

## Notulen van het ochtendprogramma

van de informatieve extra vergadering voor de vennoten van:

- **Bouwfonds Germany Residential Fund CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF I)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund II CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF II)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund III CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF III)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund IV CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF IV)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund V CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF V)

**Datum:** 18 juni 2015

**Plaats:** Van der Valk Hotel Leusden-Amersfoort, Philipsstraat 18 te Leusden

### Opening door de voorzitter

De heer René Smeehuijzen, directielid van de beherend vennoot van de hiervoor genoemde fondsen, stelt zich voor als voorzitter voor het ochtendprogramma van deze informatieve extra vergadering. De voorzitter heet de aanwezigen van harte welkom.

De voorzitter stelt de volgende personen voor:

- de heer Bastiaan Hemmen, fund manager van de hiervoor genoemde fondsen en directeur van de managing director van deze fondsen;
- mevrouw Wilma van Amerongen, notulist;
- de heer Eduard van der Kun, werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort en mede-initiatiefnemer van de fondsen;
- de heer Jos van Uffelen, werkzaam bij TMF namens de Stichting Bewaarder van de fondsen;
- mevrouw Anne-Marie Struycken-van Daelen, notaris bij Zuidbroek Notarissen te Amsterdam.

De voorzitter wijst de aanwezigen op het belang van deze vergadering voor de toekomst van de fondsen. Vanmiddag zal een gecombineerde, besluitvormende vergadering voor de BGRF-fondsen worden gehouden. De voorzitter spreekt de hoop uit dat de aanwezigen aan het eind van de dag met een tevreden gevoel naar huis gaan en dat zij hun belegging als een goede investering zullen beschouwen. Tijdens deze vergadering zal Bastiaan Hemmen onder andere ingaan op het verkoopproces, de uitkeringen per participatie, het voorstel tot wijziging van de CV-voorwaarden en de uitvoering van de voorgestelde transactie.

De voorzitter geeft vervolgens het woord aan Bastiaan Hemmen. Zoals te doen gebruikelijk heeft Bastiaan Hemmen een presentatie voorbereid.

Het ochtendprogramma ziet er als volgt uit:

1. Inleiding
2. Uitslag volmachten per fonds
3. Toelichting verkoopproces
4. Toelichting scenario's
5. Toelichting op wijziging voorwaarden
6. Toelichting op het vervolg van het verkoopproces
7. Rondvraag

Bastiaan Hemmen licht het doel van de vandaag bijeengeroepen vergaderingen toe.

## Inleiding

### Doel van deze vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen

- Participanten zo goed mogelijk informeren over verkoopproces en de planning van de vervolgstappen.
- Vragen beantwoorden.

### Doel van de vergaderingen van Vennoten van vanmiddag

- Goedkeuring krijgen voor:
  - de wijziging van de fondsvoorwaarden.
  - de verkoop van de participaties met een minimum einduitkering.

De (laatste) stukken voor deze vergadering zijn later verzonden dan gewenst. Dit is veroorzaakt door het feit dat er zeer recent nog aanvullende fiscale informatie beschikbaar is gekomen. Bouwfonds IM heeft deze informatie nog in de toelichting willen verwerken, waarna alle documenten – zij het kort voor de vergadering – aan de participanten zijn verzonden.

Teneinde de overdracht van de participaties in de fondsen te kunnen realiseren, is thans quorum vereist. Gisteravond was nog niet voor alle BGRF-fondsen het quorum ter grootte van 50% bereikt, maar de vanochtend ontvangen volmachten zullen nog in de telling worden meegenomen. Vanzelfsprekend zijn de stemmen van de aanwezige participanten hierin ook zeer belangrijk. De uitslag wordt vanmiddag bekend gemaakt.

Het is niet verrassend dat de meeste stemmen vóór de beide gepresenteerde voorstellen zijn uitgebracht, want de thans gepresenteerde voorstellen zijn veel beter dan het tijdens de vergadering van 4 maart jl. besproken voorstel.

1. Inleiding
2. Uitslag volmachten per fonds
- 3. Toelichting verkoopproces**
4. Toelichting scenario's
5. Toelichting op wijziging voorwaarden
6. Toelichting op het vervolg van het verkoopproces
7. Rondvraag

## Vergadering van vennoten 4 maart 2015

- Scenario “verkoop participaties in 2015”: ruime meerderheid voor voorstel.
- Scenario “verkoop participaties na 10 jaar looptijd”: nagenoeg unanimititeit voor.
- Ten tijde van de vergadering was er een long list met kandidaten voor de portefeuille die belangstelling hadden en die al een indicatieve bieding hadden gedaan.
- Op basis van uitslagen van de stemming op de vergadering is door beheerder besloten de stem van de beleggers zwaar mee te laten wegen en het verkoopproces bij te sturen door in beginsel alleen met partijen door te gaan die mee willen werken aan levering na 10 jaar looptijd. Er bleken meer partijen dan verwacht mee te gaan in dit voorstel.

Tijdens de vergadering van 4 maart 2015 hebben de participanten hun stem kunnen uitbrengen voor of tegen de volgende voorstellen:

1. verkoop participaties in 2015;
2. verkoop participaties na 10 jaar looptijd.

Naar aanleiding van de uitslag van de stemrondes, heeft Bouwfonds Investment Management B.V. (hierna ook te noemen: Bouwfonds IM) het verkoopproces opgestart met zes potentiële kopers. In tegenstelling tot hetgeen werd gevreesd, liet geen van deze zes kandidaten zich afschrikken door de door de participanten gewenste uitgestelde levering.

Bouwfonds IM had intussen een team van adviseurs samengesteld. Op CBRE Duitsland na, waren alle benoemde adviseurs reeds in het verleden bij de fondsen betrokken. CBRE Duitsland heeft overigens ook nog een aantal potentiële kopers aangebracht.

## Betrokkenen bij verkoopproces

### Adviseurs:

- |                               |   |
|-------------------------------|---|
| • CBRE Duitsland              | vastgoedadviseur                        |
| • Drooms Duitsland            | data room vastgoed & transactiegegevens |
| • CT Legal Stein & Partner    | juridisch en fiscaal advies Duitsland   |
| • Rechtstaete                 | fiscaal advies Nederland                |
| • Zuidbroek                   | juridisch advies & notariaat Nederland  |
| • Stafafdelingen Bouwfonds IM | jz, tax, risk, finance                  |

### Besluitvorming:

- |                            |                      |
|----------------------------|----------------------|
| • Vastgoedadviesraad IdB   | mede-initiatiefnemer |
| • IRC Bouwfonds IM         | fondsmanager         |
| • Participantenvergadering |                      |

### Toezicht:

- |                  |                                  |
|------------------|----------------------------------|
| • R. Weisz       | lid Vastgoedadviesraad IdB       |
| • J. van Uffelen | directie stichting bewaarder GRF |
| • H.J. Wapstra   | compliance officer Bouwfonds IM  |

“Vastgoedadviesraad IdB” staat voor: Vastgoedadviesraad Insinger de Beaufort.

De heren R. Weisz, J. van Uffelen en H.J. Wapstra zijn volledig onafhankelijk en oefenen tezamen het toezicht op de totale verkoopprocedure uit.

## Processtappen verkoop participaties

- |               |   |
|---------------|---|
| 4 maart 2015: | Goedkeuring participanten voor start verkoopproces            |
| Begin mei     | Co-exclusiviteitsovereenkomst met kopers                      |
| Mei t/m juni  | Due diligence door kopers + CDD naar kopers                   |
| 1 juli 2015   | Ondertekening koop- optieovereenkomsten                       |
| Februari 2016 | Levering 94% participaties BGRF CV (uitgestelde levering)     |
| Augustus 2016 | Levering 94% participaties BGRF II CV (uitgestelde levering)  |
| Februari 2017 | Levering 94% participaties BGRF III CV (uitgestelde levering) |
| Augustus 2017 | Levering 94% participaties BGRF IV CV (uitgestelde levering)  |
| Februari 2018 | Levering 94% participaties BGRF V CV (uitgestelde levering)   |

### Alternatief:

- |               |  |
|---------------|--|
| 2e helft 2015 | Levering 94% participaties alle fondsen<br>(bij negatieve uitkomst rulling dutse fiscus) |
|---------------|--|

- |               |   |
|---------------|---|
| Augustus 2020 | Levering 6% participaties alle fondsen (RETT-blocker) |
|---------------|---|

Een potentiële koper wil doorgaans exclusiviteit bedingen ten aanzien van de aankooponderhandelingen, zodat hij zeker weet dat hij het vastgoed in eigendom zal verkrijgen. Bouwfonds IM heeft echter besloten om een biedingsproces te starten met meerdere partijen.

Na de vergadering van 4 maart 2015 zijn de potentiële kopers een Due Diligence onderzoek gestart, waarbij onder andere is gekeken naar de vastgoedportefeuille, de structuur, de fiscaliteit, de vennootschappelijke structuur, de geschiktheid van de vastgoedportefeuille voor hun eigen organisatie en het door hen uit te brengen bod. In het hiervoor beschreven traject zijn een aantal fases doorlopen en dat heeft geresulteerd in het terugbrengen van de lijst met potentiële kopers van zes naar twee.

Vooruitlopend op de transactie zal naar verwachting op 1 juli a.s. de koop-optie-overeenkomst kunnen worden ondertekend.

Vervolgens zouden de leveringen plaats kunnen vinden in februari 2016, augustus 2016, februari 2017, augustus 2017 en februari 2018. (Exact tien jaar na initiatie van elk afzonderlijk fonds.)

Commercieel gezien zijn de participanten op 1 januari of 1 juli in één of meer van de BGRF-fondsen gestapt, maar in werkelijkheid zijn de participanten later ingestapt; zij kregen een recht op de winst over de voorliggende periode.

Gelet op het feit dat voor de Duitse belastingdienst de exacte datum van overboeking van de inleg leidend is, is het van groot belang dat per participant wordt gekeken naar de datum waarop de participant destijds zijn of haar participatie(s) heeft betaald. Op deze wijze worden problemen met de fiscaal van belang zijnde tienjaarstermijn voorkomen.

Het is de bedoeling om in een eerste tranche ongeveer 94% van de participaties in de KG's te leveren aan de uiteindelijke koper. Voor de meeste participanten eindigt op dat moment hun deelname en ontvangen zij de einduitkering.

In augustus 2020 zal uiteindelijk de levering van de resterende 6% van de participaties plaatsvinden.

Het “achterblijven” van in totaal 6% van de participaties is noodzakelijk, omdat alsdan betaling van overdrachtsbelasting wordt voorkomen.

De voorgestelde verkoop van participaties is onder de thans geldende CV-voorwaarden niet mogelijk, omdat die voorwaarden de overdracht van participaties verbieden. Teneinde de overdracht van participaties mogelijk te maken, dienen de CV-voorwaarden te worden gewijzigd en dienen de vijf CV's te worden omgezet in vijf Fondsen voor Gemene Rekening. (“Fonds voor Gemene Rekening” hierna ook aan te duiden als: FGR.)

## Documenten verkoop

- ✓ **Beschrijving transactie** van proces, (wijziging van) juridische structuur en fiscaliteit (document gereed en verzonden aan kandidaat kopers).
- ✓ **Data room** met alle voor de kopers benodigde gegevens om de transactie te kunnen beoordelen.
- ✓ **FGR-overeenkomst** die in de plaats zal komen van de CV-overeenkomst (concept wordt meegezonden voor vergadering 18 juni 2015).
- ✓ Wijziging van de **KG-overeenkomsten** (Duitsland).
- ✓ **Fiscale ruling Nederlandse fiscus** voor omzetting CV in FGR (verzonden aan NL-fiscus).
- ✓ **Optieovereenkomst** tussen FGR en koper inzake (uitgestelde) levering van de participaties in de KG.
- ✓ **Fiscale ruling Duitse fiscus** voor optieovereenkomst en herstructurering.

In de "data room" worden alle op het fonds betrekking hebbende documenten opgeslagen, zodat de koper reeds vóór de transactie van de inhoud van deze documenten kennis kan nemen. Het voordeel van deze werkwijze is verkleining van de kans dat een mogelijke toekomstige claim van de koper in een juridische procedure zal worden gehonoreerd. De verkoper kan immers op eenvoudige wijze aantonen welke gegevens hij – vooraf – aan de koper ter beschikking heeft gesteld.

