

Bijlage bij uitnodiging extra vergaderingen BGRF-fondsen

Toelichting op de mogelijkheden tot verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen

Met BGRF-fondsen worden onderstaande fondsen bedoeld:

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

Inhoudsopgave

1 Inleiding	3
2 Toelichting op de mogelijkheden tot verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen	4
2.1 Waarom een voorstel tot verkoop van de participaties	4
2.2 Scenario “verkoop van de participaties in 2015”	5
2.3 Scenario “verkoop van de participaties na 10 jaar looptijd”	7
2.4 Vergoedingen gemoeid met de verkoop van de participaties	8
2.5 Situatie indien geen goedkeuring voor de verkoop van de participaties	10
2.6 Rechtspersoon als participant	10
3 Besluitvorming	11
3.1 Verkoopproces	11
3.2 Risico’s	11
3.3 Fondsvoorwaarden	12
3.4 Planning	12
4 Overwegingen	13
5 Conclusie	13
6 Disclaimer	14

1 Inleiding

In de informatieve vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen, voorafgaand aan de jaarvergaderingen over 2013, is de beheerder ingegaan op de mogelijkheden voor de toekomstige exit van de BGRF-fondsen. Als belangrijkste scenario's werden toen genoemd:

1. De verkoop van het vastgoed van een BGRF-fonds na een looptijd van 10 jaar (conform prospectus).
2. De verkoop van de participaties in een BGRF-fonds aan een derde na een looptijd van 10 jaar.

Tevens is in genoemde vergadering toegelicht dat de verkoop van het vastgoed binnen de termijn van 10 jaar forse negatieve fiscale gevolgen zal hebben en dat de nadelige gevolgen van een voortijdige aflossing van de leningen nog groter zullen zijn. Hierdoor is, ook op dit moment nog, verkoop van het vastgoed binnen de 10-jaars termijn geen reële optie.

De verkoop van de participaties biedt duidelijke voordelen ten opzichte van het verkopen van het vastgoed van de BGRF-fondsen. De beheerder heeft om deze reden tijdens de jaarvergadering over 2013 aangegeven deze optie in 2014 verder te onderzoeken en uit te werken. Voor een verdere toelichting verwijzen wij naar de notulen van deze vergadering. Deze zijn in september 2014 aan de vennoten van de BGRF-fondsen verzonden.

In de extra vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen van **4 maart 2015** zal de beheerder de participanten in de BGRF-fondsen toestemming vragen om een verkoopproces te initiëren met als doel een koper te vinden die de participaties van de huidige participanten zal overnemen onder de uitgangspunten als beschreven in deze toelichting.

Plaats: Huize Hoevelaken, Westerdorpsstraat 68 te Hoevelaken

Dagindeling extra vergaderingen BGRF-fondsen:

9.30 uur	Ontvangst met koffie
10.00 uur – 12.30 uur	Informatieve vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen
12.30 uur – 13.30 uur	Lunch
14.00 uur – 14.20 uur	Besluitvormende vergadering van Vennoten van BGRF CV
14.30 uur – 14.50 uur	Besluitvormende vergadering van Vennoten van BGRF II CV
15.00 uur – 15.20 uur	Besluitvormende vergadering van Vennoten van BGRF III CV
15.30 uur – 15.50 uur	Besluitvormende vergadering van Vennoten van BGRF IV CV
16.00 uur – 16.20 uur	Besluitvormende vergadering van Vennoten van BGRF V CV

Agenda besluitvormende vergadering van Vennoten van ieder BGRF-fonds:

1. Opening door de voorzitter
2. Toelichting door de beherend vennoot en de managing director
3. Besluit over het voornemen tot verkoop en levering van de participaties in de BGRF-fondsen aan één derde partij conform de bij de uitnodiging voor de vergadering van Vennoten gevoegde bijlage met de titel: "Toelichting op de mogelijkheden tot verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen"
4. Rondvraag
5. Sluiting

In dit voorstel voor het starten van een verkoopproces van de participaties in de BGRF-fondsen wordt een toelichting gegeven op de achtergronden van dit voorstel en waarom dit voorstel in het belang is van de participanten in de BGRF-fondsen. Vervolgens worden de mogelijkheden tot verkoop van de participaties beschreven, met de daaraan verbonden verwachte opbrengsten, kosten en risico's. Tevens wordt aangegeven wat de verwachte gevolgen zullen zijn indien het voorstel tot verkoop van de participaties niet wordt goedgekeurd. Tot slot vindt u de procedures met betrekking tot de besluitvorming over het verkoopproces, de overwegingen en de conclusies.

2 Toelichting op de mogelijkheden tot verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen

2.1 Waarom een voorstel tot verkoop van de participaties

Marktsituatie

Gedreven door de huidige gunstige marktsituatie voor het verkopen van grote portefeuilles met Duitse huurwoningen is door de beheerder gezocht naar de mogelijkheden om te profiteren van deze marktomstandigheden. Hierbij is naar oplossingen gezocht waarbij de (financiële en fiscale) nadelen van een verkoop binnen 10 jaar looptijd zoveel mogelijk worden beperkt.

Door de omstandigheden op de kapitaalmarkt zijn institutionele beleggers op zoek naar alternatieve beleggingen met een gunstige rendement/risicoverhouding. Gebleken is dat portefeuilles woningbeleggingen hiervoor kwalificeren, vooral in stabiele economieën zoals Duitsland.

De afgelopen jaren heeft het product woningbeleggingen in Duitsland zich bewezen als een zeer stabiele belegging. De prijzen zijn, ook gedurende de economische crisis, steeds gestaag gestegen. Onder andere de belangstelling van internationale partijen voor dit type vastgoed zorgde gedurende de economische crisis voor waardeestijging. Op dit moment is het vooral de lage rente die een verder prijsopdrijvend effect geeft. Hoe lang dit effect zal aanhouden is niet te voorspellen. Naar de mening van de beheerder is voor de huidige groep participanten in de BGRF-fondsen sprake van optimale marktomstandigheden voor een verkoop van het vastgoed.

