrekbaar zou zijn) te voorkomen. De risico's die voor de obligatiehouders voortvloeien uit het bestaan van de fiscale eenheid zijn gemitigeerd door in de financieringsdocumentatie covenants op te nemen die er op zijn gericht het ontstaan van BTW claims gedurende de looptijd van de securitisatietransactie zoveel mogelijk te voorkomen. Zo is bepaald dat KFN Property I niet bewust enige handeling mag verrichten

die zou kunnen leiden tot herziening van BTW tenzij de daarvoor benodigde middelen voorhanden zijn.

### De transactie in de praktijk

Een securitisatietransactie biedt belangrijke voordelen. Het voordeel voor KFN bestaat met name uit een belangrijke verlaging van de financieringslasten. KFN schat dat zij met de securitisatietransactie ruim € 2 miljoen per jaar aan rentelasten bespaart. Nadelen zijn er echter ook. Zo leidt een securitisatie tot extra rapportageverplichtingen, en kunnen de beperkende voorwaarden in de transactiedocumentatie ingrijpen in de operationele vrijheid van de originator. KFN heeft echter maatregelen genomen om te voorkomen dat de consequenties van met name die beperkende voorwaarden gering zijn gebleven.

### Hybride structuur

KFN heeft er bewust voor gekozen niet haar gehele portefeuille te securitiseren. Het oormerken van activa ten behoeve van een securitisatietransactie heeft onvermijdelijk tot gevolg dat de kopers van de door de SPV uit te geven obligaties zullen verlangen dat er zo min mogelijk risico met die activa wordt gelopen. Door de portefeuille te splitsen heeft KFN bereikt dat het vastgoed dat is ondergebracht in KFN Property II niet is onderworpen aan de 'covenants' die gelden voor het vastgoed dat onderdeel is van de securitisatietransactie. Daarnaast wenste KFN niet voor haar totale behoefte aan kapitaal afhankelijk te zijn van de transactie, en wilde zij bovendien de relatie met haar huisbanken voortzetten.

Met het oog hierop heeft KFN tegelijk met de securitisatietransactie een kredietfaciliteit van € 150 miljoen afgesloten met een syndicaat van een achttal banken.<sup>33</sup> De voorwaarden die die lening beheersen zijn aanzienlijk flexibeler dan die van de securitisatie. De voorwaarden uit de leningdocumentatie hebben bovendien slechts betrekking op KFN Property II en KFN Holding, en niet op KFN Property I. Met deze faciliteit is KFN in staat haar gebouwen in voorbereiding te financieren, alsmede de gebouwen waarbij een 'strategische heroriëntatie' plaats zal vinden. Dergelijke panden zijn minder geschikt om opgenomen

30 Artikel 15 Wet OB jo. artikel 13, lid 2 Uitvoeringsbeschikking OB 1968.

31 Op grond van artikel 7, lid 4 Wet OB kunnen ondernemers die in (i) financieel, (ii) organisatorisch en (iii) economisch opzicht zodanig met elkaar verweven zijn dat zij een eenheid vormen, voor omzetbelastingdoeleinden als één ondernemer worden aangemerkt (fiscale eenheid). Voor het ontstaan van een fiscale eenheid is een beschikking van de inspecteur nodig, die deze zowel op verzoek als op eigen initiatief kan afgeven.

32 Artikel 43 Invorderingswet 1990. Indien geen sprake meer is van een fiscale eenheid eindigt de hoofdelijke aansprakelijkheid pas nadat de ontvanger hiervan op de hoogte is gesteld.

33 Deze faciliteit is in 2005 geherfinancierd en opgehoogd tot € 200 miljoen.

te worden in een securitisatietransactie, vanwege de nog ongewisse toekomst en – daarmee – het risicovollere karakter daarvan. Daarnaast is het WTC Amsterdam onderdeel van Property II. KFN houdt dit gebouw tezamen met ING (KFN 50%).

### Wijzigingen in de portefeuille

In de transactiedocumentatie zijn diverse bepalingen over het zogenaamde ‘churnen’ van de portefeuille opgenomen. Met deze bepalingen is beoogd KFN zoveel mogelijk flexibiliteit te bieden bij het aan- en verkopen van panden, zonder de belangen van de obligatiehouders uit het oog te verliezen. Het is KFN onder voorwaarden toegestaan gebouwen te kopen of te verkopen, zonder dat zij gedwongen is de obligaties geheel of gedeeltelijk af te lossen. Daarnaast is de mogelijkheid ingebouwd om additionele schuldbewijzen uit te geven om groei van de portefeuille te financieren.

