

Participatie in scheepvaart-cv's: rendement en fiscaliteit

Harry Vos en Frans Tempelaar

SAMENVATTING Het participeren door particuliere beleggers in scheepvaart-cv's heeft in de afgelopen vijftien jaar een bloeiende ontwikkeling doorgemaakt. In dit artikel wordt de participatie in scheepvaart-cv's als financierings- en beleggingsvorm onderzocht. Het blijkt dat het rendement en het er mee gepaard gaande risico in belangrijke mate worden bepaald door de fiscaliteit. De relevante fiscale regelingen en hun betekenis voor het participeren in scheepvaart-cv's worden in het artikel nader toegelicht. De invloed van de fiscaliteit op rendement en risico van participaties in een scheepvaart-cv wordt vervolgens uitvoerig geïllustreerd met de financiële analyse van een casus.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Het participeren in scheepvaart-cv's heeft in de afgelopen vijftien jaar wezenlijk bijgedragen aan de groei van de Nederlandse handelsvloot. De aantrekkelijkheid van deze financierings- en beleggingsvorm blijkt vooral te berusten op fiscale faciliteiten. In het artikel wordt dit onderzocht aan de hand van een praktische caseanalyse.

1 Inleiding

Uit een folder in 1998: 'Een zeeschip: de drijvende kracht achter uw vermogen'. En de kop van een dagbladadvertentie in 2003 luidt: 'In volle vaart naar een rendement van 13,4%!' Aldus twee slogans in reclameboodschappen, waarmee het participeren in nieuw gelanceerde scheepvaart-cv's wordt aangeprezen.

In dit artikel geven wij een analyse van de participatie in scheepvaart-cv's als financierings- en beleggingsvorm (voortaan verkort genoteerd als: scheeps-cv-participatie). Dit financiële instrument is sinds het midden van de jaren negentig van de vorige eeuw op de Nederlandse onderhandse kapitaalmarkt voorhanden. In de periode van 1996 tot en met 2008 zijn 290 van dergelijke scheeps-cv-projecten op de markt gebracht, waarmee ongeveer € 1,3 miljard aan vermogen (in de vorm van commanditaire kapitaal) van beleggers is verkregen ten behoeve van de financiering van zeeschepen met een totaal investeringsbedrag van circa € 4 miljard.

Als gevolg van enkele bijzondere kenmerken vormt de scheeps-cv-participatie een interessant financieel instrument. De participaties worden uitgegeven door een commanditaire vennootschap (cv), die is opgericht voor de aanschaf en exploitatie van een zeeschip. Het initiatief tot de oprichting gaat in de regel uit van een rederij die via de cv als vermogensvrager (en als beherend vennoot) optreedt. De vermogensverschaffers treden op basis van hun beleggingsinbreng toe als commanditaire vennoten, en zijn vervolgens gerechtigd tot hun evenredig deel van de jaarlijkse winst en het toekomstig liquidatievermogen van de cv.

Het specifieke karakter van het onderhavige instrument vloeit voort uit de in principe vaststaande en beperkte looptijd van de participatie (variërend van vijf tot twaalf jaar, waarbij er als regel geen tussentijdse handel in participaties is) en uit de gekozen rechtsvorm, de cv. Deze impliceert dat de belegger in fiscaal opzicht als ondernemer kan worden aangemerkt, waarbij de toepasselijke fiscaliteit in het geval van scheeps-cv's enkele bijzondere regelingen kent (die bovendien in de loop van de tijd nader zijn aangepast).¹ De rol van de fiscaliteit en de specifieke structuur van de kasstromen van scheeps-cv's maken de participaties tot een intrigerend financieel instrument.

Het oogmerk van dit artikel is tweeledig. Wij beogen (a) een samenhangend inzicht te geven in de kenmerken van scheeps-cv-participaties, en (b) een wijze te tonen waarop een financiële analyse van de participaties kan worden gemaakt die recht doet aan de rol van de fiscaliteit.

In paragraaf 2 wordt beknopt aandacht besteed aan de scheepsfinanciering in Nederland in het algemeen. In paragraaf 3 worden de relevante juridische en fiscale aspecten samengevat. Voor een nadere toelichting zal daarbij worden verwezen naar drie afzonderlijke 'kaders' die in een bijlage zijn opgenomen. Aan de hand van een numeriek voorbeeld tonen wij in paragraaf 4 een analyse van de relevante kasstromen en het rendement van een scheeps-cv-participatie. Daarbij is er uiteraard expliciete

aandacht voor de invloed van het toepasselijke fiscale regime. In paragraaf 5 gaan we in op diverse elementen (waaronder het risico) die van belang zijn voor een ratio-nale beslissing ten aanzien van het participeren in scheepvaart-cv's. Het artikel wordt besloten met een concluderende beschouwing in paragraaf 6.

2 Scheepsfinanciering in Nederland

De investering in een zeeschip leidt tot een aanzienlijke financieringsbehoefte. Van oudsher bestaat er in dit verband voor de verkrijging van vreemd vermogen het instituut van de scheepshypotheek. Uiteraard vraagt een dergelijke financiering om een complementaire inbreng van eigen vermogen. Voor de verkrijging van dit risicodragend vermogen werd in het verleden door de reder een beroep gedaan op met zijn bedrijf en/of persoon verbonden partijen, zoals familieleden, de scheepsbouwer, de leverancier van scheepsmotoren, bevrachters en verladers.

De zeescheepvaart is een bedrijfstak die naar zijn aard te maken heeft met sterke internationale concurrentie. De Nederlandse overheid is zich altijd bewust geweest van het belang van de maritieme bedrijfstak, waarbinnen zeescheepvaartondernemingen een centrale plaats innemen.² Dit onderkende belang heeft ertoe geleid – evenals dat in andere landen het geval is – dat er in de loop van de tijd een scala aan steunmaatregelen door de overheid is getroffen (Vermeend en Prinsen, 2005). Toen deze in het midden van de vorige eeuw de vorm kregen van fiscale tegemoetkomingen in de winstfeer, werd het ook voor niet met de scheepvaart verbonden partijen interessant om te participeren in de financiering en exploitatie van zeeschepen.

De fiscale ondersteuning heeft medio jaren negentig van de vorige eeuw een eigen dynamiek gekregen toen de staatssecretaris van Financiën een actief ondersteunend beleid is gaan voeren. Daarmee is de weg vrijgemaakt voor een bloeiende ontwikkeling van scheeps-cv's, waarvan de participaties aan een breed publiek worden aangeboden. Op basis van door ons verzamelde gegevens (zie ook kader 1) kan worden geconcludeerd dat er gedurende de jaren 1996

tot en met 2008 ongeveer 290 scheeps-cv-projecten zijn te onderscheiden, waarmee door rederijen circa € 1,3 miljard commanditair kapitaal is verworven voor de financiering van zeeschepen met een totaal investeringsbedrag van ongeveer € 4 miljard.