Portefeuilletoeslag

Door de portefeuille woningbeleggingen van de BGRF-fondsen als één portefeuille te koop aan te bieden, ontstaat grote belangstelling van de zijde van institutionele beleggers doordat het volume van de investering voor die groep zeer aantrekkelijk is. Mede door het huidige gebrek aan aanbod van portefeuilles woningbeleggingen worden aantrekkelijke portefeuilleopslagen betaald. Deze portefeuilleopslag wordt door kopers ook betaald omdat in dat geval de mogelijkheid ontstaat om in één transactie een forse investering te kunnen doen, waardoor een koper met een relatief klein team een grote transactie kan doen. Vanzelfsprekend dient de kwaliteit van de vastgoedportefeuille goed te zijn, hetgeen bij de BGRF-fondsen in het algemeen het geval is. Voor de verkoper is het voordeel van een portefeuilletransactie dat minder courante objecten samen met de goede objecten verkocht worden en dat voor het geheel toch een goede prijs ontvangen wordt. De beheerder is van mening dat alle BGRF-fondsen in evenredigheid profiteren van de voordelen van deze wijze van verkoop omdat de vastgoedportefeuilles in kwaliteit meer overeenkomsten dan afwijkingen vertonen.

De portefeuilles van de individuele BGRF-fondsen zijn voor institutionele beleggers te klein en te beperkt gespreid, waardoor bij verkoop per BGRF-fonds een andere groep kopers aangesproken zal moeten worden en er naar verwachting geen sprake zal zijn van een portefeuilleopslag.

Verkoop van participaties binnen 10 jaar fondslooptijd

Verkoop van het vastgoed van de BGRF-fondsen binnen de 10-jaarstermijn van een BGRF-fonds is geen reële optie omdat de negatieve financiële gevolgen van het voortijdig aflossen van de leningen zeer groot zullen zijn maar ook omdat hieraan grote fiscale nadelen kleven. Om die reden is het idee ontstaan om in plaats van het vastgoed, de participaties in de BGRF-fondsen te verkopen. Dit is conform de huidige fondsvoorwaarden niet mogelijk, echter, door een wijziging van de fondsvoorwaarden is dit wel te realiseren.

De verkoop van participaties impliceert dat een koper door overname van de participaties van de huidige participanten de gehele fondsstructuur overneemt en op deze wijze controle verkrijgt over het onderliggende vastgoed. Op die manier zouden de huidige participanten hun belegging in één of meerdere BGRF-fondsen in één transactie kunnen verkopen. Door de verkoop van de participaties in plaats van het vastgoed ontstaat de mogelijkheid dat de koper over de verkoopwaarde van het vastgoed

geen Duitse overdrachtsbelasting (circa 6%) hoeft af te dragen. Deze mogelijke besparing van Duitse overdrachtsbelasting zal een hogere koopprijs mogelijk kunnen maken, die vanzelfsprekend in het voordeel is van de huidige participanten. De voorwaarde hiervoor is dat in eerste instantie maximaal 94% van de participanten hun participatie overdraagt. Na vijf jaar mogen de overige 6% van de participaties worden overgedragen. Het bereiken van voornoemde fiscale en financiële voordelen zijn belangrijke uitgangspunten voor de beoogde transactie.

Onderzoek beheerder naar markt voor kopers participaties BGRF-fondsen

In vervolg op de informatieve vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen, in april 2014, is door de beheerder met een aantal Nederlandse institutionele beleggers gesproken om de interesse in een nieuw fonds te peilen. Dit nieuwe fonds zou opgericht worden onder inbreng van de (participaties in de) BGRF-fondsen. De interesse voor een dergelijk nieuw fondsinitiatief was weliswaar aanwezig, echter, deze nieuwe beleggers gaven aan dat het voor hen niet mogelijk was om in 2014 al een financieel commitment af te geven voor een gespreide inbreng van beleggingen gedurende de periode 2016-2018. Wel bleek dat een aantal beleggers op individuele basis interesse zou hebben voor alle participaties in de BGRF-fondsen, wanneer deze in 2015 aangekocht zou kunnen worden. Dit exit scenario, een gestructureerde verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen, is in de 2e helft van 2014 verder uitgewerkt. Nadrukkelijk is hierbij ook gekeken naar Duitse marktpartijen. Dit heeft geleid tot een aantal indicatieve prijzen voor de vastgoedportefeuille van de BGRF-fondsen. Op basis van de hoogte van deze indicatieve prijzen en de achtergrond van de kandidaat kopers is de beheerder van mening dat er een goede basis is om een voorstel tot verkoop van de participaties aan de huidige participanten van de BGRF-fondsen voor te leggen.

Een aantal kopers zal de participaties in één transactie willen kopen en direct willen afnemen. Dit scenario wordt beschreven in hoofdstuk 2.2. Naar verwachting zullen er ook kopers zijn die accepteren dat de levering van de participaties precies na 10 jaar looptijd van een BGRF-fonds zal plaatsvinden. Dit scenario wordt beschreven in hoofdstuk 2.3.

2.2 Scenario “verkoop van de participaties in 2015”

Bij een beoogde verkoop en levering van de participaties van de BGRF-fondsen in 2015 zal in beginsel met de hoogst biedende kandidaat koper een overeenkomst tot koop, verkoop en levering van de participaties worden afgesloten. Overeenstemming dient bereikt te worden over onder andere de waarde van het vastgoed per BGRF-fonds, de wijze waarop de andere balansposten per fonds gewaardeerd worden en op welke wijze de koper eventueel nog aanvullend onderzoek zal uitvoeren.

