

178. Het structureren van een venture capital fonds

MR. T.W.G. DE WIT, MR. C.C. SIP, MR. J.S. BEEKMANS EN MR. M.M. WIERENGA

De laatste tijd is er veel aandacht voor venture capital. Er is dan ook veel kapitaal opgehaald door venture capital fondsen en het momentum lijkt nog altijd aanwezig te zijn voor verdere fondsenwerving. In dit artikel bespreken wij de stappen en aandachtspunten bij het oprichten van een venture capital fonds vanuit het perspectief van het fiscaal recht, ondernemingsrecht en toezichtrecht.

1. Inleiding

De aanleiding voor deze bijdrage is dat er in de afgelopen jaren veel nieuwe initiatieven zijn ontplooid tot het opzetten van venture capital fondsen. Nederland herbergt inmiddels een van de belangrijkste ecosystemen voor innovatie en ondernemerschap in Europa en venture capital fondsen spelen hierbij een belangrijke rol.¹ Er is, zoals de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen aangeeft, sprake van een groeiend ‘momentum’ in de Nederlandse venture capital industrie.² Daarnaast zijn er ook diverse regelingen beschikbaar vanuit de overheid voor closed-end venture capital fondsen, zoals de Seed Capital regeling op grond waarvan de staat renteloze leningen verstrekt aan investeringsfondsen.³ Tenslotte is een effect van de langdurige lage rente dat beleggers op zoek zijn naar alternatieven om rendement te realiseren. Tijd dus voor wat extra aandacht voor het structureren van een venture capital fonds.

In deze bijdrage nemen wij de lezer mee in de verschillende juridische stappen en aandachtspunten bij het oprichten van een venture capital fonds.⁴ Daarbij zijn primair drie rechtsgebieden relevant: fiscaal recht, ondernemingsrecht en toezichtrecht. Hieronder gaan we daar verder op in, maar eerst schetsen we nog wat meer achtergrond ten aanzien van venture capital.

2. Venture capital

Venture capital wordt door investeerders gezien als een van de ‘alternatieve’ investeringsmogelijkheden (‘asset class’), waarbij wordt bedoeld dat het een alternatief is voor investeringen in beursgenoteerde aandelen, obligaties en valuta. Veelal worden die venture capital investeringen gedaan via een venture capital fonds, in plaats van dat een investeerder een rechtstreeks belang neemt in ondernemingen. Venture capital kan worden geclassificeerd als een vorm van private equity, maar onderscheidt zich van andere private equity fondsen op het gebied van de investeringsstrategie. Een venture capital fonds investeert in beginsel in startende ondernemingen (waarbij weer een onderscheid kan worden gemaakt in de verschillende fasen waarin die ondernemingen zich bevinden). De investeringen worden vaak gedaan in de vorm van een deelneming in (converteerbare) preferente aandelen, of in de vorm van converteerbare leningen (de zogenaamde ‘*convertible loan agreements*’) of vergelijkbare instrumenten, zoals een overeenkomst waarbij gelden wordt verstrekt in verband met een toekomstige uitgifte van aandelen (de zogenaamde ‘*simple agreement for future equity*’ oftewel ‘SAFE-note’). De mede-aandeelhouders van de startende onderneming zijn normaal gesproken de oprichters (de ‘*founders*’) daarvan en vaak ook andere investeerders. Een venture capital fonds heeft afgezien van de hiervoor genoemde strategie gebruikelijk ook een bepaalde geografische of sectorale focus. Er kan voor wat betreft dit laatste worden gedacht aan ICT, groene technologie, gezondheidszorg (‘*life sciences*’), de dienstensector of de maakindustrie. Veel venture capital fondsen zijn meer dan gemiddeld betrokken bij de onderneming en geven advies aan de oprichters van de startende ondernemingen.⁵

1 EIF & IECV Factor Report 2021 – A new Glance at the European VC Ecosystem: <http://engage.eif.org/the-vc-factor/home/>

2 The untapped potential of Dutch venture capital Techleap.nl | NVP, p. 14.

3 Regeling Nationale EZ-subsidies (‘Seed capital technostarter’) van de minister van Economische Zaken van 11 juli 2014, zoals gewijzigd.

4 Voor een bredere insteek zie W. Mead, *How To Raise A Venture Capital Fund*, San Francisco, CA: Winter Mead 2021.

5 Zie ook M. Ramsinghani, *The Business of Venture Capital: the art of raising a fund, structuring of investments, portfolio management, and exits*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2021.

Het model van een venture capital fonds is in essentie eenvoudig: een management team (ondergebracht in de beheerder van het fonds, hierna de ‘Beheerder’) haalt kapitaal op bij investeerders met als doel het vormen van een fonds waarmee venture capital investeringen worden gedaan. Het management team en de investeerders gaan een samenwerkingsverband aan voor een bepaalde periode en trachten de portefeuille-ondernemingen zoveel mogelijk in waarde te laten toenemen, waarna ze worden verkocht of bijvoorbeeld een beursnotering wordt gerealiseerd. De investeerders betalen via het fonds aan de Beheerder een vaste beheersvergoeding en een prestatiebeloning (de ‘carried interest’). De afspraken hieromtrent en de overige rechten en bevoegdheden van de Beheerder en de investeerders worden vastgelegd in fondsdocumentatie, waarover hierna meer.

3. Rechtsvorm en fondsdocumentatie

3.1 Rechtsvorm

Voor welke structuur gekozen wordt hangt af van het soort instrumenten waarin wordt geïnvesteerd, de aard en nationaliteit van de investeerders en de omvang van hun belang in het fonds. Beperkte aansprakelijkheid van de investeerders is een minimaal vereiste voor een geschikte juridische structuur, maar in veel gevallen zal de fiscale analyse de doorslag geven. Alhoewel er in Nederland ook venture capital fondsen worden gestructureerd in de vorm van een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, een commanditaire vennootschap of een (besloten) fonds voor gemene rekening, beperken wij ons in deze bijdrage tot de – naar onze inschatting – meest gebruikte rechtsvorm: de coöperatie U.A. (waarbij leden of oud-leden bij ontbinding van de coöperatie derhalve niet verplicht zijn om in een tekort bij te dragen). De civielrechtelijke vrijheid van inrichting is groot bij een coöperatie en zoals we hierna in onderdeel 4.1 zullen zien, kent de coöperatie bepaalde fiscale voordelen.