Kader 1: Toelichting gegevens

De gegevens omtrent de projecten zijn primair ontleend aan door ons verzamelde prospectussen, en tevens aan vakliteratuur (Van Boom, 1999; Schakelaar en Wortelboer, 2005) en aan de websites van diverse emissiehuizen of betrokken rederijen en agenten. Met name de volgende partijen (emissiehuizen en rederijen die hun emissies zelf verzorgen) waren in dit verband actief gedurende de betrokken periode: De Verenigde Compagnieën, Flinter, Holwerda, JR Shipping, MPC/Hanzevast, OK Invest, Universal Marine, VNC Zeervaert. Daarnaast zijn er partijen die incidenteel plaatsingen hebben verzorgd.

Naar ons oordeel zijn de gegevens voor 2007 en 2008 compleet, en geven onze cijfers voor de jaren 1996 tot en met 2006 een nauwkeurige benadering. Voor de volledigheid merken wij op dat het uitsluitend om openbare plaatsingen gaat waarmee 'anonieme' beleggers zijn gezocht. Onderhandse plaatsingen 'in beperkte kring' zijn buiten beschouwing gelaten.

Tabel 1 toont de kerncijfers van de scheeps-cv-projecten over de periode 1996 tot en met 2008, waarbij de cijfers voor de recente jaren 2007 en 2008 afzonderlijk zijn vermeld. Merk op dat de bedragen in de tabel onder 'Totale investering' niet slechts betrekking hebben op investeringen in schepen. Van het totale bedrag over de gehele periode ad € 4,184 miljard heeft kennelijk 150 à 200 miljoen euro betrekking op investeringen wegens werkkapitaal en te dekken projectkosten (gegeven het reeds genoemde totale investeringsbedrag in schepen van € 4 miljard).

Uit de gegevens voor 2007 en 2008 blijkt dat over deze jaren de gemiddelde investering per project € 22,8 miljoen bedraagt, waarvan € 7,3 miljoen (= 32%) is gefinancierd met door beleggers ingebracht commanditair kapitaal. De gemiddelde leverage van de projecten – afgemeten aan de debt ratio binnen de financiering – bedraagt over de beide jaren 65%. Deze gemiddelde schuldverhouding geldt ook

Tabel 1 Kerncijfers scheeps-cv-projecten, periode 1996 tot en met 2008

Jaren	Geplaatste projecten	Geworven comm. kapitaal	Totale investering	Totale financiering	
				Eigen vermogen	Vreemd vermogen
1996-2006	249	€ 1000 mln	€ 3251 mln	€ 1138 mln	€ 2113 mln
2007	22	€ 153 mln	€ 479 mln	€ 169 mln	€ 310 mln
2008	19	€ 147 mln	€ 454 mln	€ 157 mln	€ 297 mln
Totaal	290	€ 1300 mln	€ 4184 mln	€ 1464 mln	€ 2720 mln

Toelichting: *Geworven comm. kapitaal* duidt op de van 'externe' beleggers als commanditair kapitaal verkregen middelen. Daarnaast omvat het *eigen vermogen* van een cv ook de inbreng van de betrokken reder en van de bv die als beherend vennoten optreedt. *Totale investering* is de som van de investering in de schepen en die vanwege benodigd werkkapitaal en projectkosten.

voor de periode 1996 tot en met 2006. Het valt op dat in deze voorgaande periode de gemiddelde investering per project aanzienlijk lager is, te weten € 13,1 miljoen³; de relatieve inbreng van commanditair kapitaal over dit tijdvak is 31% en verschilt daarmee niet substantieel van die in de jaren 2007 en 2008.

De emissiemarkt voor scheeps-cv-participaties heeft zich ontwikkeld tot een professionele markt. Sommige reders verzorgen de plaatsingen zelf. In andere gevallen treden emissiehuizen op als intermediairs die zich op dit terrein als specialisten hebben ontwikkeld. Per project wordt een prospectus uitgegeven om potentiële participanten te informeren. In de loop der jaren is de inhoud van deze prospectussen geleidelijk professioneler van aard geworden, met onder andere meer aandacht voor prognoserendementen en de daaraan ten grondslag liggende informatie. In dit verband is het evenwel opmerkelijk dat het rendement in de prospectussen vooral op een simplistische wijze wordt weergegeven als een enkelvoudig (= niet-samengesteld) rendement.⁴ Om die reden kan weinig betekenis worden gehecht aan het gemiddelde prognoserendement van ongeveer 11%, dat over de jaren 2007 en 2008 uit de prospectussen kan worden afgeleid. In paragraaf 4.1, kader 2, wordt het enkelvoudig rendement beknopt toegelicht.

Ten slotte: hoe heeft de onderhavige markt zich in 2008 ontwikkeld? Tot het midden van dat jaar zijn de plaatsingen voorspoedig verlopen (in enkele gevallen was het project al vóór de verschijning van het prospectus 'volgeboekt' op basis van een voorafgaande openbare aankondiging). Maar als gevolg van de financiële crisis is er in de tweede helft van het jaar abrupt de klad in gekomen, en zijn bijvoorbeeld twee projecten weer 'uit de markt gehaald'. Een nieuw 'fiscaal regime 2009' kwam als geroepen om de markt weer in beweging te brengen. Maar hoewel de vernieuwde fiscale impuls de onderhavige emissiemarkt in 2009 duidelijk heeft gestimuleerd, is het jaarvolume onder het niveau van de jaren 2007 en 2008 gebleven. Zoals in noot 1 is toegelicht, laten wij in dit artikel de ontwikkeling van de scheeps-cv na 2008 verder buiten beschouwing.

3 Juridische en fiscale aspecten

Participaties in scheeps-cv's zijn in de afgelopen vijftien jaar populair geworden bij particuliere beleggers vanwege de fiscale voordelen die eraan verbonden zijn. Gebruikmakend van een passend juridisch kader (*legal engineering*) is door aanbieders gezocht naar een optimale fiscale constructie (*fiscal engineering*), teneinde de participant een relatief hoog verwacht rendement na belastingen te kunnen bieden. Het is voor een goed begrip van de voorspoedige ontwikkeling van – alsmede voor de financiële analyse van – het participeren in scheeps-cv's dan ook belangrijk enig inzicht te

hebben in de juridische en fiscale achtergronden. De hiertoe relevante informatie is vervat in de kaders 3, 4 en 5 in de bijlage aan het einde van het artikel.

Voor de continuïteit van het betoog geven we een opsomming van de belangrijkste punten (waarbij voor nadere toelichting wordt verwezen naar de genoemde bijlage):

- De herziening van het belastingstelsel per 2001 heeft gevolgen voor de fiscale positie van commanditaire vennoten. Op grond hiervan moet voor de periode 1996-2008 een onderscheid worden gemaakt tussen een 'oud' en een 'nieuw' belastingregime.
- Uit de overeenkomst die ten grondslag ligt aan een cv, vloeit onder meer voort of er sprake is van een besloten of een open cv. Dit onderscheid heeft fiscale implicaties.
- In het geval van een open cv geldt het fiscale regime van de vennootschapsbelasting (VpB). (Daarnaast zijn de afzonderlijke vennoten ook inkomstenbelasting verschuldigd). Commanditaire vennoten in een besloten cv zijn over hun aandeel in de winst van de cv inkomstenbelasting (IB) verschuldigd. Het betreft hier het regime dat van kracht was sinds 1964 (IB1964), dan wel het herziene stelsel per 2001 (IB2001).
- Onder het oude regime IB1964 wordt de verschuldigde belasting mede beïnvloed door een investeringsaftrek, meer specifiek de zogenoemde kleinschaligheidsinvesteringsaftrek.
- Onder het regime IB1964 kan een ondernemer – en dus ook een commanditaire vennoot in een besloten cv – gebruikmaken van een fiscale stakingsvrijstelling in geval van het beëindigen van de onderneming.
- Per 1996 is er voor de fiscale winstbepaling bij de exploitatie van zeeschepen de mogelijkheid tot toepassing van een specifieke belastinggrondslag ingevoerd, die is gerelateerd aan de tonnage van het schip: het tonnageregime (ook wel 'tonnagetax' genoemd).
- Onder het nieuwe regime IB2001 wordt over het spaaren beleggingsvermogen van belastingplichtigen een vermogensrendementsheffing opgelegd. (Deze heffing geldt niet voor fiscaal ondernemingsvermogen).