Een koper zal bij deze transactie incalculeren dat de leningen in de BGRF-fondsen overgenomen zullen worden of dienen te worden afgelost. De rentepercentages van de huidige financieringen van de BGRF-fondsen zijn fors hoger dan wanneer in de huidige marktomstandigheden een nieuwe financiering afgesloten zou worden. Dit zal leiden tot een per BGRF-fonds verschillende afslag die tot uitdrukking zal komen in de koopprijs per participatie. De hypothecaire financiers zullen toestemming moeten verlenen aan de overdracht van de participaties aan de koper of de koper dient de leningen van deze financier te herfinancieren. De levering van de participaties kan plaatsvinden nadat de huidige fondsvoorwaarden zijn aangepast.

Fiscaal heeft een overdracht van de participaties in 2015 negatieve gevolgen voor de huidige participanten, echter, niet zo hoog als bij verkoop van het vastgoed binnen 10 jaar looptijd. Omdat in deze situatie de participaties in alle BGRF-fondsen korter dan 10 jaar zijn gehouden, is Duitse vermogenswinstbelasting verschuldigd over de fiscale winst uit de waardeverandering van het vastgoed.

Bij de berekening van de opbrengst voor de participanten van een verkoop van de participaties is uitgegaan van een minimale verkoopwaarde van de totale portefeuille van de BGRF-fondsen ter grootte van € 255 miljoen (medio 2015). Ter vergelijking: de taxatiewaarde ultimo 2014 van de totale portefeuille bedraagt circa € 231 miljoen, een verschil ter grootte van circa 10,4% (de taxatiewaarde ultimo 2013 bedroeg circa € 224 miljoen). Voor de berekening per BGRF-fonds is aangenomen dat de verkoopwaarde van het vastgoed per BGRF-fonds evenredig zal zijn met de waarde van de waardering ultimo 2014. De beheerder is van mening dat een dergelijke inschatting van de verkoopwaarde per BGRF-fonds reëel is.

De berekeningen in onderstaande tabel zijn gebaseerd op 1 participatie en verkoop van de participaties op 1 juli 2015.

	Indicatie einduitkering	Verwachte overige uitkeringen	IRR	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondslooptijd bij verkoop
BGRF CV	27.000	0	11,0%	14,7%	9,5
BGRF II CV	24.000	0	7,8%	9,2%	9,0
BGRF III CV	19.000	0	6,4%	6,7%	8,5
BGRF IV CV	14.000	0	1,7%	1,5%	8,0
BGRF V CV	19.000	0	6,4%	6,8%	7,5

Toelichting bij bovenstaande tabel:

Indicatie einduitkering: het bedrag in Euro's dat naar verwachting per participatie zal worden uitgekeerd bij verkoop van de participaties. In dit bedrag is onder andere rekening gehouden met de te verwachten verkoopkosten, de eventueel van toepassing zijnde performance fee voor de beheerder in lijn met het prospectus, de Duitse vermogenswinstbelasting en een schatting van de negatieve gevolgen voor de koper van de overname van de hypothecaire leningen.

Verwachte overige uitkeringen: er zullen geen overige uitkeringen meer volgen conform dit exit scenario. De slotuitkeringen van het exploitatieresultaat over 2014 zijn, waar van toepassing, in de berekeningen opgenomen. Het exploitatieresultaat over de eerste helft van 2015 is in de einduitkering opgenomen.

IRR: Internal Rate of Return (IRR): de IRR is een rentepercentage waartegen kasstromen over de looptijd van een fonds contant gemaakt worden naar de aanvangsdatum, teneinde de waarde van deze geldstromen op de aanvangsdatum te kunnen bepalen. De IRR berekening houdt rekening met de tijdswaarde van geld. Dit houdt in dat naast de hoogte van de uitkeringen voor de uitkomst van belang is op welk moment de uitkeringen zijn gedaan.

Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement: de som van alle uitkeringen per participatie gedurende de looptijd, gedeeld door de oorspronkelijke inbreng ter grootte van € 15.000,- per participatie en door de fondslooptijd bij verkoop.

Fondslooptijd bij verkoop: de fondslooptijd vanaf de aanvangsdatum tot de beoogde einddatum uitgedrukt in jaren.

Omdat de Duitse inkomstenbelasting volgens een progressief tarief wordt geheven, zijn de gevolgen voor participanten die meerdere participaties hebben in één of meerdere BGRF-fondsen zwaarder dan voor participanten die één participatie in één BGRF-fonds hebben. Het verschil in belastingdruk per participatie tussen een participant met één participatie en een participant met 10 participaties in een BGRF-fonds kan oplopen tot ruim 50% per participatie. Om de fiscale gevolgen van dit verschil enigszins inzichtelijk te maken zijn in onderstaande tabel drie situaties weergegeven. De eerste gaat uit van

deelname met één participatie in één BGRF-fonds. De tweede en derde situatie schetsen een deelname met respectievelijk 2 en 5 participaties in datzelfde BGRF-fonds.

In onderstaande drie situaties zijn de bedragen vermeld per participatie.

Duitse belasting op vermogenswinst	1 participatie	2 participaties	5 participaties
BGRF CV	-5.500	-6.600	-8.100
BGRF II CV	-3.300	-3.800	-5.000
BGRF III CV	-2.300	-2.600	-3.400
BGRF IV CV	-900	-1.200	-1.400
BGRF V CV	-900	-1.100	-1.300

Vanzelfsprekend zal per participant de uiteindelijk af te dragen Duitse belasting bepaald worden op basis van diens individuele situatie en afhangen van de uiteindelijke verkoopopbrengst per BGRF-fonds. De rekenvoorbeelden zijn daarom slechts als indicatie bedoeld.