Teneinde een overdracht van de in Duitsland gehouden participaties mogelijk te maken, is tevens aanpassing van de bestaande Duitse KG-overeenkomsten noodzakelijk.

Bouwfonds IM laat de hele transactie door zowel de Nederlandse- als de Duitse belastingdienst toetsen. De ruling is inmiddels bij de Nederlandse belastingdienst aangevraagd. Aangezien er wellicht nog enkele kleine wijzigingen moeten worden aangebracht, is de ruling bij de Duitse belastingdienst nog niet aangevraagd.

Dit heeft ook met de werkwijze van beide belastingdiensten te maken; in Nederland hebben de participanten te maken met één belastingkantoor en in Duitsland hebben de participanten te maken met meer dan acht belastingkantoren.

Op 3 juni 2015 waren nog twee potentiële kopers over. De ene partij bood EUR 270 miljoen voor de vastgoedportefeuille en de andere partij bood EUR 287,5 miljoen.

## Verkoopproces

### Twee kansrijke kandidaten in de derde fase van de due diligence.

- Kandidaat koper 1 (institutionele partij)  
Bod: € 270 mln.
- Kandidaat koper 2 (institutionele partij)  
Bod: € 287,5 mln.

### Start derde fase op 12 mei. Twee partijen starten due diligence in concurrentie.

Doel: prijs tijdens DD niet te laten zakken.

Middel om partijen mee te laten doen: aanbidding om kosten DD voor de partij die afvalt te dragen tot een maximum ter grootte van € 500.000,-

### Overwegingen:

Verwachting was dat koper 2 een zeer hoog bod had gedaan om in het proces te blijven en dat deze partij zou proberen de prijs te drukken door naar problemen te zoeken in de portefeuille gedurende de DD.

Koper 1 is bij het uitbrengen van zijn bod uitgegaan van zijn eigen kracht (lees: zijn eigen vermogen). Deze koper gokte op zijn eigen gegoedheid.

Het bod van koper 2 was weliswaar hoger, maar verwacht werd dat deze koper in de Due Diligence fase zijn bod naar beneden bij zou gaan stellen.

Bouwfonds IM meende dat het onverstandig was om op grond van voormelde biedingen al een definitieve keuze te maken. Daarom is besloten om beide partijen - ook in het meest intensieve deel van het gehele traject (zoals het bezichtigen van objecten enz.) – aan boord te houden. Men verwachtte dat op deze wijze de kopers met elkaar zouden gaan concurreren.

Dit is echter ook de fase dat een kopende partij aanzienlijke kosten maakt om de voor een goede bieding vereiste informatie te vergaren. Om de uiteindelijk verliezende partij tegemoet te komen, heeft de beheerder aangeboden dat de fondsen aan de uiteindelijk verliezende partij een vergoeding te betalen voor gemaakte externe due diligence kosten van maximaal EUR 500.000.

## Verkoopproces

- Ten aanzien van koper 1 werd aangenomen dat zij hun bod nog zouden kunnen verhogen, waardoor er mogelijk een biedingsstrijd zou kunnen ontstaan.
- Koper 2 bood op 5 juni aan dat de minimale koopprijs voor de portefeuille € 284 mln. zou bedragen, ongeacht wat er nog uit de due diligence zou komen. Het bod van € 287,5 mln. bleef daarbij op dat moment ongewijzigd van kracht omdat er geen redenen waren gevonden om er van af te wijken.
- Op 8 juni heeft koper 1 haar bod verhoogd naar € 287 mln. onder de voorwaarde dat de participaties in 2015 van alle fondsen ineens zouden worden afgenomen.
- Op 3 juni zijn beide biedingen voorgelegd aan de Vastgoedadviesraad van Bank Insinger de Beaufort, mede-initiatiefnemer van de BGRF-fondsen. Bouwfonds IM heeft in de Vastgoedadviesraad beide biedingen toegelicht. De Vastgoedadviesraad heeft haar akkoord gegeven om met één van de twee kopers de transactie te doen.

## Verkoopproces

- Op 8 juni heeft het Investment Risk Committee van Bouwfonds IM besloten dat de laatste fase van het verkoopproces met koper 2 ingegaan zal worden omdat koper 1 zich diskwalificeerde met de additionele voorwaarde aan haar bod.
- Koper 2 is een investment manager waarbij een institutionele partij garant staat voor de overnamesom. Deze institutionele partij is een fonds met een eigen vermogen van circa € 450 mln.
- Benodigd eigen vermogen voor de transactie bedraagt circa € 150 mln.

Koper 1 heeft op enig moment – na overleg met de makelaar – zijn bod verhoogd naar EUR 287 miljoen op voorwaarde dat de participaties direct (in 2015) zouden worden overgedragen.

Het bod van koper 2 bleef ongewijzigd. Deze koper gaf tevens aan dat onafhankelijk van de definitieve resultaten van het due diligence onderzoek, de bieding minimaal EUR 284 miljoen zal bedragen.

Koper 1 heeft zich vanwege de hiervoor gestelde voorwaarde buiten spel gezet.

Bouwfonds IM heeft in alle modellen gerekend met een opbrengst van EUR 284 miljoen. Dit is gebeurd om te voorkomen dat de uiteindelijke koper zijn oorspronkelijke bod van EUR 287,5 miljoen om een of andere reden zou willen verlagen als gevolg waarvan de getoonde prognoses te gunstig waren weergegeven.

Het feit dat één partij een voor Duitse begrippen zeer hoog bod van bijna 18x de jaarhuur heeft uitgebracht en dat een tweede partij een bod van EUR 287 miljoen heeft uitgebracht, is bijzonder gunstig.

Formeel is laatstgemelde partij afgevalen, maar die partij heeft laten weten de vastgoedportefeuille alsnog te willen verwerven ingeval de eerste partij van de koop af zou zien.

**Een participant vraagt of de afgevalen partij voor de lagere bieding wel bereid is aan de uitgestelde levering mee te werken. Ze hebben hun eerste bod immers verhoogd met wijziging van de voorwaarden.** Bastiaan Hemmen vraagt of de participant het bod van EUR 270 miljoen in gedachten heeft, waarop de participant bevestigend antwoordt.

Bastiaan Hemmen laat weten dat over dat bod niet meer is gesproken. *De participant meent dat dat echter wel van belang is.* Bastiaan Hemmen legt uit dat het eerste bod is herroepen door de tweede bieding. Hij legt de achterliggende gedachte uit:

Koper 1 heeft volgens het Duitse Investment Gesetz een taxatiewaarde nodig om een object of een portefeuille over te kunnen nemen. Omdat bij de onderhavige transactie sprake is van een optie-overeenkomst, staat de prijs niet vast en juist dat is een voorwaarde voor koper 1 om af te kunnen nemen. De aankoop van de vastgoedportefeuille is voor koper 1 dus technisch niet haalbaar. Bastiaan Hemmen trekt hieruit de conclusie dat het niet realistisch is te veronderstellen dat koper 1 dat bod nog gestand kan doen.

## Verwachte minimale resultaten levering 10 jr. (op basis van € 284 mln.)

Verkoop na 10 jr	Indicatie einduitkering	Verwachte overige uitkeringen	IRR	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij levering
BGRF CV	37.000	1.000	13,5%	20,2%	10,0
BGRF II CV	34.000	300	10,9%	15,6%	10,0
BGRF III CV	30.000	700	9,9%	13,5%	10,0
BGRF IVCV	21.000	0	4,7%	5,5%	10,0
BGRF V CV	26.000	1.700	8,3%	10,7%	10,0

- Dit scenario is het meest waarschijnlijke scenario.
- Afhankelijk van een conveniërende ruling van de Duitse fiscus.

Waardering vastgoed 31-12-2014	Minimum bod 1-7-2015	Stijging	Intrinsieke waarde 31-12-2014	Indicatie einduitkering	Stijging
42.862.000	53.000.000	23,7%	26.699	37.000	38,6%
58.053.000	72.500.000	24,9%	22.351	34.000	52,1%
36.714.000	48.000.000	30,7%	17.036	30.000	76,1%
32.469.000	38.000.000	17,0%	11.725	21.000	79,1%
60.831.000	72.500.000	19,2%	17.254	26.000	50,7%
230.929.000	284.000.000	23,0%			

Op 3 juni 2015 zijn de biedingen en voorstellen van koper 1 en koper 2 door de beheerder bij mede-initiatiefnemer Insinger de Beaufort aan de Vastgoedadviesraad gepresenteerd. De beheerder heeft daarbij goedkeuring gevraagd om met één van beide partijen tot overeenstemming te komen onder de geschetste condities.

Tijdens die presentatie heeft Insinger de Beaufort toestemming gegeven om met één van de twee gepresenteerde kopers een overeenkomst te sluiten. Op dat moment was echter nog niet bekend dat koper 1 zijn bod zou verhogen tot EUR 287 miljoen.

Op 8 juni 2015 was dat wel bekend en toen heeft de het Investment Risk Committee van Bouwfonds IM besloten om met koper 2 de onderhandelingen te starten. Koper 1 diskwalificeerde zichzelf door te eisen dat de participaties in 2015 zouden moeten worden geleverd, hetgeen voor de deelnemende natuurlijke personen fiscaal zeer negatief zou zijn.

Bij de screening vooraf was reeds gecheckt of beide partijen in staat zouden zijn de portefeuille over te nemen. De resultaten daarvan waren voor beide partijen zodanig dat verwacht werd dat beide partijen over voldoende kapitaal zouden beschikken. Koper 1 heeft een eigen vermogen van circa EUR 250 miljoen en koper 2 heeft een eigen vermogen van circa EUR 450 miljoen ondergebracht in separate fondsen. Voor de aankoop van deze portefeuille is een bedrag van circa EUR 150 miljoen nodig uitgaande van de bestaande financiering van het vastgoed.

Het feit dat de koper mee wil werken aan een uitgestelde levering leidt tot het beste resultaat voor de participanten. Tevens is het positief dat de gemiddelde rendementen over de gehele looptijd bij alle BGRF-fondsen, met uitzondering van BGRF IV, boven de in het prospectus genoemde rendementen liggen. Maar ook voor BGRF IV geldt dat bij een verkoop tegen de waardering op objectbasis de toename bijna 80% bedraagt. BGRF IV profiteert dus op de equity (ofwel op de intrinsieke waarde) het meest van alle BGRF-fondsen.

**Gisteren kreeg Bastiaan Hemmen nog een e-mail van een participant met de vraag hoe het kan dat de vermogensgroei zo laag is. Daarbij werd bedoeld op een groei van 23% op de waarde van het vastgoed.** Bastiaan Hemmen constateert echter dat door deze deal de waarde van de vastgoedportefeuille bijna 50% is gestegen. De mate van succes van de deal is echter geheel afhankelijk van de beslissing van de Duitse belastingdienst. De participant in kwestie had verkeerd begrepen dat de uitkeringen waarvoor goedkeuring gevraagd wordt in het kader van de verkoop de uitkeringen zijn na belasting voor natuurlijke personen.

**Een participant vraagt waarom in voorgaande slide voor BGRF IV bij "verwachte overige uitkeringen" geen bedrag is vermeld. Hij vraagt uit te leggen waarom bij BGRF IV geen uitkeringen meer zijn te verwachten.** Bastiaan Hemmen legt uit dat dat te maken heeft met de huidige financiering. De Loan To Value (hierna ook te noemen: LTV) van de huidige financiering bij BGRF IV zit in de gevarezone. Als gevolg hiervan stond de bank de laatste drie jaren niet toe dat winsten aan participanten van BGRF IV werden uitbetaald. Bastiaan Hemmen verwacht niet dat de uitkeringen aan de participanten op dit moment kunnen worden hervat. De vermelde vastgoedprijzen leiden weliswaar tot een veel lagere LTV, maar door het sluiten van de overeenkomst wordt slechts de equity uitgenomen; de objecten worden echter niet verkocht. De bank zal met de koper moeten gaan overleggen. Er zijn twee mogelijkheden: ofwel de bank continueert de financiering met (op termijn) de nieuwe eigenaar van de fondsen ofwel de nieuwe eigenaar heeft een nieuw financieringsplan inhoudende dat met de nieuwe financiering de huidige financiering/bank kan worden afgelost.