Op basis van de diverse determinanten die in de voorgaande opsomming zijn opgenomen, kunnen acht verschillende varianten worden geconstrueerd van het specifieke fiscale regime waaronder een (Nederlandse) participant/belegger in een (Nederlandse) scheeps-cv als commanditaire vennoot kan vallen. Deze worden schematisch weergegeven als de varianten A t/m H in tabel 2.

In de praktijk krijgen vooral twee varianten de aandacht, die het relatief 'beste' beleggingsresultaat na belasting impliceren⁵, te weten:

Onder het oude belastingregime: variant A, via een besloten cv, waarbij gebruik wordt gemaakt van investeringsaftrek,

Tabel 2 Varianten van het fiscaal regime voor participaties in scheeps-cv's (periode 1996-2008)

Variant:	Oude belastingregime, vóór 2001				Nieuwe belastingregime, vanaf 2001			
	A	B	C	D	E	E	G	H
Soort cv	besloten	open	besloten	open	besloten	open	besloten	open
Winstbelasting	IB 1964	VpB	tonnage	tonnage	IB 2001	VpB	tonnage	tonnage
Investeringsaftrek	ja	nee	nee	nee				
Stakingsvrijstelling	ja	nee	nee	nee				
Verm. rend. heffing					nee	ja	nee	ja

Toelichting: De genoemde determinanten en hun kenmerken zijn volgens de beschrijvingen in de voorgaande punten in de tekst. De *arcering* van bepaalde cellen wil zeggen: niet van toepassing. Bij variant A zouden twee subvarianten kunnen worden onderscheiden, met respectievelijk een hoge en een lage *stakingsvrijstelling*; voor zover relevant wordt in het vervolg de *hoge* vrijstelling aangenomen (zie ook kader 5 in de bijlage).

maximaal toegestane fiscale afschrijving en stakingsvrijstelling.

Onder het nieuwe belastingregime: variant G, via een besloten cv, waarbij het tonnagesysteem wordt toegepast, bij niet-toepasselijk zijn van vermogensrendementsheffing.

In het vervolg van dit artikel nemen we specifiek deze beide varianten in beschouwing.

4 Uitwerking van een casus

Teneinde de financiële kenmerken van participaties in scheeps-cv's te kunnen toelichten en deze te kunnen analyseren, maken we gebruik van een getallenvoorbeeld. Het voorbeeld is gestileerd, maar niettemin geïnspireerd door de kenmerken en relatieve getalsverhoudingen die we in prospectussen hebben aangetroffen.

4.1 De casus

Het project betreft een zeeschip met een netto tonnage van 2900. De aanschafprijs is € 18 mln. De exploitatie vergt een vastlegging in werkkapitaal van € 100.000. De totale investering bedraagt derhalve € 18,1 mln. (de eerder genoemde projectkosten worden op nihil gesteld).

De verwachte exploitatieopbrengsten van het schip zijn € 3 mln. per jaar, en de *out-of-pocket* exploitatiekosten (dus exclusief afschrijving) vóór aftrek van interest zijn naar verwachting € 1,4 mln. per jaar. Het schip wordt zes jaar geëxploiteerd en zal daarna worden verkocht. De verwachte verkoopprijs na zes jaar is € 14 mln.

Voor de aanschaf en exploitatie van het schip is een cv opgericht, waarvan het kapitaal is opgedeeld in participaties van € 25.000 per stuk.⁶ De financieringsstructuur dient minimaal 35% eigen vermogen te omvatten,

Tabel 3 Overzicht van kasstromen vóór belasting, voor het eigen vermogen (bedragen in € 1000)

Jaar	0	1	2	3	4	5	6
Investering in schip	-18.000						
Investering in werkkapitaal	-100						
Exploitatie-opbrengst		3000	3000	3000	3000	3000	3000
Exploitatiekosten		-1400	-1400	-1400	-1400	-1400	-1400
Exploitatiekasstroom		1600	1600	1600	1600	1600	1600
Financiering uit lening	11.700						
Interest lening		-686	-644	-602	-560	-518	-476
Aflossing lening		-700	-700	-700	-700	-700	-700
Aflossing restschuld lening							-7500
Verkoopopbrengst schip							14.000
Vrijkomend werkkapitaal							100
Netto kasstroom vóór belasting, gerelateerd aan eigen vermogen	-6400	214	256	298	340	382	7024

Toelichting: *Exploitatiekasstroom* is het verschil tussen de exploitatie-opbrengst en de exploitatiekosten. De invloed van inflatie wordt buiten beschouwing gelaten. Ter vereenvoudiging van navolgende berekeningen wordt aangenomen dat alle kasstromen per einde van het jaar zijn.

Tabel 4 Netto kasstromen per participatie (vóór aftrek van belasting)

Jaar	0	1	2	3	4	5	6	Totaal
Netto kasstroom vóór belasting, per participatie	€ -25.000	€ 835	€ 999	€ 1163	€ 1327	€ 1491	€ 27.437	€ 8252

waartoe € 6,4 mln. moet worden aangetrokken via de uitgifte van 256 participaties. De initiatiefnemer, tevens behorend vennoot, neemt één participatie, zodat er van externe beleggers via de uitgifte van 255 participaties een totaal commanditair kapitaal van € 6,375 mln. moet worden verkregen. Het vreemd vermogen wordt aangetrokken in de vorm van een 6%-lening van € 11,7 mln., met een looptijd van zes jaar. Per jaar wordt € 700.000 afgelost.⁷ De af te lossen restschuld na zes jaar bedraagt € 7,5 mln.

4.2 Analyse vóór aftrek van belastingen

Op basis van de gegevens volgens paragraaf 4.1 worden in tabel 3 de netto kasstromen vóór belastingen bepaald, die zijn gerelateerd aan het eigen vermogen van de cv als geheel.

Deze resulterende netto kasstromen zijn bepaald op een wijze die overeenkomt met de zogenoemde *flow-to-equity approach*, volgens een analyse van de ondernemingsfinanciering; zie bijvoorbeeld Ross e.a. (2008, pp. 490-491).

Gegeven het aantal participaties van 256, volgt de reeks netto kasstromen per participatie in tabel 4.

Uit de netto kasstromen voor de jaren 0 tot en met 6 – negeer vooralsnog de kolom ‘Totaal’ – kan een interne rentabiliteit (*internal rate of return*, bepaald op *discounted-cashflow-basis*) worden bepaald van 5,34%. Oftewel, de belegging in een participatie levert een verwachte interne rentabiliteit vóór belasting op van ruim 5,3%.