2.3 Scenario “verkoop van de participaties na 10 jaar looptijd”

In het prospectus is uitgegaan van een looptijd van minimaal 10 jaar. In het hier beschreven scenario is het mogelijk om de looptijd van ieder BGRF-fonds te beperken tot exact 10 jaar. Hierdoor zijn de fiscale en financiële (rente) nadelen van de in het vorige hoofdstuk beschreven verkoop van de participaties in 2015 niet van toepassing.

De beheerder heeft gezocht naar mogelijkheden waarbij de prijs van de vastgoedportefeuille van de BGRF-fondsen in 2015 wordt vastgelegd maar waarbij de levering van de participaties pas na 10 jaar looptijd plaatsvindt. Op deze wijze wordt gebruik gemaakt van de huidige gunstige marktomstandigheden voor verkoop van huurwoningbeleggingen en zijn er geen fiscale en financiële nadelen. Het aantal partijen dat hieraan wil meewerken is echter aanzienlijk kleiner dan het aantal partijen dat de participaties in 2015 zou willen afnemen.

Het in 2015 vastleggen van een prijs per participatie waartegen deze participatie op het moment van levering zal worden verkocht (na 10 jaar looptijd per BGRF-fonds), zal door de Duitse fiscus als een constructie worden gezien om de vermogenswinstbelasting te omzeilen. Wel is het toegestaan om de wijze van de berekening van de toekomstige verkoopprijs vast te leggen. Het is daarbij ook toegestaan om bijvoorbeeld de kapitalisatiefactor van de toekomstige huurprijs van het vastgoed vast te leggen. Een dergelijke overeenkomst verkleint de vastgoedrisico's in de BGRF-fondsen zeer sterk omdat de toekomstige waarde van het vastgoed alleen nog afhankelijk is van de gerealiseerde huuropbrengst ten tijde van de levering van de participaties.

De huurprijzen waren de afgelopen jaren zeer stabiel en voor de komende jaren zijn de verwachtingen niet anders. Bij de berekening van de verwachte verkoopprijzen per participatie is rekening gehouden met een stijging van de huurprijzen met het gemiddelde van de laatste jaren en is tevens rekening gehouden met het gemiddelde van de exploitatiekosten voor het vastgoed.

De beheerder verwacht dat een koper die bereid is om mee te werken aan een latere levering, een lagere prijs voor de vastgoedportefeuille zal bieden dan wanneer de participaties in 2015 zouden worden geleverd. De prijs voor de vastgoedportefeuille zal naar verwachting lager zijn omdat de koper het risico neemt van een vaste kapitalisatiefactor op de toekomstige huurprijs terwijl deze geen inkomsten heeft uit de BGRF-fondsen gedurende de tijd dat levering nog niet heeft plaatsgevonden. Doordat de nadelen die samenhangen met een verkoop in 2015 in dit scenario niet van toepassing zijn, kan het netto verkoopresultaat per participatie in dit geval toch hoger zijn dan bij een verkoop in 2015.

Bij de berekening van de opbrengst voor de participanten van een verkoop van de participaties is ook in dit scenario uitgegaan van een minimale verkoopwaarde van de totale portefeuille van de BGRF-fondsen ter grootte van € 255 miljoen (medio 2015). Voor de berekening per BGRF-fonds is de totale verkoopwaarde van het vastgoed van de BGRF-fondsen evenredig per BGRF-fonds verdeeld op basis van de waardering ultimo 2014.

De reden voor de aanname van dezelfde verkoopwaarde van de vastgoedportefeuille als in het vorige scenario is dat hierdoor de scenario's beter te vergelijken zijn. De eerder genoemde verwachte afslag voor de uitgestelde levering op de verkoopprijs is daarom niet in de berekening opgenomen. De andere reden voor deze aanname is dat de hoogte van deze afslag nauwelijks te voorspellen is en dat deze mogelijk beperkt zal zijn.

De berekeningen in onderstaande tabel zijn gebaseerd op 1 participatie en verkoop van de participaties na 10 jaar looptijd.

	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 IVCV	17.000	0	2,9%	3,1%	10,0
BGRF V CV	22.000	1.700	6,8%	8,1%	10,0

Toelichting bij bovenstaande tabel:

Indicatie einduitkering: het bedrag in Euro's dat naar verwachting per participatie zal worden uitgekeerd bij verkoop van de participaties. In dit bedrag is onder andere rekening gehouden met de te verwachten verkoopkosten en de eventueel van toepassing zijnde performance fee voor de beheerder in lijn met het prospectus.

Verwachte overige uitkeringen: dit betreft de verwachte winstuitkeringen als gevolg van het exploitatieresultaat gedurende de resterende looptijd van de fondsen.

2.4 Vergoedingen en kosten gemoeid met de verkoop van de participaties

Vergoedingen externe adviseurs

Ter vergroting van het aantal potentiële bidders op de portefeuille en om Bouwfonds IM te ondersteunen bij het gecompliceerde verkoopproces is het noodzakelijk om externe adviseurs in te schakelen. Dit zullen onder meer vastgoedadviseurs zijn. Verder zullen onder andere adviseurs benodigd zijn om de transacties te begeleiden op het gebied van Duitse en Nederlandse fiscaliteit en om de BGRF-fondsvoorwaarden te wijzigen teneinde de participaties overdraagbaar te maken. In de rekenvoorbeelden bij de scenario's van verkoop van de participaties zijn aannames gedaan voor de kosten van de hierboven genoemde externe adviseurs.