**Vervolgens heeft een participant een vraag over het verschil tussen de taxaties en het bod. Doordat de vastgoedportefeuilles van de vijf BGRF-fondsen als één geheel worden aangeboden, is het bod van de koper hoger dan de totale taxatiewaarde. De verkoop is een gezamenlijke actie en daarom vindt hij het logisch dat de waardestijging pondspondsgewijs aan elk afzonderlijk BGRF-fonds wordt toegerekend.** Bastiaan Hemmen vraagt of met de vraag bedoeld wordt dat los van de bieding van de koper de beheerder de waarde van de totale bieding door de koper zodanig over de fondsen zou moeten verdelen dat ieder fonds een gelijke waardestijging heeft vanaf ultimo 2014. De participant bevestigt dit.

Bastiaan Hemmen geeft aan dat deze werkwijze volgens de governance richtlijnen van de beheerder verboden is. Om die reden is ook aan de koper verzocht een bod per fonds te specificeren. De beheerder heeft derhalve niet de mogelijkheid om de waardestijging over de fondsen te verdelen. De vraag dringt zich ook op of in dat geval de taxatiewaarde meer waarde zou hebben dan de bieding van een koper in een goed georganiseerd verkoopproces.

**De participant vindt dit een erg resolute handelwijze; DE waarheid bestaat immers niet. De participanten verlenen al een jaar of acht, negen décharge op jaarrekeningen die zijn gebaseerd op taxatierapporten. Dat alles leidt tot een bepaalde waardering van het vastgoed en dat is blijkbaar toch de werkelijkheid waar de participanten zich al die jaren aan hebben onderworpen. Als de exacte waarheid niet bestaat, dan begrijpt hij niet waardoor de verschillen in het overzicht worden veroorzaakt. Hij heeft begrip voor de voorkeuren en meningen, maar vraagt zich af of het bij wet is verboden.** Bastiaan Hemmen legt uit dat Bouwfonds IM geen enkele mogelijkheid heeft om met de waarde tussen de fondsen te schuiven. De fondsen zijn volstrekt gescheiden entiteiten. Er is geen enkele juridische grondslag op basis waarvan de beheerder een herverdeling kan doorvoeren. Dat toch te doen is strafbaar.

**De participant meent dat de schijn moet worden voorkomen, dat een fonds - dat de minste stemmen in de weegschaal legt - er het slechtste vanaf komt. Het fonds dat procentueel het minst profiteert van de combinatie, is het fonds met de minste stemmen in het totaal.** Bastiaan Hemmen antwoordt dat deze aanname niet juist is. De participanten van elk afzonderlijk fonds hebben de keus het door de koper van de portefeuille gedane bod aan te nemen of te weigeren. In die zin zijn alle fondsen in dit proces gelijk. Geprobeerd wordt om de voordelen te delen, maar die verdeling zal nooit helemaal gelijk zijn.

**De participant stelt dat Bouwfonds IM een duidelijke voorkeur laat zien voor een werkwijze maar dat deze niet consequent is.** Bastiaan Hemmen is het daar niet mee eens. Hij constateert dat hij de participant helaas niet kan overtuigen. De voorzitter voegt hieraan nogmaals toe dat vanuit het oogpunt van compliance niet met de cijfers mag worden gemanipuleerd. *De participant geeft aan dit ook niet te verlangen.*

**Naar aanleiding van vorenstaande discussie stelt een participant het volgende: op het moment dat aan de participanten een fonds werd aangeboden, hadden zij de vrijheid dit wel of niet te aanvaarden. Om tot een juiste beslissing te komen, onderzoekt de participant voorafgaand aan deelname de staat van het vastgoed, de locatie etc. Als de participant besluit wel een participatie te kopen in BGRF I en II en niet in de andere drie fondsen (bijvoorbeeld omdat het vastgoed van die drie fondsen op een minder goede locatie ligt), dan zou de participant in bovenvermelde situatie benadeeld worden door het gelijktrekken van de waardestijging per fonds. De participant zou een dergelijke handelwijze volstrekt onjuist vinden.** Bastiaan Hemmen deelt het standpunt van de participant.

**Eén van de participanten refereert aan hetgeen is gezegd over de prijs: de prijs is 18x de huur. De participant wil graag weten of dat 18 gemiddeld is of dat het uiteen loopt.** Bastiaan Hemmen laat weten dat dat uiteen loopt.

**Vervolgens vraagt de participant wat de bandbreedte is.** Bastiaan Hemmen meldt dat de bandbreedte voor BGRF II, III en V boven de 18 ligt. BGRF I en IV zitten daar onder met een uitschieter voor BGRF IV.

**De participant wil graag weten aan welk factor hij dan moet denken: 16 of 17?** Bastiaan Hemmen zegt toe dit in de notulen te zullen opnemen.

**Naschrift:** In onderstaande tabel zijn de kapitalisatiefactoren weergegeven per fonds op basis van de bieding en de theoretische huur per ultimo 2014.

BGRF CV	16,7
BGRF II CV	19,1
BGRF III CV	18,0
BGRF IV CV	15,2
BGRF V CV	18,2

**Een participant ziet een groot verschil in procentuele stijging in de linker kolom en de rechter kolom, met name bij BGRF IV. Hij vraagt om dit rekenkundig uit te leggen.** Bastiaan Hemmen antwoordt dat het verschil, met name bij BGRF IV, wordt veroorzaakt door het feit dat dit fonds het hoogst is gefinancierd. De LTV is ongeveer 80%. Bij een financiering van 80% is dus sprake van slechts 20% eigen vermogen. Op het moment dat een waardestijging van deze orde wordt gegenereerd, werkt dat veel harder door in het eigen vermogen dan bij bijvoorbeeld BGRF I. Bij BGRF I is immers enerzijds al een gedeelte van de lening afgelost en anderzijds was al sprake van een forse waardestijging van het vastgoed, waardoor de LTV nu ongeveer 50% bedraagt.

1. Inleiding
2. Uitslag volmachten per fonds
3. Toelichting verkoopproces
4. Toelichting scenario's
5. Toelichting op wijziging voorwaarden
6. Toelichting op het vervolg van het verkoopproces
7. Rondvraag

## Fiscaliteit 1

### Voorkoming overdrachtsbelasting:

#### Algemeen:

Wanneer een aandeel niet groter dan 95% in een entiteit verworven wordt dan is er geen grondslag om overdrachtsbelasting te heffen.

#### Bij fiscaal transparante entiteiten:

- Er geldt een wachttijd voor het resterende aandeel van 5 jaar.
- In de praktijk wordt 94% overgedragen aan de koper en blijft de overige 6% gedurende 5 jaar bij de verkoper. De 6% wordt daarna verkocht aan een "friendly but unrelated party".

➤ Er is verschil in behandeling tussen fiscaal transparante entiteiten en rechtspersonen.

Bij een BV kan tegelijkertijd 94% van de aandelen aan de koper worden overgedragen en 6% aan de "friendly but unrelated party".

Bijna alle grotere partijen in Duitsland hebben "friendly but unrelated parties". Deze "friendly but unrelated parties" zijn niet direct gelieerd, maar ze zijn wel "bevriend". Over het algemeen nemen deze "friendly but unrelated parties" de resterende 6% van de aandelen over. De zeggenschap van zo'n "friendly but unrelated party" is vrijwel nihil, maar op deze wijze wordt de heffing van 6% overdrachtsbelasting voorkomen.

Door 6% van de participaties gedurende vijf jaar bij de verkoper te laten, wordt de heffing van overdrachtsbelasting voorkomen. Overigens bedroeg de overdrachtsbelasting in Duitsland ten tijde van de plaatsing van de fondsen slechts 3%. De meeste Duitse deelstaten hebben dit percentage inmiddels verhoogd tot ongeveer 6%.

De voorzitter laat weten dat op basis van het vorenstaande op dit moment ongeveer EUR 16 miljoen aan overdrachtsbelasting zou moeten worden betaald. Als wordt voorkomen dat de koper overdrachtsbelasting moet betalen, kan hij daar bij het vaststellen van zijn prijs rekening mee houden en kan hij dus een hoger bod doen.

## Fiscaliteit 2

“Spekulationssteuer”. Vrij vertaald: belasting op vermogenswinst

- Geldt voor natuurlijke personen (niet voor rechtspersonen).
- Grondslag is de fiscale waardestijging van het vastgoed.
- Bij BGRF is deze belasting door de leverage zeer progressief naar mate het aantal participaties stijgt.

Voorwaarde voor voorkoming: er mag binnen 10 jaar na toetreding (of aankoop van een object) geen overeenkomst worden gesloten waarbij de prijs wordt vastgesteld.

Criterium voor een overeenkomst niet zijnde een koopovereenkomst:

- Er moet risico bij de verkoper achterblijven.
  - Per geval dient vastgesteld te worden of dit het geval is.
- Voor de beoogde transactie wordt voor beide belastingen een fiscale ruling gevraagd.

In het geval de Duitse belastingdienst de beoogde optie-overeenkomst als een koopovereenkomst beschouwt, is sprake van een verkoop en koop gedurende de looptijd van een fonds. Dat zou tot hoge belastingheffing bij de particuliere beleggers leiden. Daarom is het van belang dat van tevoren met de Duitse belastingdienst wordt afgestemd dat de optie-overeenkomst niet als een koopovereenkomst zal worden behandeld. De optie-overeenkomst wordt pas getekend nádat de Duitse belastingdienst zich hierover heeft uitgesproken. Wil er sprake zijn van een optie-overeenkomst, dan dient een bepaald restrisico bij de verkoper achter te blijven. In het onderhavige geval wordt alleen de huurfactor in de optie-overeenkomst vastgelegd en niet de huuropbrengsten op het moment van levering.

De procedure is als volgt:

De koper geeft aan op welk bedrag hij op dit moment het vastgoed waardeert op basis van de huuropbrengsten zoals vermeld in de dataroom. Daarna brengt hij een bod op het vastgoed uit. Uit die twee componenten (waardering en huuropbrengsten) komt een factor voort. Deze factor wordt ten tijde van de verkoop vermenigvuldigd met de huur ten tijde van de verkoop en dat leidt vervolgens tot een koopprijs.

**Een participant vraagt wat er gebeurt in geval van leegstand. Er wordt gesproken over de factor maal de huuropbrengst, maar de huuropbrengst wordt natuurlijk beïnvloed door leegstand.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de leegstand ook een waarde heeft.

Het is de bedoeling om de optie-overeenkomst zodanig in te richten dat ook de leegstand met een vaste factor vermenigvuldigd wordt en dat vooraf bepaald wordt hoe de huurwaarde van de leegstaande ruimtes bepaald zal worden. In dat geval zal de invloed van de leegstand er wel degelijk zijn maar niet in de mate waarin leegstand niet zou worden meegenomen in de waardebeoordeling.

**De participant concludeert dat het dus wordt ingekaderd en dat de leegstand op een gemiddelde wordt gezet. Daar wordt een vaste huurprijs aan toegekend.**

Bastiaan Hemmen nuanceert dit enigszins, want er wordt slechts een definitie van een vaste huurprijs aan toegekend. Daarbij kun je bijvoorbeeld uitgaan van de laatst genoten huur, want dat bedrag is bekend en dat voorkomt discussie achteraf. Ingeval meer woningen leeg staan, verwacht hij in de meest extreme situatie dat de koopprijs een 0,5% naar boven of naar beneden zal afwijken.

**Eén van de aanwezige participanten vraagt op welke termijn het hele verkoopdossier bij de Duitse belastingdienst wordt neergelegd,** waarop Bastiaan Hemmen antwoordt dat de aanvraag zo snel mogelijk nadat de optie-overeenkomst bekend is aan de Duitse belastingdienst zal worden gezonden.

**Een participant vraagt of in het verleden in Duitsland al vaker vergelijkbare constructies zijn bedacht en dan met name de optie-overeenkomst. Voorts informeert hij naar de mening van de Duitse belastingdienst in die gevallen.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat uit de jurisprudentie blijkt, dat in het verleden vergelijkbare transacties hebben plaatsgevonden. De transacties zijn echter niet tot in elk detail vergelijkbaar. Bouwfonds IM heeft naar aanleiding van eerdere uitspraken van zowel de lagere als hogere rechtbanken, alsmede de adviezen van betrokken adviseurs besloten het proces door te zetten. Helaas kunnen geen garanties worden gegeven.