Indien wordt gekozen voor een venture capital fonds in de vorm van een coöperatie bestaat de fondsdocumentatie in de meest eenvoudige situatie uit (i) de notariële akte van oprichting en statuten van de coöperatie, (ii) de formulieren waarmee de investeerders inschrijven in het fonds en zich verplichten tot inbreng van kapitaal en (iii) de ledenovereenkomst (fondsovereenkomst) tussen de Beheerder, de coöperatie (het fonds) en de investeerders als leden van het fonds. Daarnaast kan worden overwogen om een aparte managementovereenkomst aan te laten gaan tussen de Beheerder en het fonds (de coöperatie), maar geregeld wordt volstaan met de fondsovereenkomst waarin de afspraken met de Beheerder zijn opgenomen. Een aparte vennootschap wordt vaak opgericht, die ook lid wordt van de coöperatie en recht heeft op betaling door het fonds van de carried interest.⁶ De (directe of indirecte) aandeelhouders van deze besloten vennootschap zijn normaal gesproken de leden

van het management team van de Beheerder. Tenslotte richten fondsen die gebruik maken van de genoemde Seed Capital regeling⁷ gewoonlijk een aparte besloten vennootschap op waarvan alle aandelen worden gehouden door de coöperatie, enerzijds omdat op grond van deze regeling een coöperatie niet voldoet aan de gestelde criteria en anderzijds om investeringen vanuit het fonds te kunnen doen met of zonder gebruikmaking van de Seed Capital regeling. Deze vennootschap trekt dan ook de genoemde renteloze lening aan.

3.2 De fondsdocumentatie

De fondsovereenkomst voorziet, in combinatie met het inschrijfformulier, in de verplichting van de investeerders tot het ter beschikking stellen van kapitaal, maar ook in bepaalde andere fondsspecifieke afspraken tussen de leden als investeerders, de Beheerder en de coöperatie. Een onderscheid kan worden gemaakt tussen de financiële afspraken en het ‘governance regime’. Belangrijke elementen in de fondsdocumentatie zijn het doel en de beleggingsstrategie van het fonds (i.e. categorieën van activa waarin het fonds mag beleggen, de relevante industriële en geografische focus, relevante marktsectoren, diversificatieverplichtingen en omvang van de investeringen in portefeuille-ondernemingen), de omvang en looptijd van het fonds en de periode waarin investeringen gedaan mogen worden, het beheer van het fonds en de beheersvergoeding (‘management fee’), het defungeren of ontslag van de Beheerder, tegenstrijdige belangen, gevolgen van verzuim van investeerders en natuurlijk de carried interest.

Er is sprake van een groeiend ‘momentum’ in de Nederlandse venture capital industrie

De onderwerpen waarover met name wordt onderhandeld met investeerders⁸ zien op het percentage van de carried interest en het bedrag en de wijze van berekening van de management fee. Relevante vragen daarbij zijn:

1. wordt het carried interest percentage verhoogd nadat een bepaald rendement is gerealiseerd?
2. wordt de management fee gedurende de investeringsperiode berekend over het bedrag dat investeerders verplicht zijn op afroep te storten (het ‘commitment’) of, indien van toepassing, ook over het bedrag dat kan worden geleend onder de voornoemde Seed Capital regeling?
3. in hoeverre wordt de management fee verminderd met de hierna ook te noemen advies- en consultancydiensten ten aanzien van portefeuille-ondernemingen)?

⁷ Zie voor een overzicht: <https://www.rvo.nl/subsidie-en-financieringswijzer/seed-capital/seed-capital-fondsen/totaaloverzicht>

⁸ Zie ook M. Ramsinghani, *The Business of Venture Capital: the art of raising a fund, structuring of investments, portfolio management, and exits*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2021, p. 156 en 169.

⁶ Zie hierna onderdeel 4.4.

Overige onderwerpen van discussie zijn veelal:

- a. de uitkeringswaternval (op welk moment wordt carried interest betaald en is de Beheerder verplicht om gedurende een bepaalde periode een deel van de carried interest in depot te houden in verband met terugbetalingsverplichtingen, oftewel ‘claw back’)
- b. de key person bepaling (waarbij het gaat om de tijd die de belangrijkste personen binnen de Beheerder dienen te besteden aan het beheer van het fonds en de gevolgen van het vertrek of overlijden van die personen voor het fonds en het fondsbeheer); en
- c. eventuele ‘side letters’ waarin aparte afspraken worden vastgelegd die specifiek gelden voor, veelal, investeerders met een groot commitment.

3.3 Juridische aandachtspunten bij de coöperatie

Bij het fonds dat wordt opgericht als coöperatie is het van belang om vast te stellen dat de wet eist dat de coöperatie met haar leden overeenkomsten sluit in het bedrijf dat zij ten behoeve van de leden uitoefent of doet uitoefenen (art. 2:53 lid 1 Burgerlijk Wetboek (BW)). De belangrijkste elementen van de organisatie van het fonds worden neergelegd in de fondsovereenkomst en wij menen dat met het aangaan van deze fondsovereenkomst in beginsel wordt voldaan aan dit wettelijke vereiste.

Het zakelijke verkeer tussen de leden en de coöperatie bestaat uit het door de leden ter beschikking stellen van kapitaal waarmee de coöperatie investeringen doet. Aandachtspunt bij de coöperatie is verder dat op grond van het huidige verenigingsrecht een lid (en daarmee een investeerder in het fonds) de bevoegdheid heeft het lidmaatschap steeds te beëindigen met ingang van het boekjaar volgend op het jaar waarin werd opgezegd.⁹ Dit recht kan niet aan het lid worden ontnomen.