Kader 2: Enkelvoudig rendement

In het laatste deel van paragraaf 2 is gewezen op het enkelvoudig rendement, dat in prospectussen als maatstaf wordt gebruikt. Hoe kan dit worden bepaald uit de voorgaande reeks kasstromen?

Daartoe bezien wij in tabel 4 de rechterkolom ‘Totaal’, waarin de cumulatieve waarde van de kasstromen is vermeld (inclusief de negatieve kasstroom van jaar 0). Deze waarde vormt het surplus dat per saldo resteert nadat het initiële participatiebedrag van € 25.000 is ‘terugverdiend’. Het enkelvoudig rendement kan worden bepaald door het gemiddelde surplus per jaar (dit is $8252/6 = € 1375$) te delen door het participatiebedrag. Oftewel: $ER = 1.375/25.000 = 5,50\%$. Het moge duidelijk zijn dat deze berekening op gespannen voet staat met het *discounted-cashflow-principe*.

Het is thans zaak de analyse uit te breiden met belastingheffing en de daaraan verbonden aspecten zoals fiscale afschrijving en dergelijke. Gelet op de overwegingen bij tabel 2, moeten we in dit verband een onderscheid maken tussen de situatie volgens het oude belastingregime en die volgens het nieuwe.

4.3 Analyse na belastingen volgens oude regime

Zoals is toegelicht aan het einde van paragraaf 3, baseren wij ons in dit geval op de fiscale situatie volgens de variant A in tabel 2.

De participant/belegger is commanditaire vennoot in een besloten cv, en is jaarlijks inkomstenbelasting (volgens IB1964) verschuldigd over zijn/haar aandeel in de winst van de cv. Vanwege het besloten karakter van de cv wordt de belegger in fiscaal opzicht aangemerkt als ondernemer.⁸ Op grond daarvan kan hij gebruikmaken van investeringsaftrek, van fiscale afschrijving en van stakingsvrijstelling. Bij de berekeningen gaan wij uit van een marginale belastingvoet van 50% (aan het einde van de jaren negentig het tarief van de op één na hoogste belastingsschijf). Er wordt verondersteld dat de belegger één participatie koopt en aanhoudt, en dat hij uit andere hoofde een zodanig belastbaar inkomen heeft dat eventuele belastingbesparingen uit zijn participatie in de cv direct en effectief kunnen worden gerealiseerd.

In de navolgende tabel 5 wordt per participatie de belasting bepaald voor elk jaar van de looptijd. De investeringsaftrek bedraagt 19%, conform kader 5 in de bijlage. De jaarlijks toegestane fiscale afschrijving op het schip bedraagt 11,8% van de boekwaarde per begin van het jaar. Gegeven deze afschrijving zal het schip aan het einde van de periode een fiscale boekwaarde hebben van bijna € 8,5 mln. Derhalve wordt bij de verwachte verkoopopbrengst van € 14 mln. een fiscale boekwinst behaald, die per participatie € 21.586 bedraagt. Deze boekwinst zal grotendeels kunnen worden gecompenseerd met de stakingsvrijstelling (wij nemen aan dat de participant op grond van zijn leeftijd in aanmerking komt voor de hoge vrijstelling; zie kader 5 in de bijlage).

Uit de onderste regel van tabel 5 blijkt dat het oude belastingregime (in de genoemde variant A) de belegger in de onderhavige participatie per saldo een substantieel fiscaal voordeel oplevert. Er is sprake van relatief aanzienlijke

Tabel 5 Bepaling van inkomstenbelasting *per participatie*; oude regime, IB1964 (bedragen in €)

Jaar	0	1	2	3	4	5	6
Exploitatieresultaat (vóór afschrijving) minus interest		913.750	955.750	997.750	1.039.750	1.081.750	1.123.750
Idem, per participatie		3569	3733	3897	4062	4226	4.390
Belasting, verschuldigd [1]		-1785	-1867	-1949	-2031	-2113	-2195
Fiscale afschrijving schip		2.124.000	1.873.368	1.652.311	1.457.338	1.285.372	1.133.698
Idem, per participatie		8297	7318	6454	5693	5021	4429
Belasting, compensatie [2]		4148	3659	3227	2846	2510	2214
Investeringsbedrag schip	18.000.000						
Idem, per participatie	70.313						
Investeringsaftrek (19%)	13.359						
Belasting, compensatie [3]	6680						
Boekwinst verkoop schip							5.526.087
Idem, per participatie							21.586
Stakingsvrijstelling (hoog)							20.420
Belasting, verschuldigd [4]							-583
Netto belastingenvoordeel per participatie, =[1]+[2]+[3]+[4]	6680	2364	1792	1278	816	398	-564

Toelichting: De toegepaste *belastingvoet* is 50%. *Exploitatieresultaat (vóór afschrijving) minus interest* is afgeleid uit de onafgeronde cijfers van tabel 3. *Fiscale afschrijving schip* is 11,8% van de boekwaarde aan het begin van het betrokken jaar. Het percentage, evenals de *investeringsaftrek* en *stakingsvrijstelling*, is ontleend aan kader 5 in de bijlage. *Boekwinst verkoop schip* is gebaseerd op de fiscale boekwaarde van € 8.473.913 aan het einde van jaar 6.

tax shields, die wezenlijk bijdragen aan de uiteindelijk verwachte netto kasstromen na belastingen uit hoofde van de participatie in de scheeps-cv. Deze netto kasstromen zijn weergegeven in tabel 6.

Uit de reeks kasstromen na belastingen kan een interne rentabiliteit worden bepaald van 17,7%. Vergelijken wij deze met de eerder bepaalde interne rentabiliteit vóór belasting van ruim 5,3%, dan blijkt dat het toepasselijke fiscaal regime substantieel bijdraagt aan het rendement. Met andere woorden, de aantrekkelijkheid van de onderhavige participatie berust in hoge mate op de vigerende fiscaliteit!

4.4 Analyse na belasting volgens nieuwe regime

Voor een analyse van de invloed van de fiscaliteit volgens het nieuwe regime kiezen we voor de variant G volgens tabel 2. In deze situatie wordt het tonnageregime toegepast ter bepaling van de belastbare winst. Voor de belasting geldt het herziene stelsel IB2001; daarbinnen kiezen we voor het marginale tarief van 42% (dat kan worden beschouwd als de vervanging van het 50%-tarief volgens IB1964 naar de toestand van het jaar 2000).