**Een participant vraagt wanneer een antwoord van de Duitse belastingdienst wordt verwacht.**

Bastiaan Hemmen laat weten dat in Nederland slechts één belastingkantoor is betrokken, maar in Duitsland zijn in eerste instantie acht belastingkantoren betrokken. Om die reden wordt het verzoek in fases bij de Duitse belastingdienst neergelegd, en wel:

- aan de Duitse belastingdienst wordt gevraagd één kantoor uit hun midden aan te wijzen dat de ruling zal gaan beoordelen.
- daarna wordt het aangewezen Finanzamt verzocht aan te geven of ze hun medewerking zullen verlenen aan de ruling ingeval de optie-overeenkomst wordt ondertekend;
- nadat het aangewezen Finanzamt de hiervoor gemelde toezegging heeft gedaan, zal de procedure omtrent de ruling kunnen worden gestart.

Verwacht wordt dat in september of oktober 2015 de belastingdiensten uitspraak zullen doen.

**Een participant vraagt of de overeenkomst zal worden gesloten op voorwaarde dat de belastingdienst het op de zojuist omschreven wijze accepteert.**

Bastiaan Hemmen laat weten dat daarover nog geen besluit is genomen.

Het is de bedoeling alle punten in de optie-overeenkomst te hebben uit onderhandeld, zodat de optie-overeenkomst onmiddellijk na een positieve reactie van de Duitse belastingdienst kan worden ondertekend. De optie-overeenkomst op zichzelf is onderwerp van de ruling en de ruling kan dus niet worden aangevraagd als de optieovereenkomst niet gereed is. De optieovereenkomst ondertekenen met een ontbindende voorwaarde heeft niet de voorkeur. Er wordt gezocht naar andere mogelijkheden.

**Een participant vraagt of bezwaar mogelijk is tegen een eventuele afwijzing van de ruling door de Duitse belastingdienst. Voorts wil hij weten of Bouwfonds IM van plan is om in dat geval daadwerkelijk bezwaar aan te tekenen.**

Bastiaan Hemmen antwoordt bevestigend, maar het is natuurlijk wel afhankelijk van de argumenten.

**Een participant is vertegenwoordiger van een stichting en vraagt of het juist is, dat een stichting fiscaal net zo wordt behandeld als een besloten vennootschap. Tevens wil hij graag weten, gelet op de Spekulationssteuer, hoe groot de belastingdruk uit zal vallen.**

Bastiaan Hemmen zal tegelijk een vraag van een andere participant beantwoorden, namelijk hoe hoog in een individueel geval de belastingdruk is.



Uit van de fiscaal adviseur ontvangen informatie is gebleken, dat een vennootschap ongeveer 50% van de Spekulationssteuer van een privé persoon zal moeten betalen. Hij verwijst hiervoor naar slide 19 (zie hierna).

## Verwachte minimale resultaten levering 2015 (op basis van € 284 mln.)

Verkoop 2015	Indicatie einduitkering o.b.v. 1 participatie	Indicatie einduitkering o.b.v. 2 participaties	Indicatie einduitkering o.b.v. 5 participaties	Indicatie einduitkering o.b.v. 10 participaties
BGRF CV	31.000	29.000	28.000	27.000
BGRF II CV	29.000	28.000	26.000	26.000
BGRF III CV	24.000	24.000	22.000	22.000
BGRF IVCV	16.000	16.000	15.000	14.000
BGRF V CV	21.000	21.000	21.000	20.000

Uitwerking van progressief belastingtarief bij meerdere participaties.  
Demping effect wordt veroorzaakt door performance fee Bouwfonds IM.

**Het is een participant opgevallen dat blijkens het getoonde schema meer belasting moet worden betaald dan dat er winst is gemaakt. Zij vraagt hoe dan sprake kan zijn van vermogenswinstbelasting.**

Bastiaan Hemmen legt uit, dat de Duitse belastingdienst afrekenet op basis van de fiscale (en de niet commerciële) waardestijging op het vastgoed.

De Duitse belastingdienst zet de te realiseren waarde bij verkoop tegenover de steeds lager wordende fiscale waardes (als gevolg van fiscale afschrijvingen). Zolang niet met (commercieel) verlies wordt verkocht, zal dit bedrag dus altijd positief uitvallen.

**Eén van de participanten vraagt of het juist is dat alle participaties, uit de verschillende fondsen, bij elkaar worden opgeteld op het moment dat de ruling niet doorgaat. Dit zou namelijk leiden tot een hogere belastingaanslag.**

Bastiaan Hemmen bevestigt dat. Net als in Nederland is er ook in Duitsland een regeling dat een belastingplichtige een middeling over een aantal jaren aan kan vragen in het geval het inkomen in één bepaald jaar aanzienlijk hoger is dan gemiddeld. Hij verwacht dat daardoor de uiteindelijke belastingdruk mee zal vallen, maar dat is per persoon verschillend.

De voorzitter schorst de vergadering voor een korte koffiepauze en hervat de vergadering na ongeveer tien minuten.

Na deze pauze vervolgt Bastiaan Hemmen de presentatie.

## Overwegingen

- Fiscale ruling Duitsland moet nog worden ingediend. Doorlooptijd ruling naar verwachting minimaal 3 maanden.
- Uitkomst van deze ruling is naar verwachting dat de constructie akkoord bevonden wordt. Dit is echter nooit 100% zeker. Ruling wordt aangevraagd om zekerheid te verkrijgen.
- De prijs voor het vastgoed is dermate hoog dat het grootste deel van de participanten ook na belasting een uitkering heeft die in lijn is met het op 4 maart gepresenteerde scenario **inclusief** voorkoming van belasting op basis van een portefeuille van € 255 mln. De beheerder stelt de participanten voor om de participaties te verkopen, ook als de ruling negatief uitvalt tegen een vooraf vastgestelde minimale einduitkering per participatie op basis van levering van de participaties in 2015 (en dus inclusief te betalen belasting).

Bastiaan Hemmen vat hetgeen voor de pauze is besproken nog even kort samen:

- ter voorkoming van de heffing van Spekulationssteuer wordt een ruling bij de Duitse belastingdienst aangevraagd;
- naar verwachting wordt de ruling afgegeven;
- in het op dit moment onwaarschijnlijke geval dat de Duitse belastingdienst toch negatief zou besluiten, heeft hij uitgerekend wat de effecten zouden kunnen zijn van de heffing van die belasting.

Mocht de Duitse belastingdienst zich op het standpunt stellen dat de optie-overeenkomst als een koopovereenkomst moet worden beschouwd, dan zijn er twee opties:

- de transactie alsnog uitvoeren en de verschuldigde belasting betalen, of
- de fondsen hun tienjaarstermijn laten "uitdienen" en na afloop het vastgoed verkopen.

**Eén van de participanten vraagt of het mogelijk is om zonder ruling toch de gewenste constructie door te zetten en eventueel een procedure te starten.**

Bastiaan Hemmen betwijfelt of de meerderheid van de participanten achter het opstarten van een procedure bij de rechter zal staan. Bovendien is uit ervaring gebleken dat procedures in Duitsland jaren kunnen duren.

**De participant ziet dat anders. Per participatie wordt minimaal een bedrag groot EUR 25.000 en maximaal EUR 30.000 uitgekeerd. Dat minimumbedrag is gegarandeerd. Op de uitkering kan wel een klein bedrag voor proceskosten in mindering worden gebracht. Voorts vraagt hij zich af of een fiscale procedure ook zo lang zal duren.**

Bastiaan Hemmen vindt het een interessante gedachte en zal de opmerking meenemen om te kijken of daar een mogelijkheid in zit. Hij kan echter niets toezeggen.

## Verwachte minimale resultaten levering 2015 (op basis van € 284 mln.)

Verkoop 2015 1 participatie	Indicatie einduitkering	Verwachte overige uitkeringen	IRR	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	31.000	0	12,4%	15,7%	9,5
BGRF II CV	29.000	0	9,9%	11,0%	9,0
BGRF III CV	24.000	0	9,1%	9,0%	8,5
BGRF IV CV	16.000	0	3,0%	2,0%	8,0
BGRF V CV	21.000	0	7,9%	8,4%	7,5

- Scenario dat ruling in Duitsland negatief uitvalt.
- Einduitkering in bovenstaand scenario door hoge bieding in lijn met verwachte opbrengst gepresenteerd op 4 maart 2015 als "best case".

Verkoop na 10 jaar scenario van 4 maart 2015	Indicatie einduitkering	Verwachte overige uitkeringen	IRR	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	30.000	1.000	11,6%	15,7%	10,0
BGRF II CV	27.000	300	8,5%	11,0%	10,0
BGRF III CV	23.000	700	7,1%	8,5%	10,0
BGRF IV CV	17.000	0	2,9%	3,1%	10,0
BGRF V CV	22.000	1.700	6,8%	8,1%	10,0

Bastiaan Hemmen geeft aan dat hij bovenstaand overzicht heeft gemaakt om de beschreven situatie (bovenste tabel) te kunnen vergelijken met de situatie waarbij het vastgoed zou worden verkocht (onderste tabel). Voor overige informatie verwijst hij naar hetgeen is besproken tijdens de extra vergadering van 4 maart 2015. Hieruit volgt dat het scenario waarin met de voorliggende bieding belasting moet worden afgedragen nog steeds een beter alternatief is dan het verkopen van het vastgoed.

## Verwachte minimale resultaten levering 2015 (op basis van € 284 mln.)

Verkoop 2015	Indicatie einduitkering o.b.v. 1 participatie	Indicatie einduitkering o.b.v. 2 participaties	Indicatie einduitkering o.b.v. 5 participaties	Indicatie einduitkering o.b.v. 10 participaties
BGRF CV	31.000	29.000	28.000	27.000
BGRF II CV	29.000	28.000	26.000	26.000
BGRF III CV	24.000	24.000	22.000	22.000
BGRF IV CV	16.000	16.000	15.000	14.000
BGRF V CV	21.000	21.000	21.000	20.000

Uitwerking van progressief belastingtarief bij meerdere participaties.  
Demping effect wordt veroorzaakt door performance fee Bouwfonds IM.

Bovenstaand overzicht kijkt af van het tijdens de vergadering van 4 maart 2015 getoonde overzicht. In het destijds getoonde overzicht was vermeld hoe de belastingdruk zich zou ontwikkelen naarmate een participant meer participaties bezat.

In het bovenstaande overzicht zijn de verschillende scenario's doorgerekend. Bijvoorbeeld:

Bij BGRF I bedraagt de einduitkering voor een participant die één participatie bezit EUR 31.000 per participatie en voor een participant die tien participaties bezit EUR 27.000 per participatie. Het verschil van EUR 4.000 wordt veroorzaakt door het progressieve belastingtarief.

## Hurdle rates vergadering 18 juni 2015

Verkoop 2015	Minimale einduitkering	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	32.000	16,6%	9,5
BGRF II CV	28.000	11,5%	9,0
BGRF III CV	24.000	9,7%	8,5
BGRF IV CV	15.000	2,2%	8,0
BGRF V CV	21.000	8,4%	7,5

Gevolgen van hurdle rates:

In geval Duitse fiscus **GEEN** toestemming zou verlenen:

- BGRF CV zal hurdle naar verwachting niet halen (de andere fondsen naar verwachting wel). Dit fonds zal in dat geval geen overeenkomst hebben met de koper.
- Naar verwachting zal in januari alsnog met de koper tot een koopovereenkomst gekomen kunnen worden. Op deze wijze zou circa € 9 mln. belasting worden voorkomen.

In geval Duitse fiscus **WEL** toestemming geeft:

- Alle participaties zullen geleverd kunnen worden met opbrengsten significant hoger dan de hurdle rates (conform eerdere tabel).

Tevens heeft Bastiaan Hemmen een overzicht gemaakt van de verwachte opbrengst per participatie in het geval het vastgoed zou worden verkocht.

De looptijd van BGRF I eindigt in januari 2016. Mocht bijvoorbeeld de Duitse belastingdienst in september de ruling afwijzen, waarna de optie zou worden uitgeoefend met een levering tot gevolg, dan zouden de participanten van BGRF I begin 2016 de opbrengst van hun participatie krijgen uitgekeerd. De tienjaarstermijn van BGRF I is dan reeds voorbij, maar omdat enkele maanden voor afloop van de tienjaarstermijn een koopovereenkomst is gesloten, krijgen deze participanten te maken met een belastingdruk van in totaal EUR 9 miljoen.