Er zijn echter manieren om ervoor te zorgen dat investeerders in een (fonds)coöperatie ervan worden weerhouden het lidmaatschap te beëindigen.¹⁰ Op grond van art. 2:60 BW kunnen bij de statuten, in overeenstemming met het doel en strekking van de coöperatie, voorwaarden aan de vrijheid van uittreding worden verbonden. De gebruikelijk beperkte looptijd van een fonds en de gevolgen van een uittreding door een lid voor het fonds en de andere investeerders spelen hierbij een rol en rechtvaardigen ons inziens strenge uittredingsvoorwaarden. In de statuten en/of de fondsovereenkomst wordt vaak opgenomen dat een lid verplicht is om bij opzegging een forse boete (in de literatuur en jurisprudentie ook wel aangeduid als ‘uittrekgeld’) te betalen aan de coöperatie of door de rechten van dit lid

op uitkeringen door de coöperatie te beperken tot bijvoorbeeld 50% van de netto vermogenswaarde van het belang van de betreffende investeerder in de coöperatie.¹¹

Uit de jurisprudentie blijkt dat aan de eis van art. 2:60 BW dat de uittredingsvoorwaarde is opgenomen in de statuten, is voldaan als uit de statuten voor de leden deze voorwaarde kenbaar is en de aard en omvang van de daaruit voortvloeiende verplichtingen voor hen bepaalbaar zijn.¹² In de literatuur wordt wel gesteld dat de uittredingsvoorwaarde niet alleen kenbaar moet zijn maar ook bepaalbaar moet zijn aan de hand van de statuten.¹³ De fondsovereenkomst waarbij de investeerders zelf partij zijn werkt de uittredingsvoorwaarde gebruikelijk verder uit. Het is ons inziens niet de strekking van art. 2:60 BW om de geldigheid van overeenkomsten tussen de coöperatie en haar leden aan te tasten.¹⁴ Omdat hier ook anders over gedacht lijkt te worden,¹⁵ is het wel aan te raden om de uittredingsvoorwaarde zoveel mogelijk ook in de statuten van de coöperatie op te nemen.

4. Fiscaliteit venture capital fondsen

De fiscale structurering van een venture capital fonds berust grof gezegd op vijf bouwstenen: (i) de rechtsvorm van de centrale fondsentiteit, (ii) de Beheerder, (iii) de investeerders, (iv) de prestatiebeloning voor de fondsmanagers (de ‘carried interest’) en (v) de co-investering door de fondsmanagers. Hieronder wordt vanuit een fiscale invalshoek per bouwsteen behandeld waar rekening mee dient te worden gehouden bij het opzetten van een venture capital fonds.

4.1 Keuze voor de rechtsvorm van de fondsentiteit

Uitgangspunt bij het opzetten van een fonds is dat alleen belasting wordt betaald op het niveau van de onderneming waar het fonds in investeert en op het niveau van de (uiteindelijke) investeerders in het fonds. Zoals aangegeven, kiest men bij het opzetten van een venture capital fonds vaak voor een coöperatie.

In beginsel heeft de coöperatie, in tegenstelling tot een besloten vennootschap, geen in aandelen verdeeld kapitaal; in plaats daarvan geeft een coöperatie lidmaatschapsrechten uit aan haar leden. Het voordeel van een coöperatie als rechtsvorm van een fonds (ten opzichte van een besloten vennootschap), is dat deze geen kwantitatieve vereisten kent waaraan Nederlandse en buitenlandse corporate investeerders moeten voldoen om recht op toepassing van de deelnemingsvrijstelling en/of inhoudingsvrijstelling te

⁹ Zie art. 2:36 lid 1, laatste volzin, jo 2:53a BW.

¹⁰ Zie ook: G.J.H. van der Sangen, *De coöperatie, een eigentijdse rechtsvorm*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2007, p. 157

¹¹ Waarbij het moment van betaling vaak ook nog wordt uitgesteld tot het moment waarop de coöperatie wordt ontbonden.

¹² HR 12 juni 2015, *NJ* 2015/437, «JOR» 2016/86 (DOC).

¹³ Zie Asser/Rensen 2-III 2017/241.

¹⁴ In gelijke zin Asser/Rensen 2-III 2017/241.

¹⁵ Zie bijv. hof Den Bosch 20 juni 2006, *NJ* 2008/214; «JOR» 2006/232 (*Dynadro/DA*) waarin het hof ervan lijkt uit te gaan dat een contractuele uittreedvoorwaarde ongeldig is, omdat de statuten er niet in voorzien.

hebben.¹⁶ Dit biedt een hoge mate van flexibiliteit bij het toe- en uittreden van corporate investeerders.

In beginsel zijn winstuitkeringen van een coöperatie niet onderworpen aan dividendbelasting, onder de voorwaarde dat de coöperatie niet kan worden aangemerkt als een vennootschap met een geheel of ten dele in aandelen verdeeld kapitaal.¹⁷ Uit de jurisprudentie van de Hoge Raad kan worden afgeleid dat een coöperatie wordt gezien als een vennootschap met een geheel of ten dele in aandelen verdeeld kapitaal indien de vervreemding van de lidmaatschapsrechten kan geschieden zonder toestemming van alle leden van de coöperatie.¹⁸ Om te voorkomen dat winstuitkeringen van de coöperatie onderhevig zijn aan dividendbelasting (tegen een tarief van 15%) wordt daarom in principe in de statuten opgenomen dat geen sprake mag zijn van vrije toe- en uittreding.