Het schip heeft een tonnage van 2900, volgens de desbetreffende regeling (zie kader 5 in de bijlage) af te ronden op 2000 ton. Het winsttarief per dag per 2000 ton is in dit geval € 15,89. De forfaitaire jaarwinst uit de exploitatie van het

Tabel 6 Netto kasstromen per participatie, *na* belasting, *oude* regime (Variant A, IB1964)

Jaar	0	1	2	3	4	5	6
Netto kasstroom, vóór belasting (van tabel 4)	€ -25.000	€ 835	€ 999	€ 1163	€ 1327	€ 1491	€ 27.437
Netto kasstroom wegens belasting (tabel 5)	€ 6680	€ 2364	€ 1792	€ 1278	€ 816	€ 398	€ -564
Netto kasstroom voor de participant, na belasting	€ -18.320	€ 3199	€ 2791	€ 2442	€ 2143	€ 1889	€ 26.873

Tabel 7 Netto kasstromen per participatie, na belasting, nieuwe regime (Variant G, IB2001)

Jaar	0	1	2	3	4	5	6
Netto kasstroom, vóór belasting (van tabel 4)	€ -25.000	€ 835	€ 999	€ 1163	€ 1327	€ 1491	€ 27.437
Belasting		€ -10	€ -10	€ -10	€ -10	€ -10	€ -10
Netto kasstroom voor de participant, na belasting	€ -25.000	€ 825	€ 990	€ 1154	€ 1318	€ 1482	€ 27.427

schip wordt derhalve $365 \cdot 15,89 = € 5800$. Per participatie is de fiscale jaarwinst € 22,66 (!). De belasting hierover bedraagt € 9,52 per jaar. Aldus kan de volgende reeks netto kasstromen na belasting worden afgeleid, zie tabel 7 (bij optelling doen zich afrondingsverschillen voor).⁹

Het is duidelijk dat het nieuwe regime aanzienlijk minder gunstig uitpakt voor de participant dan het oude regime. Weliswaar is de fiscale jaarwinst – en daarmee de belasting – onder het tonnageregime buitengewoon laag, maar er is niet langer sprake van lucratieve tax shields zoals die in de voorgaande subparagraaf zijn afgeleid (tabel 5).

Uit de netto kasstromen volgens tabel 7 kan een interne rentabiliteit na belasting worden vastgesteld van 5,32%. Deze is – zoals te verwachten was – nauwelijks lager dan de eerder bepaalde interne rentabiliteit vóór belasting (5,34%), maar blijft uiteraard ver achter bij de 17,7% die in paragraaf 4.3 is bepaald voor (variant A van) het oude regime. De herziening van het belastingstelsel per 2001 heeft het beleggen in scheeps-cv-participaties klaarblijkelijk geen goed gedaan.

5 Analyse van rendement en risico

De constatering aan het slot van de vorige paragraaf vraagt om een nadere analyse. Immers, de netto kasstromen waarop de berekende interne rentabiliteiten zijn gebaseerd, berusten op verwachtingen inzake – onder meer – de resultaten van de exploitatie en de toekomstige verkoop van het schip. Het is de vraag in hoeverre de onzekerheid waarmee deze verwachtingen zijn omgeven, van invloed is op de mate waarin het nieuwe belastingregime tot een minder aantrekkelijk beleggingsresultaat leidt dan het oude regime. Meer in het algemeen gaat het er om op welke wijze de onzekerheid het participeren in scheeps-cv's beïnvloedt en hoe deze invloed expliciet tot uitdrukking kan worden gebracht.

5.1 Risico's van participatie in een scheeps-cv

In het voorgaande is gebleken dat participaties in scheeps-cv's 'fiscaal gedreven' beleggingsinstrumenten zijn. Vandaar dat een scheeps-cv voor de participerende belegger kan worden beschouwd (zoals ook wordt geïllustreerd door tabel 6) als een cashflowgenerator met twee bronnen: de bedrijfsvoering van de onderneming en de 'werking' van

de fiscaliteit. Voor een nadere duiding van het risico is het belangrijk de kasstromen uit hoofde van de bedrijfsvoering te onderscheiden in twee componenten, te weten: de (aanschaf en) exploitatie van het schip, en de toekomstige verkoop ervan.¹⁰

De financiële uitkomsten van de exploitatie zijn naar hun aard onderhevig aan risico's. Overigens kunnen deze risico's bij de exploitatie door scheeps-cv's tot op zekere hoogte worden beperkt door het afsluiten van langlopende contracten met derden (zoals charterovereenkomsten). De geschatte verkoopopbrengst van het schip aan het einde van de periode waarvoor de cv is aangegaan, is omgeven door grote onzekerheid als gevolg van het hoge bedrijfsrisico van de conjunctuurgevoelige maritieme bedrijfstak. Daar komt bij dat de toekomstige verkoopopbrengst in de meeste gevallen een grote invloed heeft op het verwachte beleggingsrendement van de commanditaire vennoten.

Ter illustratie: in de casus bedraagt de toekomstige verkoopopbrengst van het schip € 14 mln. Zou deze slechts € 12 mln. zijn (overige bedragen gelijkblijvend), dan zou de interne rentabiliteit onder het oude belastingregime (paragraaf 4.3) geen 17,7% zijn, maar 13,2%¹¹; en onder het nieuwe regime (paragraaf 4.4) zou deze rentabiliteit terugvallen van 5,3% tot 0,3%. Zou daarentegen de verkoopopbrengst hoger zijn op € 16 mln., dan bedragen de genoemde rentabiliteiten respectievelijk 19,7% en 9,3%. De interne rentabiliteit blijkt derhalve nogal gevoelig te zijn voor de hoogte van de verkoopopbrengst van het schip (met name onder het nieuwe belastingregime), terwijl bij uitstek dit bedrag ten tijde van het aangaan van het project in hoge mate onzeker zal zijn.

Naast deze en andere bedrijfsrisico's leidt ook de onzekerheid omtrent toekomstige fiscale ontwikkelingen tot een rendementsrisico voor de belegger – zie in dit verband het effect van de fiscale stelselwijziging per 2001. Weliswaar wordt er bij fiscale aanpassingen in de regel voorzien in een overgangsregime, maar dat neemt niet weg dat participerende beleggers niet op voorhand kunnen uitgaan van een onveranderlijke fiscale behandeling van hun belegging gedurende de looptijd. Dit klemt des te meer naarmate de looptijd langer is (deze kan in de praktijk oplopen tot

twaalf jaar) en er geen tussentijdse verhandeling van participaties mogelijk is. Dit laatste is bij de besloten cv in de praktijk het geval: de belegger als commanditaire vennoot is in de regel gebonden aan de scheeps-cv gedurende de gehele looptijd van het project.

Dit laatste is de reden dat wij er ook in het navolgende van uit gaan dat beleggers hun participaties gedurende de gehele looptijd aanhouden.

5.2 Nadere analyse van de casus

In de praktijk is het prospectus van een scheeps-cv voor de potentiële participant een belangrijke bron van informatie.¹² In paragraaf 2 is aangegeven dat de kwaliteit van de prospectussen in de loop van de tijd is verbeterd, onder meer vanwege een toegenomen aandacht voor financiële prognoses van de projecten. Het verwachte rendement van de prognoses wordt in een deel van de prospectussen samengevat in een cijfer van de interne rentabiliteit. Daarnaast wordt de rendementsverwachting in vrijwel alle gevallen weergegeven als een 'enkelvoudig rendement' (zie kader 2 in paragraaf 4.2) en wordt er slechts op verbale wijze aandacht besteed aan de beleggingsrisico's. Om deze reden bieden de verzamelde prospectussen weinig houvast voor een analytische weergave van het risico in relatie tot het rendement. Wij kiezen er dan ook voor de naar onze mening bruikbare weergave te illustreren aan de hand van de tot dusverre gevolgde casus.