Dat is ongewenst en daarom hebben Bouwfonds IM en Insinger de Beaufort besloten de transactie in dat geval niet in september/oktober af te zullen ronden.

Uiteraard houdt dat ook een risico in en wel dat in september 2015 geen overeenkomst wordt gesloten, omdat het bedrag van EUR 32.000 niet kan worden gerealiseerd. Momenteel worden intensieve gesprekken met de koper gevoerd over de wijze van overdracht van BGRF II, III, IV en V. Verwacht wordt dat bij een negatief besluit over de ruling de gesprekken met de koper over BGRF I in januari 2016 zullen worden hervat met als resultaat dat alsnog een overeenkomst wordt gesloten.

**Gevraagd wordt of bij de minimum einduitkering rekening is gehouden met het bezit van meerdere participaties, hetgeen leidt tot een progressieve belastinghefing.**

Bastiaan Hemmen antwoordt ontkennend. De minimale einduitkering is gebaseerd op het bezit van één participatie.

**Een participant vraagt te bevestigen dat de getoonde bedragen de bedragen zijn die door de participanten netto zullen worden ontvangen bij het bezit van één participatie.**

Bastiaan Hemmen bevestigt dit. In alle gevallen is de belasting inbegrepen, maar de getoonde bedragen zijn slechts de verwachte opbrengsten.

**Op de vraag of het bezit van één participatie in meerdere fondsen eveneens tot cumulatie van belasting leidt, antwoordt Bastiaan Hemmen bevestigend.**

**Een participant heeft een vraag omtrent de mogelijkheid om in Duitsland middeling van inkomen te vragen. Hij zou graag zien dat de Duitse partij die service aanbiedt, omdat in dat geval de participanten niet zo hard worden getroffen. Wellicht kunnen de participanten gezamenlijk de gevolgen mitigeren.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de gevolgen niet kunnen worden gemitigeerd, maar wel verminderd. Indien een participant meedoet met de aangifteservice, dan gebeurt dat automatisch.

**Een participant verwijst naar de op pagina 17 van de toelichting vermelde risicoparagraaf. De participant leest een gedeelte van de tekst voor "hoewel er gedegen onderzoek is gedaan naar de uiteindelijke partij die het geld aan de koper ter beschikking stelt en deze partij zich garant verklaart jegens de verkoper, is het niet uit te sluiten dat op het moment dat een optie wordt uitgeoefend er alsnog onvoldoende liquiditeit bij die partij ter beschikking is".**

**De transactie zal worden aangegaan met een investment manager. De participant vraagt wat er gebeurt als deze investment manager insolvent raakt.**

**Bastiaan Hemmen heeft gezegd dat de transactie wordt afgedekt door een grotere partij.**

**Gevraagd wordt wat die garantie precies inhoudt.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de garantie inhoudt dat de partij die het eigen vermogen levert, garandeert dat dat geld voor dit doel beschikbaar is en blijft.

**Vervolgens vraagt de participant wat er gebeurt als de investment manager bijvoorbeeld over twee jaar (vlak voor de overdracht van BGRF V) insolvent blijkt.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de investment manager de fondsen in een fonds zal onderbrengen. Het eigen vermogen van dat fonds zal worden ingebracht door de partij die door onder andere Bouwfonds IM is gescreend.

Mocht de investment manager insolvent raken, dan zal een andere manager moeten worden gezocht. Hierdoor zal de hele transactie vertraging oplopen, maar het betekent niet automatisch dat de transactie niet doorgaat. Om dit soort problemen te voorkomen, dienen alle partijen de overeenkomst te ondertekenen. Een andere mogelijkheid is, dat het fonds dat het eigen vermogen verstrekt, in de problemen raakt, maar na uitgebreid onderzoek is geconcludeerd dat die kans uiterst klein is. Helaas kan er geen garantie worden verstrekt en om die reden is de risicoparagraaf opgenomen.

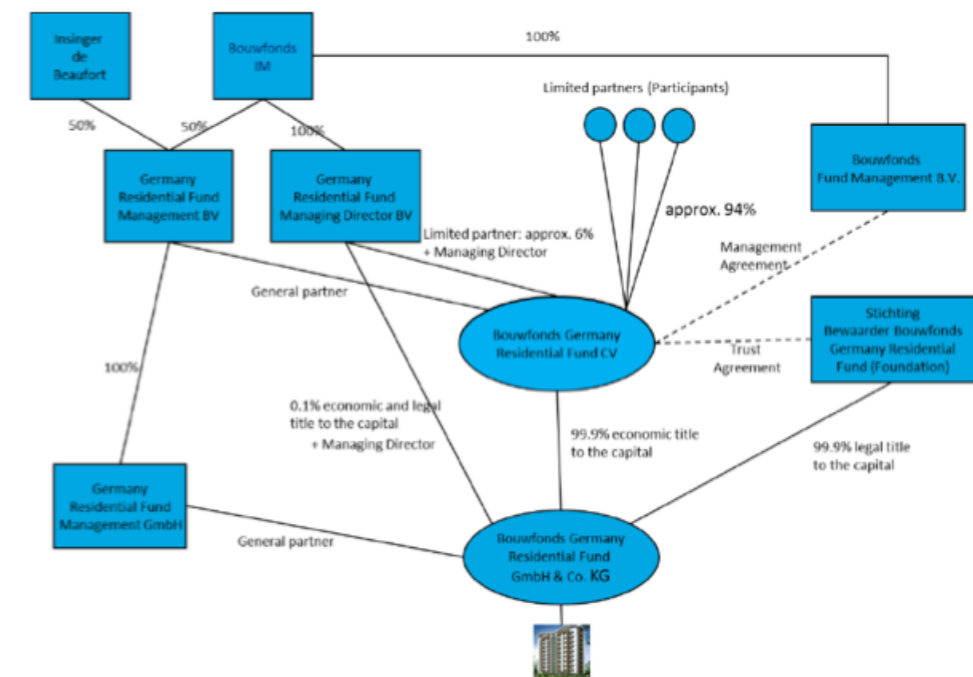
**Voorts wil de participant graag weten wat er gebeurt als er straks één fonds voor gemene rekening is. Welke consequenties zou dat voor de participanten in die FGR hebben?**

Bastiaan Hemmen merkt op dat elke afzonderlijke CV in een afzonderlijke FGR wordt omgezet.

## Agenda ochtendprogramma

1. Inleiding
2. Uitslag volmachten per fonds
3. Toelichting verkoopproces
4. Toelichting scenario's
5. Toelichting op wijziging voorwaarden
6. Toelichting op het vervolg van het verkoopproces
7. Rondvraag

## Huidige structuur fondsen



**Eén van de participanten merkt op dat het laatste fonds pas in januari/februari 2018 zal worden overgedragen als gevolg waarvan dit fonds een veel groter risico loopt dan de andere fondsen. In twee jaar tijd kan er veel gebeuren.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de tijdsduur inderdaad een risicoverhogende factor zou kunnen zijn. Echter, het benodigde eigen vermogen wordt door tijdsverloop ook steeds minder (na de verkrijging van elk fonds dat is afgenomen). De koper heeft een eigen vermogen van EUR 450 miljoen. Verwacht wordt dat zij in staat is om voldoende vermogen aan te (blijven) trekken.

**Een van de aanwezige participanten herinnert aan het feit dat de participanten ongeveer zeven jaar geleden zijn ingestapt met het idee dat het fonds na tien jaar zou worden geliquideerd door verkoop. Bij verkoop wordt de koopsom onmiddellijk betaald, hetgeen betekent dat de participanten direct hun uitkering krijgen. De participant geeft aan de voordelen van de**

**voorgestelde constructie wel te zien, maar hij vreest ook dat het een risico inhoudt. Hij wil geen juridische problemen c.q. procedures.**

Bastiaan Hemmen laat weten dat Bouwfonds IM dat ook niet wil. Daarnaast biedt deze wijze van verkoop voor de beleggers de snelste mogelijkheid de participatie te gelde te maken. Wanneer het vastgoed verkocht zou moeten worden dan met alleen voor de verkoop minimaal een jaar worden uitgetrokken. Bouwfonds IM heeft de ervaring dat een portefeuille van een dergelijke omvang naar alle waarschijnlijkheid zelfs meer tijd vraagt voor verkoop. Verder is het niet zo dat na de verkoop van het vastgoed ook het fonds direct geliquideerd kan worden.

**Een participant vraagt of er nog ontbindende voorwaarden zijn overeengekomen met betrekking tot de bieding.**

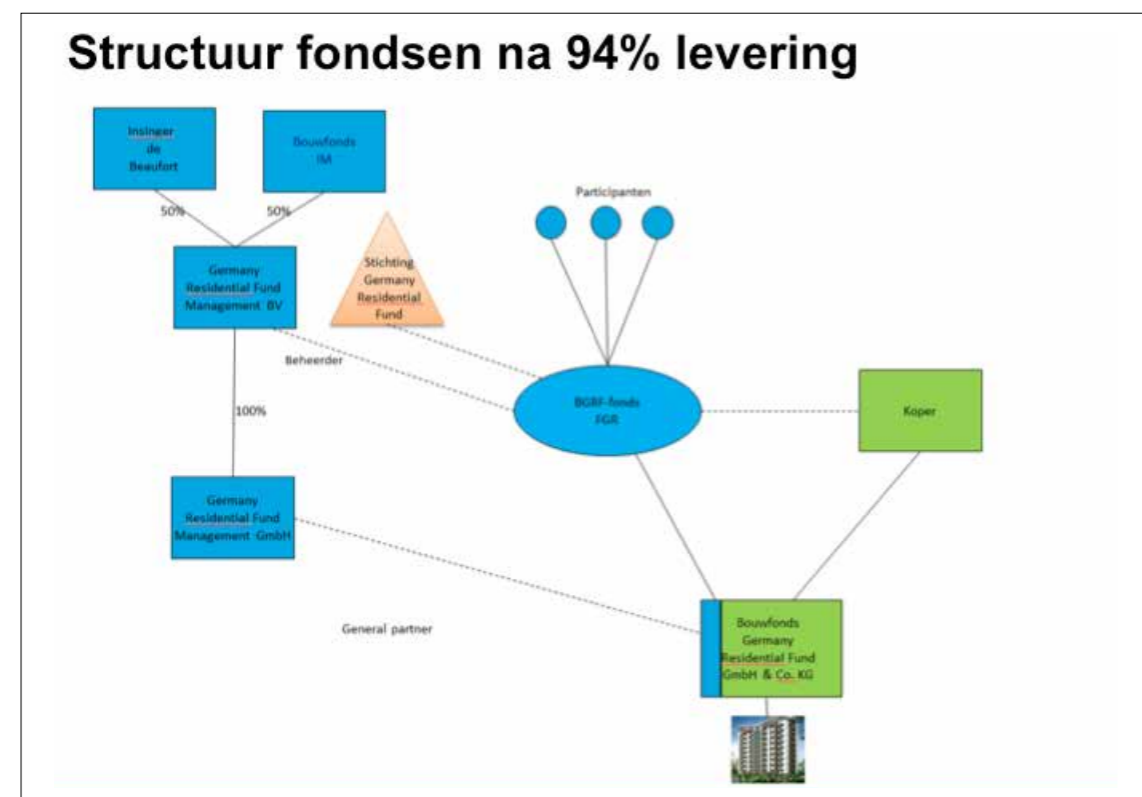
Bastiaan Hemmen wijst er op, dat er op dit moment nog geen getekende overeenkomst ligt. In de overeenkomst zullen van de zijde van de koper geen ontbindende voorwaarden mogen worden opgenomen, maar namens de participanten wordt onder andere het voorbehoud gemaakt dat de ruling met de belastingdienst tot stand komt. Hij bestudeert de mogelijkheid om de koper alvast de overeenkomst te laten ondertekenen, omdat de koper dan al aan de overeenkomst is gebonden. De beheerder kan de overeenkomst echter nog niet ondertekenen.