Desalniettemin kan de coöperatie ook op grond van een wettelijke fictie gehouden worden om dividendbelasting in te houden op winstuitkeringen aan haar leden. Dit is het geval als een coöperatie kwalificeert als een ‘houdstercoöperatie’ (een coöperatie die zich enkel bezig houdt met het houden van deelnemingen) en de uitkering plaatsvindt aan een lid met een ‘kwalificerend lidmaatschapsrecht’ (lees: recht heeft op 5% of meer van de jaarwinst en/of het liquidatiesaldo, of 5% van de stemrechten houdt).¹⁹ Het in werking treden van deze fictie werkt voor Nederlandse corporate investeerders niet nadelig uit, aangezien zij per definitie recht hebben op toepassing van de deelnemingsvrijstelling en inhoudingsvrijstelling ten aanzien van hun lidmaatschapsrechten in de coöperatie.²⁰ Voor buitenlandse corporate investeerders kan de fictie – door het inwerkingtreden van anti-misbruikmaatregelen – wel tot inhouding van dividendbelasting (15%) leiden, ondanks dat zij in beginsel ook recht hebben op de inhoudingsvrijstelling en misbruik niet altijd aan de orde is. Om dit te voorkomen en ervoor te zorgen dat de dividendbelastingpositie van de coöperatie neutraal uitwerkt (lees: buitenlandse corporate investeerders te faciliteren) kan onder voorwaarden met de Belastingdienst een vaststellingsovereenkomst worden gesloten waarin wordt afgesteld dat de coöperatie kwalificeert als een ‘actieve coöperatie’.²¹ Hierbij is de belangrijkste voorwaarde dat geen in het buitenland woonachtige natuurlijke personen (indirect) gerechtigd zijn tot 5% van de jaarwinst en/of het liquidatie saldo of 5% van de stemrechten (een

‘Aanmerkelijk Belang’) houden in de coöperatie (hetgeen wordt gezien als misbruik). Dit zal als kritische veronderstelling moeten worden opgenomen in het verzoek. Indien de coöperatie een ‘actieve’ status heeft, is zij ongeacht aan welk lid (van de coöperatie) winst wordt uitgekeerd, niet verplicht om dividendbelasting in te houden en werkt zij derhalve fiscaal neutraal uit. De ervaring leert dat buitenlandse corporate investeerders hier veel waarde aan hechten.

4.2 De Beheerder

Ieder venture capital fonds heeft, zoals hierboven aangegeven, een Beheerder. Het fondsbeheer wordt in principe gedreven vanuit een bv die fondsmanagers in dienst heeft dan wel arbeid inkoop. De Beheerder sluit een beheerovereenkomst met het fonds waarin de Beheerder zich onder meer verbindt om (i) de (potentiële) investeringen in portefeuille-ondernemingen te beheren, (ii) fondsmanagers in dienst te nemen of in te huren, en (iii) overige werkzaamheden te verrichten voor het fonds. Hiervoor verkrijgt de Beheerder doorgaans een vergoeding van om en nabij 2%-2,5% (gedurende de investeringsperiode berekend over het geïnvesteerde kapitaal en daarna over het geïnvesteerde bedrag). Daarnaast gaat de Beheerder (in traditionele fondsstructuren) in voorkomende gevallen ook met de individuele portefeuille-ondernemingen een managementovereenkomst aan voor advies- en consultancydiensten.

Fondsbeheer is in principe een btw-belaste activiteit. De btw die de Beheerder aan het fonds in rekening brengt is niet aftrekbaar voor het fonds. Dit ligt anders indien de Beheerder met het fonds is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (de AFM) binnen het zogenoemde AIFMD-registratieregime (waarover hierna meer) en aan de overige voorwaarden voor de btw-vrijstelling voor fondsbeheer wordt voldaan.²² De Beheerder brengt dan geen btw in rekening aan het fonds. Daarentegen kan er wel btw-*leakage* ontstaan omdat het fondsbeheer dan een vrijgestelde dienst is voor btw-doeleinden. Dit betekent dat de Beheerder voor een (groot) deel vrijgestelde diensten verricht zodat de btw op algemene kosten (bijvoorbeeld adviseurskosten) van de Beheerder slechts voor een evenredig deel (op basis van de verhouding tussen de btw-belaste diensten en de vrijgestelde diensten) door de Beheerder in aftrek kan worden gebracht. In sommige gevallen wordt in de fondsdocumentatie opgenomen dat de Beheerder voor de beschreven btw-*leakage* door het fonds wordt gecompenseerd, hetgeen indirect ten laste van de investeerders komt. Er bestaat voor Beheerders die ook advies- en consultancydiensten verrichten aan de portefeuille-ondernemingen ook een mogelijkheid om een deel van de btw-*leakage* te voor-

16 Deelnemingsvrijstelling: geen heffing van vennootschapsbelasting over inkomsten uit aandelen (dividend en vermogenswinsten). Inhoudingsvrijstelling: geen inhouding van dividendbelasting op uitkeringen. Particuliere investeerders kunnen per definitie geen aanspraak maken op de deelnemingsvrijstelling en/of inhoudingsvrijstelling aangezien deze regeling enkel geldt voor vennootschappen.

17 Art. 1 lid 1 Wet op de dividendbelasting 1965.

18 HR 24 november 1976, *BNB* 1978/13, en HR 27 september 1989, *BNB* 1990/5.

19 Art. 1 lid 2 en lid 7 Wet op de dividendbelasting 1965.

20 De fiscale positie van (buitenlandse) particuliere investeerders komt in par. 4.3 aan bod.

21 *Kamerstukken II* 2017/18, 34788, nr. 3, p. 20.

22 Deze btw-vrijstelling, opgenomen in art. 11 lid 1 onderdeel i sub 3 Wet op de omzetbelasting 1968, is van toepassing indien aan de volgende vier voorwaarden wordt voldaan: (i) er moet sprake zijn van collectief bijeengebracht vermogen, (ii) de inleg wordt belegd volgens het beginsel van risicospreiding, (iii) het beleggingsrisico wordt gedragen door de investeerders, en (iv) het gemeenschappelijke beleggingsfonds is onderworpen aan bijzonder overheidsstoezicht.

komen zonder dat dit wordt vergoed door de investeerders. Dit kan kort gezegd door een nieuwe entiteit op te richten en het eventuele fondsbeheer en de advies- en consultancydiensten ten aanzien van portefeuille-ondernemingen van elkaar te scheiden.