5.2.1 Onzekerheid en de interne rentabiliteit

In paragraaf 4 is voor de casus de interne rentabiliteit (IR) bepaald: IR = 17,7% onder het oude belastingregime (variant A) en IR = 5,3% onder het nieuwe regime (variant G). Aangezien de in tabel 3 opgenomen toekomstige bedragen uit de exploitatie en de verkoop van het schip omgeven zijn door onzekerheid, zijn ook de uiteindelijke netto kasstromen in de tabellen 6 en 7 onzeker, en daarmee ook de eruit afgeleide rentabiliteiten. We kunnen de invloed van deze onzekerheid op de volgende gestileerde wijze tot uitdrukking brengen.

De in tabel 3 gegeven exploitatiekasstromen (€ 1,6 mln. per jaar) en de verkoopopbrengst van het schip (€ 14 mln. in

jaar 6) beschouwen wij als de neutrale verwachting. Daarnaast is er een optimistische verwachting, volgens welke de exploitatiekasstromen 10% hoger zullen liggen en de verkoopopbrengst 15% hoger; en een pessimistische verwachting, waarbij de onderhavige bedragen respectievelijk 10% en 15% lager zijn dan bij de neutrale verwachting. Wanneer we deze beide alternatieve verwachtingen achtereenvolgens zouden verwerken in de voorgaande tabellen 5, 6 en 7, en voor alle gevallen de interne rentabiliteiten na belastingen bepalen, ontstaat het beeld volgens tabel 8.

Het blijkt dat er rond de neutraal-verwachte uitkomsten van de interne rentabiliteit een relatief grote spreiding bestaat, die bovendien asymmetrisch is (hoewel de pessimistische en optimistische verwachtingen zich symmetrisch rond de neutrale verwachting bevinden, wijkt de 'pessimistische IR' in neerwaartse zin sterker af van de 'neutrale IR' dan dat de 'optimistische IR' dat in opwaartse zin doet). Maar bovenal blijkt dat de spreiding van de rentabiliteitscijfers onder het nieuwe regime zowel absoluut als met name relatief aanzienlijk groter is dan onder het oude regime. Dit wordt treffend geïllustreerd door de variatiecoëfficiënten in de rechter kolom van tabel 8, die zijn bepaald als respectievelijk $(21,3 - 11,2)/17,7 = 0,57$ en $(11,7 + 2,8)/5,3 = 2,74$. De relatieve spreiding van de IR is onder het nieuwe belastingregime bijna vijf maal zo groot als die onder het oude regime. Dit illustreert dat het nieuwe regime niet alleen heeft geleid tot een daling van de rentabiliteit (na belasting) van de belegging in scheeps-cv's, maar ook tot een stijging van de onzekerheid omtrent deze rentabiliteit. Anders gesteld: voor zover de onderhavige casus representatief kan zijn, wijzen onze berekeningen uit dat participanten in scheeps-cv's vanaf 2001 te maken hebben gekregen met lagere verwachte rendementen en hogere risico's.¹⁴

5.2.2 Onzekerheid en de netto contante waarde

De interne rentabiliteit vormt één kengetal van de participatie in het project, waarin de effecten van uiteenlopende onzekerheden besloten liggen (in casu: gebaseerd op relatief 'veilige' kasstromen, zoals interestuitgaven en belasting-

Tabel 8 Interne rentabiliteiten (na belasting) volgens uiteenlopende verwachtingen

Verwachting:	Optimistisch Exploitatie +10% Verkoop schip +15%	Neutraal	Pessimistisch Exploitatie -10% Verkoop schip -15%	Variatie- coëfficiënt
Interne rentabiliteit - oude belastingregime	21,3%	17,7%	11,2%	0,57
- nieuwe belastingregime	11,7%	5,3%	-2,8%	2,74

Toelichting: Volgens het optimistische en het pessimistische scenario is de verwachte *exploitatiekasstroom* voor elk jaar respectievelijk 10% hoger en lager dan het bedrag van € 1,6 mln volgens tabel 3. De *verkoopopbrengst van het schip* is respectievelijk € 16,1 mln en € 11,9 mln.¹³ De *variatiecoëfficiënt* is bepaald als het quotiënt van het verschil tussen de optimistisch en de pessimistisch verwachte IR enerzijds en de neutraal verwachte IR anderzijds.

baten uit afschrijvingen; op matig onzekere kasstromen wegens de exploitatie na belasting; en op een relatief 'hoog riskante' toekomstige verkoopopbrengst van het schip). Het is niet goed mogelijk om een passende criteriumwaarde te bepalen voor het beoordelen van de aanvaardbaarheid van een IR die uit zo'n heterogene 'risicomix' voortkomt. Idealiter zou voor elk risiconiveau een aparte rentabiliteitsgrens gewenst zijn.

Aan deze wens kan tegemoet worden gekomen door toepassing van de netto contante waarde (NCW; *net present value*) als beoordelingsmaatstaf. Evenals de IR berust de NCW op de discounted cashflow-benadering. Maar in tegenstelling tot de IR als relatieve grootte (percentage) leidt de NCW tot een absoluut bedrag, te weten de huidige waarde die financieel equivalent is aan de reeks toekomstige bedragen waaruit zij is afgeleid. Bij deze afleiding kan op gedifferentieerde wijze rekening worden gehouden met de verschillen in risico die er kunnen bestaan tussen verschillende componenten van de toekomstige kasstromen: hoger (lager) risico wordt 'verwerkt' door toepassing van een hogere (lagere) disconteringsvoet. Het is dus zaak de verwachte toekomstige kasstromen te ontleden in 'risicohomogene' deelstromen, die vervolgens elk tegen een eigen rendementseis contant worden gemaakt. We lichten dit nader toe aan de hand van de casus.

Tabel 9 Risicogerelateerde rendementseisen

Risicograad	Disconteringsvoet
Laag	interestvoet na belasting
Matig	risico-opslag 3%-punten
Hoog	risico-opslag 5%-punten

Een deel van de kasstromen uit hoofde van de belegging in de participaties kent een lage risicograad, waartoe de rendementseis kan worden gebaseerd op de interestvoet waartegen de cv kan lenen (6%). Aangezien de participant geïnteresseerd is in de waarde van zijn belegging na belastingen, vormt de interestvoet na belasting de geëigende disconteringsvoet. Het deel van de verwachte kasstromen per participatie dat direct is gerelateerd aan de exploitatie van het

stige kasstromen te ontleden in 'risicohomogene' deelstromen, die vervolgens elk tegen een eigen rendementseis contant worden gemaakt. We lichten dit nader toe aan de hand van de casus.