Bestaande vergoedingenstructuur beheerder

De bestaande vergoedingen voor de beheerder zijn beschreven in het prospectus van het desbetreffende BGRF-fonds. De huidige fondsvoorwaarden voorzien niet in de mogelijkheid dat de participaties worden overgedragen, maar gaan uit van een verkoop van het vastgoed, automatisch gevolgd door liquidatie van de vennootschappen. Een aantal vergoedingen, met name de performance fee bij beëindiging van de BGRF-fondsen, is gekoppeld aan de beëindiging (en/of verkoop van het vastgoed) van de BGRF-fondsen. Wanneer de participaties van de participanten worden verkocht, blijven de fondsen bestaan en zou een

performance fee niet in rekening gebracht kunnen worden. Voor wijziging van de vergoedingenstructuur is een wijziging van de fondsvoorwaarden noodzakelijk. In de rekenvoorbeelden bij de scenario's van verkoop van de participaties is aangenomen dat de wijzigingen van de fondsvoorwaarden ook goedgekeurd zullen worden ten aanzien van de aanpassingen van de vergoedingenstructuur.

Behandeling performance fee beheerder bij verkoop participaties in 2015

In het scenario dat de participaties in 2015 worden verkocht, zal door de participanten Duitse vermogenswinstbelasting dienen te worden afgedragen. Voor de berekening van de, in lijn met het prospectus, eventueel van toepassing zijnde performance fee voor de beheerder zal deze vermogenswinstbelasting als fondskosten worden meegenomen. Omdat de fiscale situatie per participant sterk kan verschillen, zal de af te dragen belasting op fondsniveau worden benaderd door de af te dragen belasting voor één participatie te vermenigvuldigen met het totale aantal participaties in het desbetreffende BGRF-fonds. Op deze wijze wordt bij een eerder dan geplande beëindiging van de belegging in een BGRF-fonds de performance fee grotendeels gecorrigeerd voor het werkelijk behaalde rendement.

Herstructureringsvergoeding beheerder

Met de voorgestelde exit, door verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen door de huidige participanten, gaat een grote hoeveelheid extra werk gemoeid voor de beheerder. Deze activiteiten vallen buiten de scope van werkzaamheden van het beheer genoemd in het prospectus. Om deze reden lijkt het de beheerder redelijk om de participanten toestemming te vragen om een herstructureringsvergoeding bij de BGRF-fondsen in rekening te brengen wanneer de BGRF-fondsen in één pakket succesvol kunnen worden verkocht. Deze herstructureringsvergoeding staat los van de bestaande fee afspraken die er met de individuele BGRF-fondsen al bestaan en ziet op het tot stand brengen van de transactie. Bij de voorgestelde transactie wordt gebruik gemaakt van een (markt)situatie die vooraf niet was voorzien en waarbij door de beheerder proactief, onorthodox en geheel in het belang van de beleggers wordt gehandeld. Voorgesteld wordt om 0,35% van de verkoopprijs per participatie in rekening te brengen als herstructureringsvergoeding, exclusief eventueel verschuldigde btw. Gerelateerd aan de vastgoedwaarde zou de herstructureringsvergoeding circa 0,15% bedragen. De reden dat voorgesteld wordt om als grondslag voor de berekening de waarde per participatie te nemen is dat het de participaties zijn die verkocht worden en niet het vastgoed.

Aanpassing bestaande verkoopvergoeding in BGRF V CV voor beheerder

Bij het fonds BGRF V CV is, in tegenstelling tot bij de overige BGRF-fondsen, in het prospectus een verkoopvergoeding voor de beheerder opgenomen ter grootte van 0,5% over de waarde van het vastgoed bij verkoop van het vastgoed. Bij de voorgestelde transactie wordt geen vastgoed verkocht maar de participaties in de BGRF-fondsen. Door de beheerder zal aan de beleggers van BGRF V CV worden voorgesteld om de bij verkoop van de participaties een vergoeding in rekening te brengen ter grootte van de helft van de vergoeding die van toepassing is op de verkoop van het vastgoed. Hiermee wordt naar de mening van de beheerder recht gedaan aan de vooraf gecalculerde totale fee inkomsten voor BGRF V CV. Deze verkoopvergoeding staat los van de voorgestelde herstructureringsvergoeding, die ook aan BGRF V CV in rekening gebracht zal worden.

Schatting totale verkoopkosten

De totale verkoopkosten, bestaande uit alle kosten van externe adviseurs en de hiervoor beschreven herstructureringsvergoeding voor Bouwfonds IM, zullen naar verwachting minder dan 1% van de verkoopprijs van de objecten bedragen. Naar de mening van de beheerder is het totaal aan geplande verkoopkosten significant lager dan gebruikelijk in de markt en aanzienlijk lager dan de kosten die doorgaans gemoeid zijn met de verkoop van een vastgoedportefeuille.

2.5 Situatie indien geen goedkeuring voor de verkoop van de participaties

Wanneer de situatie zou ontstaan dat de participanten van één of meerdere BGRF-fondsen geen goedkeuring zouden geven voor een verkoop van de participaties dan gelden onverkort de bepalingen uit de prospectussen van de BGRF-fondsen. Conform deze voorwaarden zal tegen het eind van de beoogde looptijd van 10 jaar de beheerder een verkoopvoorstel voor het vastgoed ter goedkeuring aan de participanten voorleggen. In beginsel wordt het vastgoed tegen die tijd dan verkocht.