4.3 Investeerders

Bij venture capital fondsen kan grosso modo onderscheid worden gemaakt tussen vier soorten investeerders: (i) Nederlandse particuliere investeerders, (ii) buitenlandse particuliere investeerders, (iii) Nederlandse corporate investeerders en (iv) buitenlandse corporate investeerders.

4.3.1 Nederlandse particuliere investeerders

Nederlandse particuliere investeerders worden ten aanzien van hun investering in het fonds belast in box 2 of box 3, afhankelijk van of zij een Aanmerkelijk Belang houden in de coöperatie. Als dit het geval is, dan worden zij belast in box 2 tegen een tarief van 26,9%. Zo niet, dan worden zij belast in box 3. In box 3 worden niet de daadwerkelijk gerealiseerde inkomsten belast, maar in plaats daarvan wordt over een forfaitair rendement op het netto vermogen (per 1 januari) 31% (vermogens)belasting geheven. Dit leidt doorgaans tot minder heffing. Hierbij moet worden opgemerkt dat, gelet op een belangrijk arrest van de Hoge Raad van 24 december 2021, een grondige herziening van box 3 aanstaande lijkt.²³

4.3.2 Buitenlandse particuliere investeerders

Buitenlandse particuliere investeerders zijn ten aanzien van hun investering in het fonds in beginsel enkel in Nederland belast als zij een Aanmerkelijk Belang hebben in de coöperatie. Wanneer dit het geval is, zal de Belastingdienst geen 'actieve coöperatie' ruling afgeven en is de coöperatie gehouden dividendbelasting (15%) in te houden op winstuitkeringen. De uiteindelijke Nederlandse belastingdruk is voor een buitenlandse particuliere investeerder die is gevestigd in een land waarmee Nederland een belastingverdrag heeft afgesloten vrijwel in alle gevallen beperkt tot 15% over de winstuitkeringen. Heffing over een eventuele verkoop van een belang in het fonds wordt in de verdragsituaties door het belastingverdrag toegewezen aan de woonstaat van de buitenlandse particulier.

4.3.3 Nederlandse corporate investeerders

Nederlandse corporate investeerders genieten dividend en vervreemdingswinsten ten aanzien van hun lidmaatschapsrechten in het fonds belastingvrij, ongeacht de grootte van hun participatie, door toepassing van de deelnemingsvrijstelling en inhoudingsvrijstelling.

4.3.4 Buitenlandse corporate investeerders

Voor buitenlandse corporate investeerders moet onderscheid worden gemaakt tussen de vennootschapsbelas-

ting en dividendbelasting. Een buitenlandse corporate investeerder kan ten aanzien van een investering in het fonds slechts onderworpen worden aan Nederlandse vennootschapsbelasting in misbruiksituaties. Misbruik wordt aanwezig geacht indien een particuliere investeerder indirect een Aanmerkelijk Belang houdt in de coöperatie *en* het belang wordt gehouden met als één van de hoofddoelen om Nederlandse (inkomsten)belasting te ontgaan. Kort gezegd komt dit erop neer dat een buitenlandse particulier niet via een substance-loze buitenlandse vennootschap in het fonds mag investeren enkel om zo minder Nederlandse (inkomsten)belasting verschuldigd te zijn (ten opzichte van een directe investering).²⁴

Uitgangspunt bij het opzetten van een fonds is dat alleen belasting wordt betaald op het niveau van de ondernemingen waar het fonds in investeert en op het niveau van de (uiteindelijke) investeerders in het fonds

Voor de dividendbelasting geldt een soortgelijke toets om te beoordelen of de inhoudingsvrijstelling geldt, afgezien van het feit dat dan dividendbelasting in plaats van inkomstenbelasting wordt ontgaan door het tussenschuiven van een substance-loze vennootschap.²⁵ Kortom, indien geen particuliere buitenlandse investeerder een indirect Aanmerkelijk Belang houdt in het fonds, zijn buitenlandse corporate investeerders niet belastingplichtig voor de Nederlandse vennootschapsbelasting en genieten zij winstuitkeringen vrij van dividendbelasting. Als het fonds een 'actieve' status heeft, is het fonds überhaupt niet gehouden dividendbelasting in te houden. Let wel, de Belastingdienst is niet bereid deze status te bevestigen in een vaststellingsovereenkomst wanneer een buitenlandse investeerder een (indirect) Aanmerkelijk Belang houdt in het fonds.

4.4 Carried interest

In principe bedingt een Beheerder bij aanvang van het fonds carried interest-rechten. Deze vormen een prestatiegerelateerde beloning voor de door de Beheerder te verrichten arbeid en geven recht op een deel van de overwinst in het fonds (doorgaans 20% van die overwinst).

²³ HR 24 december 2021, *BNB 2022/27*.

²⁴ Deze substance-eisen zijn opgenomen in art. 2d Uitvoeringsbeschikking vennootschapsbelasting 1971. Wanneer de buitenlandse corporate investeerder hieraan voldoet, is zij in beginsel geen Nederlandse vennootschapsbelasting verschuldigd over de winstuitkeringen verkregen vanuit het fonds. Dit geldt echter niet als *safe harbour*. Het is dan aan de Belastingdienst om aan te tonen dat er desalniettemin een inkomstenbelastingontgaansmotief aanwezig is.

²⁵ Deze substance-eisen zijn opgenomen in art. 1bis van de Uitvoeringsbeschikking dividendbelasting 1965. Wanneer de buitenlandse corporate investeerder hieraan voldoet, is in beginsel de inhoudingsvrijstelling van toepassing. Dit geldt echter niet als *safe harbour*. Het is dan aan de Belastingdienst om aan te tonen dat er desalniettemin een dividendbelastingontgaansmotief aanwezig is.