Tabel 10 Bepaling netto contante waarde per participatie; oude belastingregime, variant A (bedragen in €)

	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5	jaar 6	Contante waarde
Bruto exploitatiekasstroom	6250	6250	6250	6250	6250	6250	à 6% 30.733
Kasstroom lening	-5415	-5251	-5087	-4923	-4759	-33.892	à 3% -51.725
Kasstroom eindwaarde						55.078	à 8% 34.709
Belastingkasstromen:							
- wegens bruto exploitatie	-3125	-3125	-3125	-3125	-3125	-3125	à 6% -15.367
- wegens afschrijving	4148	3659	3227	2848	2510	2214	à 3% 16.979
- wegens interest	1340	1258	1178	1094	1012	930	à 3% 6188
- wegens verkoopopbrengst						-10.793	à 8% -6801
- wegens stakingsvrijstelling						9037	à 8% 5695
	Contante waarde (na belasting) per participatie						20.411
	Initiële kasstromen:						
	- beleggingsbedrag						-25.000
	- belastingreductie wegens investeringsaftrek						6680
	Netto contante waarde per participatie						2091

Toelichting: De *bruto exploitatiekasstroom* volgt via deling van de exploitatiekasstroom uit tabel 3 door 256. De *kasstroom lening* volgt uit de totalen van de betrokken stromen uit tabel 3, gedeeld door 256. De *belastingkasstroom wegens bruto exploitatie* is gelijk aan 50% van de bruto exploitatiekasstroom. De *belastingkasstromen wegens afschrijving* zijn conform [2] in tabel 5. De *belastingkasstromen wegens interest* volgen uit de interestbedragen van tabel 3, via deling door 256 en vermenigvuldiging met de belastingvoet. De *verkoopopbrengst* van het schip is onzeker: € 14 mln, € 16,1 mln of € 11,9 mln bij respectievelijk de neutrale, optimistische en pessimistische verwachting. Nemen wij aan dat elk van deze verwachtingen even aannemelijk is, dan is de verwachtingswaarde van de verkoopopbrengst € 14 mln, resulterend in een verwachte boekwinst per participatie van € 21.586; de *belasting* hierover is € 10.793. Deze verwachte belasting zal ten dele gecompenseerd worden door de *stakingsvrijstelling*. Ook deze is onzeker: bij de neutrale en de optimistische verwachting kan per participatie de volledige vrijstelling ad € 20.420 worden benut; bij de pessimistische verwachting is de vrijstelling beperkt tot € 13.383 (zijnde de fiscale boekwinst per participatie, zie de noot bij tabel 8). Veronderstellen wij opnieuw dat de drie verwachtingen elk even aannemelijk zijn, dan is de verwachtingswaarde van de stakingsvrijstelling € 18.074 en dus het verwachte *belastingeffect* € 9037.

De afzonderlijke *contante waarden* zijn berekend op basis van de erbij vermelde disconteringsvoeten (merk in dit verband op dat de belastingkasstroom wegens de stakingsvrijstelling een hoge risicograad heeft).

schip, heeft een matig risico, waartoe bij de discontering een risico-opslag op de interestvoet-na-belasting wordt toegepast. Wij stellen deze opslag op 3 procentpunten. Ten slotte kent de verwachte kasstroom uit hoofde van de toekomstige verkoop van het schip een relatief hoog risico, waartoe wij in de casus een risico-opslag van 5 procentpunten aannemen. Een en ander is samengevat in tabel 9.

Met deze risicogerelateerde disconteringsvoeten kan per participatie onder het oude regime (variant A) de berekening van de netto contante waarde na belasting worden opgezet volgens tabel 10. Hierin is de interestvoet na belasting gelijk aan $(1 - 0,50) \cdot 0,06 = 3\%$. De uiteenlopende bedragen in de tabel voor de jaren 1 t/m 6 volgen uit de relevante gegevens van de tabellen 3 en 5, via deling door het totale aantal participaties.

Voor de situatie onder het nieuwe belastingregime (variant G) wordt de bepaling van de netto contante waarde na belasting voor de participant weergegeven in tabel 11. In dit geval vraagt de bepaling van de interestvoet na belasting aparte aandacht. Onder het regime IB2001 wordt bij particulieren geen 'directe' inkomstenbelasting meer gegeven van beleggingsrendementen. De waarde van beleggingen – en daarmee ook de in deze waarde gecumuleerde rendementen – is onderhevig aan een vermogensrendementsheffing van effectief 1,2% (zie ook het slot van kader 4, in de bijlage). De participant zal daarom voor een belegging met laag risico een vereist rendement hanteren dat gelijk is aan de 'risicovrije' interestvoet minus de fiscale heffing van 1,2%. Dit netto rendement is immers in principe steeds als beleggingsalternatief beschikbaar (bijvoorbeeld via een langlopend spaardeposito). De effectieve interestvoet na belasting onder het nieuwe regime bij participatie in het onderhavige scheeps-cv-project is derhalve gelijk aan $6\% - 1,2\% = 4,8\%$.¹⁵

Het tonnageregime leidt tot een sterke vereenvoudiging van de fiscale berekening: deze berust uitsluitend op de relevante 'tonnagetax' (zie tabel 7). De ermee verbonden belastingkasstromen hebben een lage risicograad en worden derhalve gediscoteerd tegen de interestvoet na belasting.

Vergelijking van de resulterende netto contante waarden volgens de tabellen 10 en 11 wijst uit dat het beleggen in een participatie onder het oude belastingregime duidelijk meer waarde oplevert dan onder het nieuwe regime. In het laatste geval is de participatie zonder meer onaantrekkelijk, getuige de negatieve NCW.

Indien in de contantewaardebepalingen op gedifferentieerde wijze rekening wordt gehouden met de onzekerheden waarmee de toekomstige kasstromen omgeven zijn, is bij de onderhavige numerieke gegevens de participatie onder het oude regime aantrekkelijk, terwijl deze aantrekkelijkheid volledig (en meer dan dat) ongedaan wordt gemaakt door de wijziging van het belastingregime. Merk in dit verband op dat de positieve NCW onder het oude regime uitsluitend berust op de vigerende fiscaliteit! Immers, exclusief belastingeffecten bedraagt de NCW: € -11.283 (te weten: $30.733 - 51.725 + 34.709 - 25.000$), terwijl de verwachte belastingkasstromen een gezamenlijke NCW hebben van: € +13.374 (te weten: $-15.367 + 16.979 + 6188 - 6801 + 5695 + 6680$). Deze numerieke illustratie, waarin de invloed van toekomstige onzekerheden is verwerkt, versterkt de conclusie die is getrokken aan het einde van paragraaf 4.

5.2.3 Vergelijking en kanttekening

In het eerste deel van deze paragraaf 5.2 is de invloed van onzekerheid op het rendement onderzocht aan de hand van het criterium van de interne rentabiliteit (zie in het bijzonder tabel 8). Gebleken is dat uiteenlopende verwachtingen tot sterk uiteenlopende rentabiliteitscijfers

Tabel 11 Bepaling netto contante waarde per participatie; *nieuwe belastingregime, variant G* (bedragen in €)

	jaar 1	jaar 2	jaar 3	jaar 4	jaar 5	jaar 6	Contante waarde	
Bruto exploitatie kasstroom	6250	6250	6250	6250	6250	6250	à 7,8%	29.069
Kasstroom lening	-5415	-5251	-5087	-4923	-4759	-33.892	à 4,8%	-47.784
Kasstroom eindwaarde						55.078	à 9,8%	31.431
Belastingkasstromen:								
- wegens 'tonnagetax'	-10	-10	-10	-10	-10	-10	à 4,8%	-48
	Contante waarde (na belasting) per participatie							12.658
	Initieel beleggingsbedrag							-25.000
	Netto contante waarde per participatie							-12.342

Toelichting: De kasstromen vóór belasting zijn overeenkomstig die van tabel 10. De *belastingkasstromen wegens 'tonnagetax'* zijn ontleend aan tabel 7. De afzonderlijke contante waarden zijn bepaald op basis van de erbij vermelde disconteringsvoeten, waarin zijn begrepen de risico-opslagen volgens tabel 9.

kunnen leiden, en tevens dat het nieuwe belastingregime een evidente verslechtering voor de participant impliceert in vergelijking met het oude regime. Daarbij is geconstateerd dat de IR als kengetal beperkte informatie geeft omtrent de financiële aantrekkelijkheid van de participatie. Het is niet goed mogelijk het effect van toekomstige onzekerheden in dit kengetal te incorporeren. En indien we de invloed van deze onzekerheden zouden willen 'meenemen' in de rentabiliteitseis waaraan de IR ten minste moet voldoen, dan rijst het probleem dat de onzekerheid omtrent toekomstige kasstromen pluriform is en zich niet zonder meer laat vatten in één vereiste rentabiliteit (welke uniforme risico-opslag boven de interestvoet na belastingen zou moeten worden gekozen?).