Een aantal jaar geleden is de strategie van Bouwfonds IM aangescherpt en ligt nu de focus op het opzetten en beheren van institutionele fondsen. De fondsen voor particuliere beleggers zullen worden uitgemanaged en er zullen geen nieuwe fondsen voor particuliere beleggers worden opgezet. Ten aanzien van de (theoretische) mogelijkheid om na de oorspronkelijke looptijd van 10 jaar de BGRF-fondsen door te zetten voor een nader te bepalen looptijd, zal Bouwfonds IM in dat geval voorstellen dat een andere beheerder gezocht zal moeten worden die het beheer dan ter hand zal nemen. De mogelijkheid bestaat ook dat Bouwfonds IM voor de nu nog resterende looptijd tot aan de in het prospectus beoogde verkoop van het vastgoed een andere beheerder voor zal stellen. Deze nieuwe beheerder zal dan het verkoopvoorstel van het vastgoed ter hand gaan nemen.

De gevolgen van de verkoop van het vastgoed zijn tevens per BGRF-fonds inzichtelijk gemaakt. Uitgangspunten bij de berekeningen zijn onder andere dat de benodigde verkooptijd per BGRF-fonds drie jaar zal bedragen en dat de kapitalisatiefactor van het vastgoed in de portefeuille gedurende de restlooptijd nog 4% zal stijgen ten opzichte van de kapitalisatiefactor ultimo 2014. Een portefeuilleopslag, zoals gerealiseerd kan worden in de eerder beschreven scenario's, zal naar verwachting bij verkoop van het vastgoed per BGRF-fonds niet gerealiseerd kunnen worden. In dit rekenvoorbeeld is een wijziging van de vergoedingenstructuur, zoals genoemd bij de verkoop van de participaties, niet van toepassing en derhalve is niet met deze kosten gerekend.

	Indicatie einduitkering	Verwachte overige uitkeringen	IRR	Gemiddeld enkelvoudig totaalrendement	Fondsl looptijd bij verkoop
BGRF CV	31.000	1.000	10,8%	13,9%	13,0
BGRF II CV	27.000	300	7,6%	9,6%	13,0
BGRF III CV	22.000	700	6,1%	6,9%	13,0
BGRF IV CV	14.000	0	1,2%	1,2%	13,0
BGRF V CV	21.000	1.700	5,8%	6,5%	13,0

Toelichting bij bovenstaande tabel:

Indicatie einduitkering: het bedrag in Euro's dat naar verwachting per participatie zal worden uitgekeerd bij verkoop van het vastgoed. In dit bedrag is onder andere rekening gehouden met de te verwachten verkoopkosten en de eventueel van toepassing zijnde performance fee voor de beheerder conform prospectus. Gedurende de periode van verkoop van de objecten worden alleen uitkeringen gedaan als gevolg van verkoop van objecten. Deze uitkeringen zijn samengenomen in één indicatieve einduitkering. In deze einduitkering is tevens het exploitatieresultaat verwerkt dat verwacht wordt gedurende de periode van verkoop.

Verwachte overige uitkeringen: dit betreft de verwachte winstuitkeringen als gevolg van het exploitatieresultaat gedurende de resterende looptijd van de fondsen tot aan de start van de verkoop.

2.6 Rechtspersoon als participant

De fiscale situatie zoals in de voorgaande hoofdstukken is beschreven geldt voor natuurlijke personen als participant. Voor rechtspersonen die deelnemen gelden andere fiscale regels. Onder andere de vrijstelling van de Duitse belasting op vermogenswinst, die in de inkomstenbelasting van toepassing is

wanneer een participatie minimaal 10 jaar wordt gehouden, geldt voor rechtspersonen niet. Dit impliceert dat er bij rechtspersonen altijd sprake is van belasting op vermogenswinst. Het fiscale verschil tussen verkoop van de participatie(s) van een rechtspersoon in 2015 en de verkoop op een later tijdstip zal derhalve veel kleiner zijn dan beschreven voor een natuurlijk persoon. De beheerder adviseert u contact op te nemen met uw fiscaal adviseur om de fiscale effecten voor uw situatie in beeld te brengen.

3 Besluitvorming

3.1 Verkoopproces

De kandidaat kopers kunnen alleen op de participaties van alle BGRF-fondsen bieden, maar moeten wel per BGRF-fonds een bod uitbrengen. De kandidaat kopers zal worden gevraagd om een bieding uit te brengen op de participaties, waarbij de levering in 2015 zal plaatsvinden. Tevens zal worden gevraagd tegen welke voorwaarden de kandidaat kopers bereid zijn om mee te werken aan een uitgestelde levering van de participaties van één of meerdere BGRF-fondsen. De beheerder zal de kopers en hun voorstellen beoordelen en de beste koper voor de beleggers selecteren. Daarbij zal niet alleen de prijs doorslaggevend zijn, maar ook de garanties die gegeven kunnen worden zodat de participaties ook daadwerkelijk afgenomen worden.

Wanneer duidelijk is welke kandidaat koper de beste bieding heeft gedaan, zal met deze koper een exclusief onderhandelingstraject gestart worden. Dit onderhandelstraject volgt doorgaans op een intentieovereenkomst tot koop. De kandidaat koper zal dan een due diligence starten aangaande ondermeer de staat van onderhoud van het vastgoed, de commerciële, civiele, fiscale en financiële positie van de BGRF-fondsen en de fiscale gevolgen van de overdracht van de participaties voor de koper.. Verder zullen de beperkt gerechtigden (zoals hypothecaire financiers) toestemming moeten geven aan de overgang van eigendom van de meerderheid van de participaties. Indien een bank dit zou weigeren dan zal de koper de BGRF-fondsen die de desbetreffende bank heeft gefinancierd, dienen te herfinancieren.

Zodra een koopovereenkomst gesloten is, ook als die ontbindende of opschortende voorwaarden bevat – doch in ieder geval onder de ontbindende voorwaarde dat geen toestemming wordt verkregen van de vennoten voor wijziging van de fondsvoorwaarden van de BGRF-fondsen, zullen vergaderingen van Vennoten worden uitgeschreven om de fondsvoorwaarden te wijzigen zodat de participaties kunnen worden overgedragen. Naar alle waarschijnlijkheid zullen de daarvoor noodzakelijke vergaderingen van Vennoten van de BGRF-fondsen plaatsvinden parallel aan de onderzoeken door de kopende partij.