Ten aanzien van de carried interest-rechten spelen op fiscaal gebied twee hoofdthema's: (i) (loon)belastingheffing op het moment van verkrijging van de carried interest-rechten (het verschil tussen de werkelijke waarde en de prijs die voor de carried interest-rechten is betaald kan immers worden aangemerkt als loon) en (ii) (inkomsten)belastingheffing op het moment dat inkomsten worden genoten uit de carried interest-rechten. Doordat de carried interest-rechten zich op voorhand niet makkelijk laten waarderen is de Belastingdienst (om lastige discussies te voorkomen) bereid om in een vaststellingsovereenkomst van te voren af te stemmen dat geen loonbelasting is verschuldigd op het moment dat de carried interest-rechten worden verkregen. De Belastingdienst is hiertoe alleen bereid als er een bepaald minimum bedrag wordt betaald voor de carried interest en zij verzekerd is van een zekere mate van acute heffing indien inkomsten uit het fonds wordt verkregen. De Belastingdienst is hiervan verzekerd als de carried interest-rechten kwalificeren als een lucratief belang. Dit is in venture capital fondsstructuren vrijwel altijd het geval.²⁶ In beginsel is een lucratief belang belast in box 1 tegen het progressieve tarief van 49,50%, maar indien dit door de fondsmanagers middellijk (indirect) wordt gehouden door een vennootschap waarin de fondsmanagers een aanmerkelijk belang hebben *en* de winsten in het kalenderjaar waarin deze worden gerealiseerd worden uitgekeerd aan de fondsmanagers in privé, is alleen sprake van box 2-heffing (26,9%).²⁷ Zo is er geen loonbelasting verschuldigd op het moment dat daar nog geen inkomsten tegenover staan en is de Belastingdienst verzekerd van belastingheffing (26,9%) op het moment dat inkomsten worden verkregen uit het fonds.

4.5 Co-investering

Soms verlangen investeerders vanwege parallelle belangen een co-investering van de fondsmanagers of willen de fondsmanagers op eigen initiatief co-investeren in het fonds. Afhankelijk van de grootte van de investering kan dit via box 2 of box 3. Wanneer de fondsmanagers een Aanmerkelijk Belang in het fonds houden, kwalificeert hun belang als een box 2-investering en wordt deze vaak gehouden via een besloten vennootschap, zodat de aanmerkelijk belang belastingclaim (26,9%) uit kan worden gesteld tot het moment dat gelden naar privé worden uitgekeerd.

Daarnaast investeren fondsmanagers vaak via een gezamenlijke vennootschap ('Co-Invest BV') in het fonds. In dergelijke situaties zie je meestal dat de fondsmanagers met hun persoonlijke holding in de Co-Invest BV investeren om hun aanmerkelijkbelangclaim uit te stellen. Het is hierbij wel van belang dat zowel de co-invest als de persoonlijke holding recht heeft op toepassing van de deelnemingsvrijstelling, zodat winstuitkeringen van het fonds aan de Co-Invest BV en van de Co-Invest BV aan de persoonlijke holding niet onderhevig zijn aan dividendbelasting en beide

entiteiten geen vennootschapsbelasting verschuldigd zijn over de ontvangen winstuitkeringen.

5. Toezichtrechtelijke aandachtspunten

5.1 Kwalificatie beleggingsinstelling

Een venture capital fonds zal voor toezichtdoeleinden in principe kwalificeren als 'beleggingsinstelling'. Deze definitie vloeit voort uit een Europese richtlijn, de *Alternative Investment Fund Managers Directive*²⁸ ('AIFMD'), die op 22 juli 2013 in Nederland is geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht ('Wft'). Beleggingsinstellingen en hun beheerders staan in Nederland onder toezicht van de AFM.

Een beleggingsinstelling in de zin van de AIFMD is: (i) een *instelling voor collectieve belegging* die bij (ii) een *reeks beleggers* (iii) *kapitaal ophaalt* om dit bijeengebrachte vermogen overeenkomstig (iv) *een bepaald beleggingsbeleid* in het belang van de collectieve beleggers te beleggen, teneinde de beleggers in de opbrengst van beleggingen te doen delen. Aan de verschillende elementen is nadere invulling gegeven door de Europese toezichthouder, de *European Securities and Markets Authority* ('ESMA'), in door ESMA gepubliceerde richtsnoeren²⁹ ('Richtsnoeren'). De AFM heeft bevestigd de Richtsnoeren toe te passen bij de kwalificatie van beleggingsinstelling.

In de praktijk zien we dat veel venture capital fondsbeheerders gebruikmaken van het AIFMD-registratieregime

Het volgt uit de Richtsnoeren dat de verschillende elementen van de definitie beleggingsinstelling ruim moeten worden uitgelegd. Zonder alle elementen hier tot in detail uit te werken, kan kort gezegd gesteld worden dat ieder vehikel waarin geld ter gezamenlijke belegging door meerdere participanten bijeen wordt gebracht met het doel gepoolde opbrengsten te genereren, in principe zal kwalificeren als beleggingsinstelling. Daarbij is bijvoorbeeld irrelevant wat de rechtsvorm is van het vehikel. Er is slechts een beperkt aantal uitzonderingen op de definitie van beleggingsinstelling, die voor venture capital fondsen in de praktijk zelden soelaas bieden.

5.2 Toezichtconsequenties

Indien een beleggingsvehikel kwalificeert als beleggingsinstelling, valt de beleggingsinstelling aldus binnen het bereik van de AIFMD. Het toezicht uit hoofde van de AIFMD richt zich tot de *beheerder* van de beleggingsinstelling. De AIFMD voorziet in beginsel in een vergunningplicht en gedetailleerde doorlopende regels voor de Beheerder. Daar gaan we in dit artikel niet nader op in.

²⁶ Op basis van de vangnetbepaling die is opgenomen in art. 3.92b lid 4 Wet IB 2001.

²⁷ Art. 3.92b lid 5 Wet IB 2001.

²⁸ Richtlijn 2011/61/EU.

²⁹ Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD (ESMA/2013/611).