**Gevraagd wordt of is overwogen om een bankgarantie op te nemen voor een levering na bijvoorbeeld 2016. Waarom is geen bankgarantie in de overeenkomst opgenomen?**

Bastiaan Hemmen laat weten dat deze optie is afgeraden door de adviseurs, omdat een bankgarantie of waarborgsom de ruling in gevaar zou kunnen brengen. Op het moment dat een verkoper een bankgarantie of waarborgsom verlangt, wordt gehandeld alsof er sprake is van een koopovereenkomst. Het kenmerk van de optie-overeenkomst is juist dat de optie niet hoeft te worden uitgeoefend.

**Eén van de aanwezige participanten vraagt of en zo ja, wanneer de koper bekend wordt gemaakt.**

Bastiaan Hemmen laat weten dat de koper bekend zal worden gemaakt, zodra de overeenkomst is ondertekend (door de koper).



**Eén van de aanwezige participanten vraagt hoe wordt bepaald welke 6% van de participaties achterblijven.**

Bastiaan Hemmen laat weten dat in de FGR-overeenkomst is beschreven hoe dat zal worden bekeken. Anne-Marie Struycken vult aan dat als de optie wordt uitgeoefend en 94% van de participaties moet worden geleverd, de beheerder aan de participanten zal vragen of zij nog vijf jaar in het fonds willen blijven deelnemen. De participant met de meeste participaties wordt het eerst benaderd en zo verder. In het geval meer participanten met een gelijk aantal participaties willen blijven deelnemen, dan zal dit naar rato geschieden. De voorzitter voegt hier nog aan toe dat alleen natuurlijke personen zullen worden benaderd.

**Eén van de participanten wil graag weten of de rendementsverwachting voor participanten die direct uit het fonds stappen anders is dan de rendementsverwachting voor participanten die nog vijf jaar in het fonds blijven deelnemen. Welke verschillen zijn er?**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de entiteit fiscaal transparant blijft, dus de participanten die "achterblijven" blijven fiscaal meedelen in de winst van de KG.

Met de koper wordt overlegd over het opstellen van een overeenkomst, waarin A en B participaties worden gedefinieerd.

De participanten die in de FGR blijven deelnemen, zouden dan een preferente positie ten aanzien van de koper krijgen. Dit is noodzakelijk, omdat deze participanten ten opzichte van de koper een minderheidsbelang hebben.

Aan deze participanten wordt een bepaalde mate van zekerheid geboden; zij krijgen dan de garantie dat zij hun inleg terugkrijgen en dat ze blijven meedelen in de revenuen in de KG gedurende de resterende looptijd.

Verder geldt – we noemen dat in de overeenkomst de Z-aandelen – hetzelfde principe van de optie-overeenkomst, dus voor de eindprijs gelden dezelfde factor en berekeningen als de participanten die met de Y-optie zijn uitgestapt. Maar op het moment dat de huur flink stijgt zouden ze daar dus wat meer van kunnen profiteren bijvoorbeeld. Een ander punt is – wat we met de koper nog niet hebben vastgesteld – is dat we overwegen een vastgesteld minimum rendement te introduceren van zo'n 4% à 5%. We zijn nog niet uitonderhandeld over de precieze voorwaarden. Op het moment dat de participanten gevraagd zullen worden, zijn ze dus vrij om ja of nee tegen het voorgelegde voorstel te zeggen.

**Eén van de participanten heeft begrepen dat de participanten belasting moeten betalen als de ruling niet wordt goedgekeurd. Hij vraagt of participanten die een zogenaamde Z participatie hebben geen belasting zijn verschuldigd.**

Bastiaan Hemmen antwoordt bevestigend.

## FGR-overeenkomst

- X%, Y% en Z% levering van participaties.
- Overdraagbaarheid.
- Bestaande vergoedingsstructuur beheerder.
- Herstructureringsvergoeding beheerder.
- Behoud fiscale transparantie.

Bastiaan Hemmen vervolgt zijn presentatie.

De X-participaties zijn in de FGR-overeenkomst geïntroduceerd om aan participanten de mogelijkheid te bieden om eerder uit het fonds te stappen en wel op het moment dat de optie-overeenkomst wordt getekend of vlak daarna. Dit kan echter alleen als de koper wil meewerken aan deze mogelijkheid. De koper heeft aangegeven dat zij aan die mogelijkheid niet kan meewerken, omdat zij gebonden is aan bepaalde investeringsrichtlijnen. De X-participatie zal derhalve in deze transactie nul zijn. De meeste participanten zullen niet van deze mogelijkheid gebruik maken, omdat zij dan min of meer vrijwillig opteren voor het betalen van belasting. Het had echter aan participanten die middels hun vennootschap in het fonds participeren en die vennootschap graag zouden willen ontbinden de mogelijkheid geboden eerder uit het fonds te stappen. De vennootschap rekent alsdan af over de winst en de participant in privé treedt dan toe, maar laatstgenoemde maakt de tienjaarstermijn niet vol. Dat betekent, dat de participant over die (waarschijnlijk beperkte) waardegroei moet afrekenen.

De omzetting van de vijf CV's in vijf FGR's en de wijziging van de hiervoor vermelde beheerstructuur zou ertoe leiden dat Bouwfonds IM de helft van de bij aanvang van de fondsen overeengekomen fee zou verliezen. In het prospectus is beschreven dat de verkoop van het vastgoed als basis zal dienen voor de performance fee. Bij aanvang van de fondsen is bepaald dat de performance fee gelijk is aan 20% van het meerdere boven een bepaald gemiddeld enkelvoudig rendement. De fee zou slechts betaalbaar worden gesteld ingeval de CV zou worden geliquideerd. Aangezien thans de CV niet wordt geliquideerd, zou de fee nooit gefactureerd kunnen worden. Bouwfonds IM acht het redelijk dat ze bij het omzetten van de participaties recht houdt op de performance fee. Dit is dus ook gerepareerd.

Voorts heeft Bouwfonds IM een herstructureringsvergoeding voor de beheerder geïntroduceerd. Bouwfonds IM wil graag – naast de bestaande fee-structuur – voor alle extra werkzaamheden verband houdende met deze transactie een vergoeding ontvangen. Bouwfonds IM stelt een fee voor van 0,35% over de intrinsieke waarde van de einduitkering per participatie. Hierover zal vandaag worden gestemd.

**Eén van de participanten wil graag weten wanneer die fee aan Bouwfonds IM zal worden betaald.**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de fee zal worden betaald op het moment dat de participanten hun geld krijgen uitgekeerd.

**Een participant vraagt of dat voor of na belastingbetaling is,** waarop Bastiaan Hemmen antwoordt dat dat erna zal zijn. Hij voegt daaraan toe, dat bij het omschrijven van de bestaande feestructuur geen rekening is gehouden met het feit dat het fonds mogelijk binnen de tienjaarstermijn zou worden geliquideerd en de daaraan verbonden consequentie dat alsdan belasting zou zijn verschuldigd. Technisch gezien valt het bedrag van de verschuldigde belasting niet onder de kosten, maar het is niet logisch om dit bedrag buiten de berekening van de performance fee te houden.

**Voorts wil de participant graag weten wat precies onder deze kosten valt. Ze vraagt of de kosten van adviseurs als fiscalisten en juristen in dit bedrag zijn begrepen. Ook informeert ze naar de wijze waarop met die kosten wordt omgegaan.**

Bastiaan Hemmen geeft aan dat die kosten verwerkt zijn in de verwachte opbrengst. In maart 2015 is begroot dat de verkoopkosten ongeveer 1% van de waarde van de portefeuille zouden bedragen (de verkoopkosten).

**Een participant vraagt of die kosten in de gepresenteerde lijsten zijn verwerkt en of de kosten dus zijn betaald.**

Bastiaan Hemmen bevestigt dat. Als de voorgestelde transactie is geëffectueerd, worden de fee van de makelaar en de fee van Bouwfonds IM vlak voor uitkering aan de participanten op de uitkeringen in mindering gebracht.

De verkoopkosten die echter al eerder moeten worden betaald vallen onder de post "lopende kosten".

Bastiaan Hemmen wijst nog op het belang van het behoud van een fiscaal transparante structuur. Als de structuur niet langer fiscaal transparant is, dan is ook in Nederland belasting verschuldigd (box 3 vermogen) en kan geen beroep worden gedaan op voorkoming van dubbele belasting.

**Eén van de participanten heeft een vraag over de FGR-overeenkomst. De participant mist in artikel 19 het recht van de participanten om de jaarrekening vast te stellen en décharge te verlenen aan de beheerder.**

**Voorts is het bepaalde in artikel 15 naar zijn mening niet juist. Hij citeert: "De jaarrekening dient te zijn voorzien van een verklaring omtrent de getrouwheid, ondertekend door een accountant, aan wie de vergadering van Participanten de opdracht tot onderzoek heeft verstrekt. Vaststelling van de jaarrekening zonder voorbehoud strekt tot decharge van de beheerder voor het beheer voor zover van dat beheer uit de jaarrekening blijkt." Het recht om de jaarrekening vast te stellen zou aan de participanten moeten toekomen. Een accountant legt een verklaring af omtrent de getrouwheid van de jaarrekening, maar dat zegt in principe niets over het beheer dat is gevoerd.**

Anne-Marie Struycken laat weten dat de opmerking van de participant juist is ten aanzien van besloten vennootschappen en naamloze vennootschappen waaromtrent alles in de wet is geregeld.

In het verleden werd standaard opgenomen dat vaststelling en goedkeuring van de jaarrekening automatisch décharge van de directie inhield. Tegenwoordig is dat inderdaad voor zowel besloten- als naamloze vennootschappen niet langer mogelijk. De goedkeuring van de jaarrekening en de verlening van décharge moeten worden gesplitst.

Hier is echter sprake van een FGR. Omtrent een FGR is niets in het Burgerlijk Wetboek geregeld, dus hier kunnen andere bepalingen en bedingen worden overeengekomen. De besproken bepaling was op dezelfde wijze omschreven in de bestaande CV-overeenkomst. Op het moment dat de nieuwe overeenkomst ter goedkeuring aan de participanten wordt voorgelegd, kunnen zij aangeven dat zij niet willen dat vaststelling en goedkeuring van de jaarrekening automatisch décharge van de directie inhoudt. Bastiaan Hemmen zegt toe, dat in de toekomst niet anders zal worden gehandeld dan in het verleden het geval was. In het verleden zijn deze punten altijd apart behandeld.

**Op het voorstel van één van de participanten om de tekst nu al aan te passen,** antwoordt Bastiaan Hemmen (na overleg met Anne-Marie Struycken en de voorzitter) dat hij dat bij deze toezegt.

## Agenda ochtendprogramma

1. Inleiding
2. Uitslag volmachten per fonds
3. Toelichting verkoopproces
4. Toelichting scenario's
5. Toelichting op wijziging voorwaarden
6. Toelichting op het vervolg van het verkoopproces
7. Rondvraag

## Vervolgstappen in verkoopproces

- Definitieve overeenkomst met koper.
- Ruling Duitse fiscus indienen.
- Uitslag ruling Nederlandse fiscus afwachten.
- Afhankelijk van uitslag Duitse fiscus keuze voor scenario levering in 2015 of uitgestelde levering.
  
- Informatie naar participanten zodra meer bekend over scenario.
- Halfjaarverslag 2015.
- Ruimte interim-uitkering 2015 wordt bekeken met het oog op verkoopkosten derden.

Bastiaan Hemmen voegt aan het gestelde "Afhankelijk van uitslag Duitse fiscus keuze voor scenario levering in 2015 of uitgestelde levering" nog toe dat hij verwacht in september of oktober meer informatie te kunnen verstrekken.

Uiteraard zullen de participanten worden geïnformeerd.

## Risico's

- Geen toestemming participanten (in één of meerdere fondsen).
- Duitse fiscus.
- Nederlandse fiscus.
- Gegoedheid koper in toekomst.
- Lopende financieringen.

Bouwfonds IM heeft een risicoparaaf opgenomen, omdat met betrekking tot deze transacties geen garanties kunnen worden gegeven.

## Samenvatting en conclusie

- Timing van transactie zo gekozen dat alle fondsen meedoen.
- Gezamenlijk aanbieden portefeuilles biedt grote voordelen.
- Herstructurering maakt verkoop participaties mogelijk waardoor voorkoming overdrachtsbelasting.
- Verkoopproces -> concurrentie dreef prijs op.
- Koper is akkoord met uitgestelde levering.
- Minst goede scenario van verkoop beter dan verkoop objecten na 10 jaar (conform prospectus), afhankelijk van Duitse fiscus.
  