In de aangekondigde extra vergadering van Vennoten van 4 maart 2015 zal de beheerder de participanten in de BGRF-fondsen toestemming vragen om een verkoopproces te initiëren met als doel een koper te vinden die de participaties van de huidige participanten zal overnemen. De beheerder vraagt daarbij de participanten aan te geven of zij in kunnen stemmen met een verkoop van de participaties in 2015 en/ of met een verkoop van de participaties na 10 jaar fondslooptijd en dat gemaakte kosten van beheerder en potentieel koper in verband met de voorgenomen verkoop voor rekening komen van de BGRF-fondsen in het geval de verkoop en levering van de participaties van de BGRF-fondsen niet geschiedt als gevolg van het niet verkrijgen van de toestemming van vennoten voor de vereiste aanpassing van de fondsvoorwaarden.

3.2 Risico's

Een specifiek risico dat voortvloeit uit het voorliggende voorstel is de situatie dat de vergaderingen van Vennoten van de BGRF-fondsen op 4 maart 2015 instemmen met het voorstel om de verkoop van de participaties conform deze toelichting, maar dat bij de vergaderingen van Vennoten om de fondsvoorwaarden te wijzigen geen toestemming verkregen wordt. In dat geval zijn de participaties niet

overdraagbaar en kunnen deze niet aan de koper geleverd worden. Uitgangspunt is om met potentiële kopers overeen te komen dat de door haar te maken due diligence kosten voor eigen rekening en risico komen, mocht de verkoop en levering van de participaties in de BGRF-fondsen geen doorgang hebben als het gevolg van het niet verkrijgen van vereiste toestemming van de vennoten voor aanpassing van de fondsvoorwaarden. Mocht dit echter niet haalbaar zijn, dan zullen de tot dan toe gemaakte kosten van (de externe adviseurs van) koper voor rekening komen van de BGRF-fondsen, uiteraard wordt in dit geval getracht de kosten van koper te beperken tot een zo laag mogelijk bedrag.

Naast het hiervoor genoemde specifieke risico, kunnen er andere oorzaken of redenen zijn waardoor de beoogde verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen niet door zou kunnen gaan. Hoewel de kans op het mislukken van de transactie klein geacht wordt, is dit nooit geheel uit te sluiten. De gevolgen van het eventueel mislukken van de beoogde transactie zijn geheel voor rekening en risico van de BGRF-fondsen.

3.3 Fondsvoorwaarden

De verkoop van de participaties, zoals de beheerder nu voorstelt, zal een transactie zijn waarbij één koper een bod uitbrengt op de participaties van alle BGRF-fondsen. Deze transactie kan alleen tot stand komen als de bestaande juridische structuur gewijzigd wordt van een CV in een FGR (fonds voor gemene rekening).

Bij de structurering van de BGRF-fondsen is gekozen om de participaties niet overdraagbaar te maken. De achtergrond hiervoor was de toen geldende regelgeving en de daarmee verband houdende veel zwaardere eisen aan een prospectus voor overdraagbare participaties. In de CV-overeenkomsten van de BGRF-fondsen is daarom opgenomen dat voor een wijziging van de voorwaarden teneinde de participaties overdraagbaar te maken, de toestemming van alle participanten vereist is. In de praktijk houdt dit in, mede gezien de grote aantallen participanten, dat de fondsvoorwaarden ten aanzien van het punt van de overdraagbaarheid niet gewijzigd kunnen worden. Toch is een mogelijkheid gevonden om effectief de overdraagbaarheid mogelijk te maken maar zonder de in de CV-overeenkomsten gestelde toestemming van alle participanten. Door aan de vennoten voor te stellen om de CV om te zetten in een FGR kunnen de fondsvoorwaarden zodanig gewijzigd worden dat de deelnemingen in de BGRF-fondsen wel overgedragen kunnen worden.

Voor het wijzigen van de fondsvoorwaarden dient in een vergadering van Vennoten minimaal de helft van het aantal stemmen vertegenwoordigd te zijn om met een meerderheid van stemmen een rechtsgeldig besluit te nemen. Indien dit benodigd aantal stemmen niet vertegenwoordigd blijkt, zal een tweede vergadering worden uitgeschreven. In deze tweede vergadering beslist de meerderheid van de in die vergadering vertegenwoordigde stemmen. Deze vergaderingen om de fondsvoorwaarden te wijzigen zullen worden uitgeschreven op het moment dat met grote waarschijnlijkheid een transactie tot stand gebracht kan worden.

Conform de huidige CV-overeenkomsten kan een besluit over de verkoop van het vastgoed genomen worden in een vergadering van Vennoten met een meerderheid van stemmen. Een minimale vertegenwoordiging van het totale aantal stemmen, een quorumvereiste, is niet van toepassing. De vennoten die niet stemmen en de vennoten die de minderheid van het aantal uitgebrachte stemmen vertegenwoordigen, volgen in dat geval het besluit dat de meerderheid heeft genomen.

3.4 Planning

De vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen van 4 maart 2015 geldt als start van het voorgenomen verkoopproces. Wanneer de vennoten op die datum voor het voornemen tot verkoop en levering van participaties stemmen (in 2015 of na 10 jaar looptijd) dan zullen naar verwachting

de verkoopovereenkomst rond 1 juli 2015 definitief kunnen zijn. Dit houdt in dat de wijziging van de fondsvoorwaarden tegen die tijd ook moeten zijn doorgevoerd. In het geval de verkoop van de participaties in 2015 het beste resultaat zou leveren dan zou de levering van de participaties ook rond 1 juli 2015 kunnen plaatsvinden. In het geval het beste verkoopresultaat bereikt zou worden met een uitgestelde levering, dan vindt de levering van de participaties plaats na 10 jaar looptijd van het desbetreffende BGRF-fonds.