Voor 'kleine' Beheerders voorziet de AIFMD namelijk in een vrijstelling, als gevolg waarvan de vergunningplicht en bijbehorende doorlopende eisen niet van toepassing zijn. Deze vrijstelling staat in de markt ook wel bekend onder de namen 'AIFMD-light regime' en 'AIFMD-registratieregime'. Deze vrijstelling volgt uit art. 3 lid 2 AIFMD en is geïmplementeerd in art. 2:66a Wft. Iedere EU-lidstaat heeft het AIFMD-registratieregime geïmplementeerd in nationale wetgeving en daar eigen voorwaarden aan verbonden, die per lidstaat verschillen.

De belangrijkste voorwaarden om in aanmerking te komen voor het Nederlandse AIFMD-registratieregime zijn:

- De maximale waarde van de activa onder beheer van de Beheerder mogen niet meer bedragen dan (i) € 500 miljoen (in geval van closed-end fondsen die *geen* gebruikmaken van hefboomfinanciering (leverage) op fondsniveau) of (ii) € 100 miljoen. Mits goed gestructureerd zullen de meeste Beheerders van venture capital fondsen aan de voorwaarden voor de € 500 miljoen drempel kunnen voldoen.
- De deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling mogen uitsluitend worden aangeboden aan:
 - professionele beleggers als bedoeld in de Wft (zoals banken, verzekeraars, pensioenfondsen); of
 - minder dan 150 personen; of
 - personen die zich committeren voor minimaal € 100.000, waarbij dit bedrag in één keer moet worden gestort; of
 - met een nominale waarde per participatie van € 100.000.
- Het moet gaan om een Nederlandse Beheerder (dat wil zeggen: statutair gevestigd in Nederland).
- De Beheerder moet zich onder vermelding van haar beleggingsinstellingen registreren bij de AFM, gebruikmakend van een daartoe beschikbaar gesteld formulier. De AFM rekent € 4.400 voor registratie van de Beheerder met een eerste fonds. Ieder volgend fonds kan kosteloos worden bijgeschreven.

Veel Beheerders van venture capital fondsen kunnen prima uit de voeten met deze voorwaarden. In de praktijk zien we dan ook dat veel venture capital Beheerders gebruikmaken van het AIFMD-registratieregime.

Dan is de vraag op welk moment in de oprichting van een nieuw venture capital fonds, de Beheerder zich moet registreren bij de AFM. Op grond van art. 2:65 Wft is het onder meer verboden rechten van deelneming in een beleggingsinstelling in Nederland *aan te bieden*. Aanbieden wordt ruim uitgelegd, namelijk: het doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst inzake een recht van deelneming in een beleggingsinstelling.³⁰ De enkele mogelijkheid tot inschrijving op deelnemingsrechten in een venture capital fonds zal al

kwalificeren als een aanbieding. Dit betekent in de praktijk dat de Beheerder zich tijdig moet registreren bij de AFM zodat de Beheerder niet in strijd handelt met de verbodsbepaling.

Overigens is er nog wel een fase voorafgaand aan de aanbiedingsfase. Deze fase wordt ook wel de pre-marketing fase genoemd. Deze houdt in dat een Beheerder zich onder potentiële beleggers kan oriënteren om te polsen of er voldoende interesse is voor een nieuw venture capital fonds, mits de Beheerder zich aan bepaalde voorwaarden houdt zodat toch niet onbedoeld sprake is van aanbieden (of marketing). Het gaat het bestek van deze bijdrage te buiten om daar dieper op in te gaan.³¹

5.3 Belangrijke toezichtregels

Hoewel het AIFMD-registratieregime dus voorziet in een vrijstelling van de vergunningplicht en doorlopende regels uit hoofde van de AIFMD, zijn er niettemin verschillende (aanverwante) toezichtregels van toepassing. De reden daarvoor is dat veel toezichtregels aansluiten bij de definitie van beleggingsinstelling, ongeacht of de Beheerder voor het beheer van die beleggingsinstelling een vergunning nodig heeft of niet. In die toezichttraamwerken is niet voorzien in eenzelfde vrijstelling voor kleine Beheerders en zodoende moeten diezelfde kleine Beheerders onverkort aan deze toezichtregels voldoen.

De voornaamste toezichtregels waar kleine Beheerders aan moeten voldoen, zijn:

- De Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme ('Wwft') en Sanctiewet 1977 ('Sw'). Hier is al langere tijd veel aandacht voor vanuit de wetgever en de toezichthouders. Dit betekent onder meer dat kleine Beheerders een schriftelijk Wwft/Sw-beleid moeten hebben, cliëntonderzoek moeten doen en doorlopend transacties moeten monitoren. Naleving van deze regels moet niet worden onderschat.³²
- Duurzaamheidsregelgeving, meer specifiek de Sustainable Finance Disclosure Regulation³³ ('SFDR') en Taxonomy Regulation.³⁴ Op grond van deze verordeningen moeten kleine Beheerders onder meer informatie verstrekken over de mate waarin de beleggingsinstellingen die ze aanbieden duurzaam zijn en hoe ze duurzaamheidsrisico's integreren in hun beleggingsbeslissingen. Er zijn regels die gelden op het niveau van de Beheerder en regels die gelden op het niveau van de beleggingsinstelling. De SFDR geldt sinds 10 maart 2021. De AFM

30 Zie art. 1:1 Wft, definitie 'aanbieden'.

31 Zie voor wat verdere achtergrond E. Kempenaar & L.S. Engelen, 'Gewenste duidelijkheid in het Europees voor grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen', *FR* 2019, nr. 12, p. 615-622.

32 Zie voor een uitgebreid overzicht van de regels voor fondsbeheerders T.W.G. de Wit, 'De Wwft voor asset managers', *FR* 2020, nr. 3, p. 82-92.

33 Verordening (EU) 2019/2088 van 27 november 2019 betreffende informatievervalsing over duurzaamheid in de financiële dienstensector, zoals gewijzigd door Verordening (EU) 2020/852 van 18 juni 2020.