- Verwachte scenario biedt het beste resultaat voor alle fondsen en in de meeste fondsen een rendement hoger dan prospectus.

Het is de bedoeling de transactie zo spoedig mogelijk te realiseren, mede gelet op de mogelijk stijgende rente. Een stijgende rente leidt doorgaans immers tot dalende vastgoedprijzen.

De voorzitter verwijst naar de vanmiddag om 14.00 uur op het programma staande gecombineerde, besluitvormende vergadering. Tijdens deze vergadering kunnen de participanten hun stem uitbrengen middels stembriefjes.

Indien participanten bij deze vergadering niet aanwezig zullen zijn, verzoekt de voorzitter hen een volmacht af te geven.

## Rondvraag

**Een participant constateert dat een uitgestelde levering betekent dat er ook een indexatie in de huur zit. Stel dat we uitgaan van 1% per jaar, dan zou dat over de gemiddelde looptijd van tien jaar over een dergelijk bedrag tussen EUR 10 en EUR 15 miljoen extra opbrengsten zijn, want elke euro huurverhoging wordt met 18 vermenigvuldigd. Kunt u uitleggen hoe het is opgebouwd, het bedrag en wanneer het wordt uitgekeerd?**

Bastiaan Hemmen antwoordt dat de fondsen niet nog tien jaar langer lopen. Dus de looptijd van de fondsen is, gemeten vanaf hun initiatie-moment, exact tien jaar. De looptijd van BGRF I eindigt over een half jaar en de looptijd van BGRF V eindigt over circa drie jaar. Dit betekent, dat de periode waarin de huur zich kan ontwikkelen bij BGRF V maximaal drie jaar is. Mogelijk zal de huur gedurende die periode 3% stijgen. Het bedrag dat uit de berekening komt (3% vermenigvuldigd met de huidige jaarhuur maal de factor) heeft de koper natuurlijk in zijn prijs verdisconteerd.

**Bouwfonds IM stelt voor om, ingeval de ruling met de belastingdienst niet doorgaat, de transactie alsnog door te laten gaan, omdat het oorspronkelijke plan (verkoop van het vastgoed) slechter uit zou pakken. De participant vindt dat vreemd, want het ontvangen bod is 23% hoger dan de laatste taxatie. Mocht het fonds nog twee of drie jaar doorlopen, dan verwacht hij niet dat die taxatie heel veel zal afwijken van het bod. Mocht het bod toch 50% lager zijn, dan is nog steeds sprake van een waarde die 10% hoger ligt dan de laatste taxatie. Hij vermoedt dat in het**

**geval de ruling met de belastingdienst niet doorgaat het wellicht verstandiger is om de fondsen de tienjaarstermijn vol te laten maken.**

Bastiaan Hemmen geeft aan deze mening niet te delen. De portefeuille opslag van circa 25% wordt naar zijn mening slechts gerealiseerd, omdat op dit moment nauwelijks vastgoedportefeuilles te koop worden aangeboden. Deze schaarste leidt tot een verhoging van 10% à 15% ten opzichte van de laatste waarderingen. Verder wordt overdrachtsbelasting voorkomen. Dat kan alleen met een verkoop van participatie, nooit met een verkoop van het vastgoed. Verder is het weliswaar op dit moment niet aannemelijk dat de markt snel zal verslechteren, echter, dit zal nooit goed te voorspellen zijn. Verslechteringen worden doorgaans veroorzaakt door een schokbeweging in de economie en zodra die waarneembaar is, is het te laat om te reageren. Om die reden denkt Bastiaan Hemmen dat het voor de beleggers van de BGRF-fondsen het beste en meest zekere resultaat geeft om deze transactie te doen.

**Eén van de participanten verwijst naar het bepaalde in artikel 11 lid 6 van de voorwaarden voor beheer en bewaring. In dat artikel is vermeld dat een naar Nederlands recht fiscaal transparant lichaam geen participant kan zijn. De participant vraagt wat daarmee wordt bedoeld.**

Anne-Marie Struycken antwoordt dat artikel 11 lid 6 van de voorwaarden voor beheer en bewaring een fiscale achtergrond heeft. In dit artikel is geregeld dat een andere CV of een andere FGR, die beide een fiscaal transparant lichaam kunnen zijn, niet kan deelnemen in dit fonds. Deze bepaling gold overigens ook al voor de CV. Een entiteit met rechtspersoonlijkheid, zoals bijvoorbeeld een stichting, kan nooit fiscaal transparant zijn. Alle huidige participanten van de vijf CV's, zijn geen fiscaal transparante lichamen hetgeen betekent dat zij allemaal deel kunnen nemen. Dit artikel wordt opgenomen om te voorkomen dat de toestemming van alle participanten moet worden gevraagd op het moment dat boven in de structuur iets wordt overgedragen.

**Eén van de participanten refereert aan een eerder vanochtend gedane uitspraak, namelijk dat de participanten opnieuw moeten stemmen over een eventuele verkoop. De participanten hebben echter reeds gestemd over het voorstel wat er moet gebeuren als de ruling met de belastingdienst niet doorgaat. De participant concludeert, dat het in de toekomst niet nodig is dat over welk voorstel dan ook wordt gestemd.**

De voorzitter antwoordt dat vandaag wordt gestemd over de toekomst van het fonds. Meer stemrondes zijn niet aan de orde.

**Voorts geeft de participant aan te hebben gelezen dat het structureren en beheren van particuliere fondsen niet langer tot de core business van Bouwfonds IM behoort en dat Bouwfonds IM het beheer eventueel wil outsourcen of aan een andere beheerder wil overdragen. Hij vraagt te bevestigen dat dit laatste niet zal geschieden gedurende de looptijd van de fondsen.**

De voorzitter antwoordt dat Bouwfonds IM mogelijk voor het fund management samenwerking zal zoeken met een andere partij, maar Bouwfonds IM zal te allen tijde in samenspraak met Bank Insinger de Beaufort eindverantwoordelijk blijven voor het fund management.

**Eén van de participanten vraagt of de kopende partij een Duits fonds is.**

Bastiaan Hemmen laat weten dat het een Zwitserse partij betreft. Deze partij heeft als achtergrond een naar Duits recht gereguleerd vehikel. De partij staat onder toezicht van de Duitse toezichthouder BaFin.

**Een participant heeft participaties in BGRF II. Zoals bekend loopt de tienjaarstermijn van dit fonds in juli 2016 af. Als de ruling niet doorgaat, moet hij EUR 8.000 per participatie aan belasting (23%) betalen. Daarom zou hij het fijn vinden als er een derde optie is voor het geval de ruling met de belastingdienst niet doorgaat. Hij zou graag BGRF II ook van de transactie willen uitzonderen.**

Bastiaan Hemmen geeft aan deze wens te begrijpen, maar dat is alleen mogelijk als BGRF II niet in de

transactie wordt betrokken. Aangezien de tienjaarstermijn van de vijf fondsen telkens na een half jaar afloopt, is een afweging gemaakt tussen een redelijke termijn van onzekerheid en de wens om nu wel een bepaalde zekerheid in te bouwen.

Zou BGRF II ook van de transactie worden uitgezonderd, dan heeft de koper niet de zekerheid dat hij de portefeuille, die hij heeft beoogd, zal kunnen verkrijgen.

## Sluiting

Onder verwijzing naar de vanmiddag te houden besluitvormende vergaderingen van de vijf fondsen, sluit de voorzitter de vergadering. De voorzitter spreekt de hoop uit dat alles voor iedereen duidelijk is, maar mocht iemand nog vragen hebben, dan kunnen die uiteraard vanmiddag worden gesteld. Mocht een participant niet in de gelegenheid zijn de voor vanmiddag op het programma staande vergadering bij te wonen, dan verzoekt de voorzitter om een volmacht af te geven. Hij nodigt iedereen uit voor de vergadering van vanmiddag.

Vervolgens dankt de voorzitter de aanwezigen voor hun komst en hun inbreng en nodigt de aanwezigen uit voor de lunch.

## Notulen van de (gecombineerde) besluitvormende vergadering voor de vennoten van:

- **Bouwfonds Germany Residential Fund CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF I)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund II CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF II)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund III CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF III)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund IV CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF IV)
- **Bouwfonds Germany Residential Fund V CV**  
(hierna ook te noemen: BGRF V)

**Datum:** 18 juni 2015

**Aanvang:** 14.00 uur

**Plaats:** Van der Valk Hotel Leusden-Amersfoort, Philipsstraat 18 te Leusden

### AGENDA

1. Opening door voorzitter
2. Goedkeuring voorstel tot wijziging van de CV-voorwaarden van elk van de BGRF-fondsen in voorwaarden voor een fonds voor gemene rekening overeenkomstig de concept voorwaarden d.d. 2 juni 2015 en waarin eventueel die wijzigingen worden aangebracht die nodig blijken voor het verkrijgen van de vereiste ruling van de Nederlandse fiscus
3. Goedkeuring verkoop door het betreffende BGRF-fonds bij een minimale einduitkering per participatie na belastingen aan de participanten van:

Verkoop 2015	Minimale einduitkering	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	32.000	16,6%	9,5
BGRF II CV	28.000	11,5%	9,0
BGRF III CV	24.000	9,7%	8,5
BGRF IV CV	15.000	2,2%	8,0
BGRF V CV	21.000	8,4%	7,5

4. Rondvraag
5. Sluiting

*De heer René Smeehuijzen, voorzitter van de vandaag te houden vergaderingen, meldt voorafgaand aan de (gecombineerde) besluitvormende vergadering dat alle stemmen die per volmacht zijn uitgebracht en die aanwezig zijn bij deze vergadering, zijn geteld. Voor alle BGRF-fondsen is het vereiste quorum behaald, zodat tijdens de (gecombineerde) besluitvormende vergadering voor alle BGRF-fondsen rechtsgeldige besluiten kunnen worden genomen.*

*Bastiaan Hemmen toont een slide met het overzicht van de bij volmacht uitgebrachte stemmen. Een aantal participanten heeft tegen beide of tegen één van beide voorstellen gestemd, maar de meerderheid heeft met beide voorstellen ingestemd.*

*Bastiaan Hemmen laat namens Bouwfonds Investment Management B.V. (hierna ook te noemen: Bouwfonds IM) weten blij te zijn met de einduitslag. Hij meent dat het verkoopvoorstel voor de participanten een goede manier is om op termijn deze beleggingen te beëindigen.*

*Na voormelde mededelingen gaat René Smeehuijzen over tot de formele opening van de (gecombineerde) besluitvormende vergadering.*

### Agendapunt 1

#### Opening door voorzitter

De heer René Smeehuijzen, directielid van de beherend vennoot van de hiervoor genoemde fondsen, stelt zich voor als voorzitter voor deze (gecombineerde) besluitvormende vergadering. De voorzitter heet de aanwezigen van harte welkom.

De voorzitter stelt de navolgende personen voor:

- de heer Bastiaan Hemmen, fund manager van de hiervoor genoemde fondsen en directeur van de managing director van deze fondsen;
- mevrouw Mirjam Bock; Mirjam zal ingeval van vragen een microfoon aan de vragensteller overhandigen, een en ander ten behoeve van de geluidsopname;
- mevrouw Wilma van Amerongen, notulist;
- de heer Eduard van der Kun, werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort en mede-initiatiefnemer van de fondsen;
- de heer Jos van Uffelen, namens de Stichting Bewaarder van de fondsen;
- mevrouw Anne-Marie Struycken-van Daelen, jurist bij Zuidbroek Notarissen te Amsterdam.

#### Benoeming secretaris

De voorzitter benoemt Wilma van Amerongen tot secretaris van deze vergadering.

De voorzitter deelt mede, dat de oproeping tot de vergadering is geschied overeenkomstig de artikelen 18 en 22 van de CV-overeenkomst door middel van een brief aan de participanten, gedateerd 3 juni 2015.

In de brief zijn onder andere vermeld:

- de plaats en het aanvangsuur van de vergadering;
- de agendapunten die ter vergadering ter sprake zullen komen.



De agenda van deze vergadering is vermeld op onderstaande slide.