Indien KFN zou besluiten tot verkoop van een gebouw, dan is dit toegestaan indien na de verkoop het aantal gebouwen in de portefeuille ten minste 45 blijft bedragen.<sup>34</sup> Bovendien is een verkoop slechts toegestaan onder de voorwaarde dat door de verkoop geen schending van een van de ‘covenants’ of andere bepalingen uit de transactiedocumentatie ontstaat. Hoewel de panden strekken tot zekerheid van de obligatielening, hoeft de opbrengst van de verkoop niet onmiddellijk te worden aangewend om een deel van de obligaties af te lossen. KFN wordt enige tijd gegund om met de opbrengst van de verkoop een nieuw pand aan te kopen. Tot die tijd staat de opbrengst op een aan de security trustee verpande rekening.

Ook het toevoegen van panden aan de portefeuille is mogelijk. Daarbij gelden wel enkele voorwaarden:

- De *interest cover ratio* (‘ICR’) moet ten minste 250% blijven bedragen. Dit betekent dat het totaal aan huurinkomsten dat de portefeuille in een periode genereert minimaal 2,5 maal de in die periode verschuldigde rente op de obligaties moet bedragen.
- De verhouding tussen het bedrag van de uitstaande obligaties en de totale waarde van het vastgoed (de *loan-to-value ratio* of ‘LTV’) mag niet hoger worden dan 65%. Daarmee weten de investeerders dat bij een eventuele (executoriale) verkoop van de panden de opbrengst hoogstwaar-

schijnlijk voldoende zal zijn om de obligaties af te lossen.<sup>35</sup>

- 75% van de bruto vloeroppervlakte (‘BVO’) van het nieuwe gebouw moet zijn verhuurd. Daarmee hebben de obligatiehouders de zekerheid dat het nieuwe gebouw onmiddellijk opbrengsten zal genereren. Die opbrengsten kunnen dan uiteindelijk weer worden aangewend om aan de verplichtingen onder de obligaties te voldoen.
  - De leeftijd van het nieuw aan te schaffen gebouw mag niet ouder zijn dan de gemiddelde leeftijd van de overige gebouwen in de portefeuille.
  - Ook bevat de transactiedocumentatie bepalingen ter voorkoming van een te grote afhankelijkheid van ‘grote’ huurders. Dergelijke concentraties zijn risicovol. Indien een grote huurder om welke reden dan ook wegvalt, kan dit een grote impact hebben op de inkomstenstroom waarvan de obligatiehouders afhankelijk zijn voor de rentebetalingen en aflossingen op hun obligaties. Daarom bevat de transactiedocumentatie het voorschrift dat niet meer dan 9% van de totale netto huuropbrengsten afkomstig mag zijn van één huurder. Daarnaast mag niet meer dan 27% van de totale netto huuropbrengsten afkomstig zijn van 5 huurders.
  - Hoe langer de huurovereenkomsten met de bestaande huurders nog lopen, hoe lager het risico op leegstand. In verband hiermee bepaalt de transactiedocumentatie dat de gemiddelde huurtermijn van de totale portefeuille niet mag dalen als gevolg van de toevoeging van een pand aan de portefeuille.
  - Het toe te voegen gebouw mag maximaal 20% van de waarde van de totale portefeuille bedragen. Mocht een nieuw gebouw toch niet aan de hierboven genoemde beperkingen voldoen, dan is er nog altijd de mogelijkheid om de rating agencies om een oordeel te verzoeken. Indien de kredietbeoordelaars verklaren dat de aan de obligaties verbonden rating niet zal verslechteren als gevolg van de aankoop, dan kan het pand alsnog aan de portefeuille worden toegevoegd.
- Naast aan- en verkoop komt het in de praktijk vaak voor dat er bijzonder onderhoud aan de panden dient plaats te vinden, of dat wijzigingen in huurcontracten moeten worden aangebracht. Zolang KFN daarbij handelt als een ‘goed huisvader’ hoeft KFN geen additionele goedkeuring te vragen of informatie te verschaffen.<sup>36</sup>

34 Ter illustratie: KFN Property I heeft thans 72 gebouwen in haar bezit.

35 Zie ook voetnoot 18.

36 Ook komt het voor dat er aanpassingen in de eigendomsverhoudingen plaatsvinden. Zo was KFN begin vorig jaar in de gelegenheid de volle eigendom van enkele in erfpacht uitgegeven percelen in Rotterdam te verwerven. KFN kreeg van de SPV en security trustee toestemming zich deze eigendom te verwerven, zonder dat zij daarbij de procedure van aankoop van nieuwe panden hoefde te volgen.



*Tot slot*

Een securitisatie vergt het nodige van een originator. Een realistische analyse vooraf van hetgeen komen gaat in combinatie met het bedingen van de juiste en realistische uitzonderingen op de covenants en andere beperkende voorwaarden in de transactiedocumentatie kan echter voorkomen dat de transac-

tie al te ingrijpende gevolgen heeft. Mede dankzij deze voorbereiding is de impact van de securitisatie op de dagelijkse gang van zaken bij KFN beperkt gebleven.

**J.den Otter is Director Finance bij KFN, M. de Bruin en R.P. Raas zijn advocaat bij Stibbe.**

## TRANSACTION STRUCTURE