4 Overwegingen

In de beschrijving van de twee exit scenario's heeft de beheerder weergegeven wat de minimale verwachtingen zijn ten aanzien van de verkoopopbrengsten van de participaties. Op basis van de indicatieve biedingen is een goede schatting te maken van de minimale verkoopprijzen van de scenario's, waarmee de ondergrens voor de eindwaarde per participatie grotendeels vastligt. Gezien de huidige gunstige beleggingsmarkt voor huurwoningen, meent de beheerder dat beide scenario's een aantrekkelijke mogelijkheid bieden om de belegging in de BGRF-fondsen af te sluiten.

Op basis van de aannames in de berekeningen is verkoop van de participaties na 10 jaar voor het rendement en de einduitkering het meest aantrekkelijk. De vraag is of er zich voor dit scenario een koper aandient die voldoende gekwalificeerd is om deze transactie succesvol af te kunnen ronden. Mocht dit niet het geval zijn dan is de beheerder van mening dat verkoop van de participaties in 2015 een grote mate van zekerheid biedt en dat de belastingdruk weliswaar de einduitkering drukt maar dat het behaalde rendement, op basis van de huidige verwachtingen, aantrekkelijker is dan het alternatief van verkoop van het vastgoed per BGRF-fonds conform prospectus.

Tijdens de informatieve vergadering van Vennoten van de BGRF-fondsen in april 2014, zijn prognoses voor de uitkomsten van verkoop van het vastgoed gegeven. De uitkomsten van dit scenario zijn sinds de genoemde vergadering van Vennoten duidelijk positiever geworden. De reden hiervoor is de aanname dat de prijzen gedurende de resterende looptijd sterker zullen stijgen dan eerder was aangenomen. Zoals beschreven worden de huidige hoge prijzen die voor woningbeleggingen betaald worden voor een deel verder aangejaagd door de zeer lage rente op dit moment. Mocht er verandering komen in deze lage rente, dan zal de prijsstijging van het vastgoed naar verwachting sterk gedempt worden, mogelijk zelfs negatief worden. Het scenario van verkoop van het vastgoed conform prospectus is derhalve het minst zekere scenario.

5 Conclusie

Bouwfonds IM, de beheerder, meent met het voorstel tot verkoop van de participaties van de BGRF-fondsen een aantrekkelijke mogelijkheid te hebben gecreëerd voor de participanten om hun belegging te verkopen. Bij een aantal BGRF-fondsen zal de belegging een hoger rendement genereren dan in het prospectus was aangenomen. Bij een enkel BGRF-fonds dient zich de mogelijkheid aan om een aanvankelijk teleurstellende belegging toch nog met een bescheiden positief rendement af te sluiten. Voor alle BGRF-fondsen geldt, naar de mening van de beheerder, dat het bundelen van de BGRF-fondsen aanzienlijke voordelen biedt ten opzichte van de situatie zoals die zou zijn wanneer ieder BGRF-fonds apart het vastgoed zou gaan verkopen. Dat deze samenloop van gunstige marktomstandigheden zich op een later moment weer of nog steeds zal voordoen acht de beheerder niet vanzelfsprekend.

Een mogelijke uitkomst van onderhandelingen met een koper is dat deze koper dermate hoge prijzen biedt voor het direct leveren van de participaties van alle BGRF-fondsen dat het fiscale nadeel meer dan gecompenseerd wordt ten opzichte van een bieding van een partij die bereid is de participaties na 10 jaar af te nemen.

Een andere mogelijkheid zou kunnen zijn dat een koper akkoord gaat met een uitgestelde levering (na 10 jaar looptijd) voor de eerste drie BGRF-fondsen, maar dat bijvoorbeeld de participaties van BGRF IV en V al in 2015 geleverd dienen te worden. Zoals inzichtelijk is gemaakt, is bij verkoop van de participaties in 2015, het fiscale nadeel in de eerste drie BGRF-fondsen het grootst. Het fiscale nadeel voor participanten in BGRF IV en V is een stuk kleiner. Ook is van die BGRF-fondsen de resterende tijd tot ommekomst van de looptijd van 10 jaar het langst. Toch zou het kunnen zijn dat een dergelijke bieding voor alle BGRF-fondsen een aantrekkelijk resultaat biedt.

Gebaseerd op de indicatieve biedingen die de beheerder heeft ontvangen, is de verwachting dat het beste bod zal komen van de kandidaat koper die aanbiedt om de participaties na 10 jaar looptijd over te nemen. De reden hiervoor is dat in het scenario van de verkoop van de participaties in 2015 de fiscale nadelen en de nadelen van de lopende leningen nu eenmaal groot zijn.

Gezien het feit dat het op dit moment niet zeker is met welk verkoopscenario uiteindelijk het beste resultaat voor de participanten behaald kan worden, zal het goedkeuren van beide verkoopscenario's resulteren in een sterkere onderhandelingspositie met potentiële kopers.

6 Disclaimer

Geen enkele garantie, uitdrukkelijk of impliciet, is gegeven of zal worden gegeven met betrekking tot de juistheid en volledigheid en haalbaarheid van de (toelichting op de) mogelijkheden tot verkoop van de participaties in de BGRF-fondsen. Aan voornoemd verkoopplan kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. De beheerder, de beherend vennoot, de managing director en de bewaarder aanvaarden in dit kader geen enkele aansprakelijkheid. Het staat u vanzelfsprekend vrij om dit verkoopplan te laten toetsen.