## Agenda

1. Opening door voorzitter
2. Goedkeuring voorstel tot wijziging van de CV voorwaarden van elk van de BGRF-fondsen in voorwaarden voor een fonds voor gemene rekening overeenkomstig de concept voorwaarden d.d. 2 juni 2015 en waarin eventueel die wijzigingen worden aangebracht die nodig blijken voor het verkrijgen van de vereiste ruling van de Nederlandse fiscus.
3. Goedkeuring verkoop door het betreffende BGRF-fonds bij een minimale einduitkering per participatie na belastingen aan de participanten van:

Verkoop 2015	Minimale einduitkering	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	32.000	16,6%	9,5
BGRF II CV	28.000	11,5%	9,0
BGRF III CV	24.000	9,7%	8,5
BGRF IV CV	15.000	2,2%	8,0
BGRF V CV	21.000	8,4%	7,5

4. Rondvraag
5. Sluiting

De voorzitter laat weten dat Bastiaan Hemmen nog een korte toelichting zal geven op de twee voorstellen die vandaag op de agenda staan. Uiteraard zal er gelegenheid zijn tot het stellen van vragen. De voorzitter verzoekt de aanwezigen om bij het stellen van een vraag aan te geven op welk fonds de vraag betrekking heeft, gelet op het feit dat dit een gecombineerde vergadering is.

### Agendapunt 2

**Goedkeuring voorstel tot wijziging van de CV-voorwaarden van elk van de BGRF-fondsen in voorwaarden voor een fonds voor gemene rekening overeenkomstig de concept voorwaarden d.d. 2 juni 2015 en waarin eventueel die wijzigingen worden aangebracht die nodig blijken voor het verkrijgen van de vereiste ruling van de Nederlandse fiscus**

Aangezien enkele van de aanwezige participanten de vanochtend gehouden vergadering niet hebben bijgewoond, vat Bastiaan Hemmen hetgeen vanochtend is besproken kort samen.

## Stemming en procedure agendapunt 2

- Conform artikel 19.5 van de CV voorwaarden van de BGRF-fondsen kunnen deze voorwaarden worden gewijzigd door een besluit van de vergadering van vennoten waarin tenminste 50% van het totaal aantal stemmen vertegenwoordigd is. Het voorstel wordt aangenomen met meerderheid van de aanwezige/vertegenwoordigde stemmen.
- Stand van zaken met betrekking tot de ontvangen volmachten door de beherend vennoten.

**Een participant heeft participaties in BGRF I, III en IV. Hij heeft een vraag over het in artikel 18 lid 4 van de CV-overeenkomst bepaalde omtrent uitkeringen. In dat artikel is vermeld dat de uitkeringen op voorstel van de beheerder zowel in geld als anders dan in geld kunnen geschieden. De participant vraagt wat met "anders dan in geld" wordt bedoeld.**

Anne-Marie Struycken antwoordt dat het een standaard bepaling betreft, die heel vaak bij uitkeringsbepalingen wordt opgenomen. Zij geeft als voorbeeld dat onderliggende participaties worden uitgekeerd aan de bovenliggende participant. In het onderhavige geval heeft de CV momenteel participaties in de KG, dus is het in principe mogelijk dat de participaties uit de KG zouden worden uitgekeerd aan de participant. Een dergelijke uitkering wordt een uitkering in natura genoemd en is dus iets anders dan een uitkering in geld.

Deze situatie zal zich echter hier niet voordoen. De bepaling was standaard in de oorspronkelijke overeenkomst opgenomen en men heeft er voor gekozen de bepaling ook in de nieuwe overeenkomst op te nemen, een en ander voor de flexibiliteit in de toekomst.

**Eén van de aanwezige participanten wil graag weten waar de afkorting "FGR" voor staat,** waarop Bastiaan Hemmen antwoordt dat "FGR" staat voor een Fonds voor Gemene Rekening.

Anne-Marie Struycken vult aan dat omtrent een FGR niets in het Burgerlijk Wetboek is geregeld. Een FGR wordt regelmatig als structuur gebruikt voor beleggingsfondsen, net zoals overigens de structuur van een CV.

Vervolgens licht de voorzitter de stemprocedure toe:

Agendapunt 2 betreft de wijziging van de CV-voorwaarden. Op grond van het bepaalde in artikel 19 lid 5 van de huidige CV-overeenkomst kan een rechtsgeldig besluit over een dergelijke wijziging worden genomen in een vergadering met meerderheid van stemmen mits ter vergadering minimaal 50% van de participaties is vertegenwoordigd.

Zoals de voorzitter in de inleiding reeds heeft aangegeven, is aan laatstgemelde voorwaarde voldaan. Hieruit volgt dat thans met een meerderheid van stemmen rechtsgeldige besluiten kunnen worden genomen over de voorgestelde wijzigingen van de CV-voorwaarden, oftewel de omzetting van de CV in een FGR.

**Een participant heeft participaties in BGRF I, III en IV. Hij neemt aan dat het amendement omtrent de wijziging van de artikelen 15 en 19 van de CV-overeenkomst wordt meegenomen, een en ander zoals vanochtend is besproken.**

Bastiaan Hemmen en Anne-Marie Struycken antwoorden bevestigend.

De voorzitter vult aan dat die toezegging vanochtend reeds is gedaan en hij bevestigt thans opnieuw dat

het amendement ten aanzien van alle BGRF-fondsen zal worden meegenomen.

De voorzitter verzoekt de aanwezigen de stembriefjes ten aanzien van agendapunt 2 in te vullen. Daarna zal hij overgaan tot de stemming over agendapunt 3.

### Agendapunt 3

**Goedkeuring verkoop door het betreffende BGRF-fonds bij een minimale einduitkering per participatie na belastingen aan de participanten van:**

Verkoop 2015	Minimale einduitkering	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	32.000	16,6%	9,5
BGRF II CV	28.000	11,5%	9,0
BGRF III CV	24.000	9,7%	8,5
BGRF IV CV	15.000	2,2%	8,0
BGRF V CV	21.000	8,4%	7,5

De voorzitter laat weten dat ten aanzien van dit agendapunt door Bouwfonds IM de minimale uitkering per participatie in stemming wordt gebracht. Er wordt echter vanuit gegaan dat realisatie van een hogere opbrengst tot de mogelijkheden behoort, mits de ruling met de Duitse belastingdienst wordt verkregen. Mocht de ruling met de Duitse belastingdienst niet doorgaan, dan verzoekt Bouwfonds IM de participanten reeds nu voor alsdan toestemming te verlenen om de participaties alsnog te verkopen tegen de bij dit agendapunt opgenomen minimale einduitkeringen.

Op grond van de thans geldende CV-overeenkomst en hetgeen in het prospectus is vermeld, zou voor een eventuele verkoop van participaties de goedkeuring van een enkelvoudige meerderheid van de ter vergadering aanwezige en vertegenwoordigde participanten nodig zijn. Echter, gelet op het feit dat de voorgestelde verkooptransactie geen gangbare noch een standaard handeling is, is ervoor gekozen een zwaardere goedkeuringsprocedure te hanteren en wel de in artikel 19 lid 5 van de CV-overeenkomst opgenomen procedure. Dit betekent dat het voorstel dient te worden goedgekeurd met een meerderheid van stemmen in een vergadering waarin minimaal 50% van de participanten aanwezig dan wel vertegenwoordigd is.

## Stemming en procedure agendapunt 3

- Conform de CV voorwaarden van de BGRF-fondsen vereist de verkoop van de beleggingen de goedkeuring van de volstreekte meerderheid van de geldig uitgebrachte stemmen in een vergadering van vennoten.
- Gezien het feit dat nu goedkeuring wordt gevraagd voor een afwijkende verkooptransactie, zullen wij een zwaardere goedkeuringsprocedure hanteren die gelijk is aan die van de fondsvoorwaardenwijziging.
- Voor goedkeuring van de verkoop van de participaties zal de goedkeuringsvereisten conform artikel 19.5 van de CV overeenkomst worden gehanteerd. Voor goedkeuring dient minimaal de helft van het aantal stemmen vertegenwoordigd te zijn in een vergadering van vennoten die dan met een meerderheid van stemmen een rechtsgeldig besluit kan nemen.

Vervolgens verzoekt de voorzitter de aanwezige participanten hun stem uit te brengen voor agendapunt 3 en daarna de stemformulieren in te leveren, waarna hij de vergadering voor korte tijd schorst.

Na een korte pauze, tijdens welke pauze de ingeleverde stemformulieren zijn verwerkt, hervat de voorzitter de vergadering. Er zijn thans nog slechts twee participanten in de zaal aanwezig.

Bastiaan Hemmen heeft het navolgende overzicht gemaakt. In totaal zijn door de aanwezigen 179 stemmen uitgebracht. Alle uitgebrachte stemmen zijn in het overzicht verwerkt.

Vertegenwoordiging op vergadering	Minimaal aantal stemmen voor quorum 50%	Totaal aantal stemmen aanwezig of vertegenwoordigd	% vertegenwoordiging
BGRF CV	372	487	65,5%
BGRF II CV	549	727	66,3%
BGRF III CV	396	524	66,2%
BGRF IV CV	360	416	57,8%
BGRF V CV	639	805	63,0%

Stemgedrag op basis van vertegenwoorde stemmen	Vraag 2a1 Goedkeuring Wijziging voorwaarden	Vraag 2a2 Goedkeuring Verkoop
BGRF CV	96,5%	96,5%
BGRF II CV	98,5%	97,9%
BGRF III CV	96,8%	96,8%
BGRF IV CV	98,1%	93,0%
BGRF V CV	97,4%	97,4%

Vraag 2a1 Tegen Wijziging voorwaarden	Vraag 2a2 Tegen Verkoop
2,3%	2,3%
0,6%	1,1%
0,0%	0,0%
1,4%	6,5%
1,4%	1,4%

Stemgedrag op basis van vertegenwoorde stemmen	Vraag 2a1 Goedkeuring Wijziging voorwaarden	Vraag 2a2 Goedkeuring Verkoop
BGRF CV	470	470
BGRF II CV	716	712
BGRF III CV	507	507
BGRF IV CV	408	387
BGRF V CV	784	784

Vraag 2a1 Tegen Wijziging voorwaarden	Vraag 2a2 Tegen Verkoop
11	11
4	8
0	0
6	27
11	11

Bastiaan Hemmen constateert dat voor alle BGRF-fondsen het vereiste quorum is behaald. Het fonds met de laagste opkomst casu quo het laagste quorum is BGRF IV en wel 57,5%. De vier andere fondsen behaalden een quorum van meer dan 60%. Meer dan 90% van alle geldig uitgebrachte stemmen is vóór de beide gepresenteerde voorstellen uitgebracht.

Bastiaan Hemmen is blij met deze uitslag en hij ervaart het als een grote eer om de omzetting te mogen realiseren.

De voorzitter vult aan, formeel, ook voor de notulen:

- Het voorstel tot wijziging van de CV-voorwaarden van de vijf BGRF-fondsen in voorwaarden voor een fonds voor gemene rekening is met meerderheid van stemmen goedgekeurd in een vergadering van vennoten waarin tenminste de helft van de stemmen is vertegenwoordigd.
- Het verkoopvoorstel ten aanzien van de participaties van de vijf BGRF-fondsen is met meerderheid van stemmen goedgekeurd in een vergadering van vennoten waarin tenminste de helft van de stemmen is vertegenwoordigd.

Nu beide voorstellen zijn goedgekeurd, zal op korte termijn worden geprobeerd de transactie af te ronden. Zodra er meer informatie bekend is, zal die informatie uiteraard met de participanten worden gedeeld.

#### **Agendapunt 4**

##### **Rondvraag**

Er zijn geen vragen voor de rondvraag.

#### **Agendapunt 5**

##### **Sluiting**

De voorzitter feliciteert de aanwezige participanten met het behaalde resultaat. Het gaat om een unieke transactie die – naar zijn mening – voor zowel de participanten als voor Bouwfonds IM gunstig is. De participanten behalen een goed rendement en ook Bouwfonds IM heeft een goed resultaat behaald. De fondsen worden – als de belastingdienst meewerkt – binnen de verwachte looptijd afgerond. Vervolgens dankt hij de aanwezigen voor hun komst en hun inbreng, waarna hij de vergadering sluit.