34 Verordening (EU) 2020/852 van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen.

heeft aangegeven vanaf maart 2022 te zullen gaan handhaven. In het registratieformulier voor kleine Beheerders is een vraag opgenomen hoe de kleine Beheerder omgaat met SFDR compliance.

Afhankelijk van de precieze activa en overige kenmerken van de participanten en het venture capital fonds, gelden er nog aanvullende toezichtregels. In dat opzicht is de verwijzing naar ‘AIFMD-light regime’ dus misleidend: ook een kleine Beheerder zal zich moeten bekommeren om compliance met toezichtregels.³⁵

5.4 Mogelijkheden buiten de landsgrenzen

Zoals gezegd is het AIFMD Registratieregime een *nationaal* regime, dat aanbieding aan in Nederland gevestigde of woonachtige beleggers mogelijk maakt. Er is, anders dan voor vergunninghouders, geen Europees paspoort beschikbaar voor kleine Beheerders. Voor aanbiedingen buiten de landsgrenzen moet de Beheerder dus steeds verifiëren of een aanbieding mogelijk is en zo ja, wat de eisen dan zijn. De praktijk leert dat dit ook erg kan verschillen per lidstaat.

Voor venture capital fondsen is er echter toch een mogelijkheid om een Europees paspoort te bemachtigen, waarmee de Beheerder het fonds ook in andere lidstaten kan aanbieden zonder daar te hoeven verifiëren of die aanbieding is toegestaan. Die mogelijkheid bestaat onder de EU Venture Capital Fonds Verordening.³⁶ Op grond van deze verordening kan de Beheerder (dat geldt zowel voor kleine Beheerders als vergunninghouders) voor een specifiek venture capital fonds een zogenoemd ‘EuVECA-label’ aanvragen bij de AFM. Met dat label kan de Beheerder het venture capital fonds grensoverschrijdend in andere lidstaten aanbieden. Dit label heeft de laatste jaren flink aan populariteit gewonnen onder Nederlandse kleine Beheerders.

Het EuVECA-label is niet zomaar te verkrijgen. In de Venture Capital Fonds Verordening worden verschillende eisen gesteld aan de Beheerder en het venture capital fonds, waarvan we hierna de meest belangrijke benoemen.³⁷

- De belangrijkste voorwaarde is dat het venture capital fonds ten minste 70% van haar kapitaal moet beleggen in kleine of middelgrote ondernemingen. Daar zit overigens vrij veel ruimte, want concreet moet het gaan om een niet-beursgenoteerde onderneming die maximaal 499 werknemers in dienst heeft. De overige 30% mag dus belegd worden in ondernemingen die niet aan de criteria voldoen.
- De deelnemingsrechten in het venture capital fonds moeten worden aangeboden aan (i) professionele be-

leggers of (ii) niet-professionele beleggers die minimaal € 100.000 committeren en daarbij verklaren, in een apart document, dat ze zich bewust zijn van de risico’s die aan de belegging verbonden zijn.

- Verder gelden er verschillende eisen ten aanzien van de bedrijfsvoering van de Beheerder, zoals op het gebied van informatieverstrekking, behandeling van participanten, substance, kapitaaleisen, due diligence naar deelnemingen, belangenconflicten, waardering en uitbesteding. Die moeten overigens zeker niet onderschat worden.
- Tot slot moeten de bestuurders en eventuele leden van een adviesorgaan (zoals een RvC) van de Beheerder door de AFM worden getoetst op betrouwbaarheid en doet de AFM een informele geschiktheidstoets.

Bij de aanvraag moet de Beheerder een EuVECA-formulier indienen, met daarbij in ieder geval een informatiememorandum, de fondsvoorwaarden en een handboek. De AFM moet binnen twee maanden beslissen op een aanvraag. In de praktijk biedt het voor kleine Beheerders een mooi *ticket into Europe*.

6. Slot

We hebben in dit artikel in vogelvlucht verschillende onderwerpen behandeld die van belang zijn bij de structureren van een venture capital fonds. Zoals wel blijkt uit het bovenstaande, zijn er meerdere structureringsopties denkbaar en gelden vanuit verschillende invalshoeken (fiscaliteit, ondernemingsrecht en toezichtrecht) ook diverse aandachtspunten. De uiteindelijke structuur en fondsvoorwaarden van een venture capital fonds verschillen dan ook van geval tot geval. Op ieder van de genoemde vlakken zijn er ook doorlopende ontwikkelingen, waarbij met name het toezichtrecht vol in beweging is. Er is nog veel meer te schrijven over de structureren van een venture capital fonds en wie weet doen we dat ook nog eens. Wij hopen met dit artikel in ieder geval een handzaam overzicht te bieden met de belangrijkste aandachtspunten.

Dit artikel is afgesloten op 22 april 2022.

Over de auteurs

Mr. T.W.G. (Tim) de Wit

Advocaat/partner te Amsterdam bij Finnius.

Mr. C.C. (Coen) Sip

Notaris te Amsterdam bij Zuidbroek Ondernemingsrecht Notarissen.

Mr. J.S. (Jord) Beekmans

Fiscalist te Amsterdam bij Atlas.

Mr. M.M. (Matthijs) Wierenga

Fiscalist/partner te Amsterdam bij Atlas.

³⁵ Zie verder nog R.L. Labeur & T.W.G. de Wit, ‘Rondom het nieuws – Veel ontwikkelingen voor kleine beheerders’, *FR* 2021, nr. 1/2, p. 1-6.

³⁶ Verordening (EU) nr. 345/2013 van 17 april 2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen, zoals onder meer gewijzigd door Verordening (EU) 2017/1991 van 15 oktober 2017.

³⁷ Voor een uitgebreid overzicht verwijzen we naar R.E. Labeur en T.W.G. de Wit, ‘Rondom het nieuws – Haast met herziening Venture Capital Verordening’, *FR* 2016, nr. 9, p. 363-369.