Aldus is de analyse verlegd naar het criterium van de netto contante waarde. Gebleken is dat het daarbij wél mogelijk is tot één kengetal van de participatie te komen, waarin recht wordt gedaan aan de pluriformiteit van de onzekerheid. Maken wij ten slotte een vergelijking tussen de NCW-analyse van de participatie en die volgens de IR, dan blijkt het beeld van de invloed van het fiscaal regime consistent te zijn. Rekening houdend met de verwachte kasstromen en hun onzekerheden, levert het nieuwe regime een verregerende verslechtering op voor beleggers in de onderhavige scheeps-cv-participaties.

Bij deze conclusie is een belangrijke kanttekening geboden. De analyse in de paragrafen 4 en 5 is gebaseerd op een gestileerde casus. Een berekende uitkomst in de vorm van interne rentabiliteit of netto contante waarde berust volledig op de in die casus gepresenteerde bedragen omtrent het scheepvaartproject waarop de participatie betrekking heeft. En voorts zijn er in het kader van de analyse bepaalde keuzes gemaakt (bijvoorbeeld ten aanzien van een variant binnen het fiscaal regime) en aanvullend specifieke waarden toegekend aan bepaalde grootheden (bijvoorbeeld inzake de onzekerheid van de toekomstige verkoopwaarde van het schip). Ten aanzien van het laatstgenoemde aspect wijzen wij in het bijzonder op de risico-opslagen in de disconteringsvoet voor de bepaling van de NCW. Deze opslagen zijn zonder onderliggende analyse aangenomen.¹⁶ Een dergelijke aanpak past in het oogmerk van onze casuïstisch-numerieke analyse. Dit oogmerk is tweeledig, te weten (a) het geven van een samenhangend inzicht in de kenmerken van het participeren in scheeps-cv's, en (b) het tonen van de wijze waarop een financiële analyse van deze participaties kan worden gemaakt die recht doet aan de fiscaaljuridische context ervan.

Naar onze mening zijn de uitkomsten van de voorgaande numerieke analyses zodanig 'pregnant' dat zij – hoewel gebaseerd op casuïstiek – een toereikende ondersteuning geven van de gekozen analytische benadering en de op

basis daarvan bereikte conclusies. In de navolgende afsluitende paragraaf wordt een en ander gerecapituleerd.

6 Besluit

In dit artikel is het participeren in scheepvaart-cv's onderzocht. Deze participatie is onderhevig aan de tamelijk specifieke kasstroomstructuur van scheeps-cv-projecten. Gedurende de looptijd is er sprake van een min of meer regelmatig verwacht-kasstroompatroon, waarvan de onzekerheid gering is (kasstromen wegens lening), dan wel matig (kasstromen wegens exploitatie van het schip); terwijl er aan het einde van de looptijd een relatief omvangrijke kasstroom is (eindwaarde vanwege de verkoop van het schip) waaromtrent een relatief hoge onzekerheid bestaat. Aangaande de onzekerheid geldt als het ware 'het venijn zit in de staart'. Dit venijn is des te meer relevant, omdat het verwachte rendement in belangrijke mate berust op de verwachte eindwaarde.

Het tweede specifieke aspect van de participatie in scheeps-cv's is dat de toepasselijke fiscale regelingen in hoge mate bepalend blijken te zijn voor het verwachte rendement. Voor een goed zicht op de totstandkoming van het rendement is inzicht in het geldende fiscaaljuridische regime dan ook van belang. Er is gebleken dat het belastingregime van vóór 2001 zeer lucratief was voor de participant, en dat de financiële aantrekkelijkheid van een participatie in scheepvaart-cv's na de wijziging van het belastingregime in 2001 substantieel is verminderd.

Wij hebben in het voorgaande aan de hand van de cijfers van een casus een gedetailleerde kasstroomanalyse van het onderhavige financiële instrument gemaakt. Op basis van de kasstroomanalyse na belastingen is het rendement onderzocht via de discounted cashflow-benadering. Aldus is gebruikgemaakt van de interne rentabiliteit (IR) en de netto contante waarde (NCW). De IR is de meest gangbare maatstaf¹⁷, maar wij hebben in tweede instantie de NCW toegepast teneinde expliciet rekening te kunnen houden met de genoemde specifieke kasstroomstructuur en de daarin besloten 'heterogeen gespreide' onzekerheden. Hoewel de uiteenzettingen zijn gebaseerd op een numeriek voorbeeld van een scheeps-cv-project, menen wij dat de bereikte resultaten zodanig zijn dat zij een duidelijke conclusie rechtvaardigen. Deze is dat het fiscaal regime de belangrijkste oorzaak is van het relatief hoge verwachte rendement en het relatief lage risico van de scheeps-cv-participaties in de situatie vóór 2001, zulks in vergelijking met de situatie in de jaren 2001 en volgende.

Gegeven deze conclusie rijst uiteraard de vraag waarom beleggers in de praktijk ook na 2001 nog een ruime belangstelling hebben getoond voor de onderhavige participaties.

Het antwoord op deze vraag berust naar onze mening op de volgende overwegingen.

In de eerste plaats heeft zich in de periode vóór 2001 een 'tax clientèle' rond de scheepvaart-cv's gevormd, die de goede (verwachte) beleggingsresultaten-na-belasting heeft geproefd en daarmee de smaak te pakken heeft gekregen.

In de tweede plaats konden de aanbieders van scheeps-cv-participaties ook onder het gewijzigde belastingregime met enig recht goede verwachtingscijfers presenteren vanwege een gunstige ontwikkeling van de economische omstandigheden. In de jaren na de eeuwwisseling ontwikkelde de vrachtmarkt zich voorspoedig, met navenante gevolgen voor de tarieven van het gebruik van scheeps capaciteit en ook met sterk gestegen verwachtingen omtrent de toekomstige verkoopwaarden van zeeschepen. Voorts werd de onderhavige periode gekenmerkt door een dalende en vervolgens structureel lage rente. Als gevolg daarvan daalden de financieringslasten van scheeps-cv's, en konden tegelijkertijd de participanten volstaan met een lagere rendementseis. Oftewel, 'van verschillende kanten' werd het beleggen in de participaties gunstig beïnvloed.

In de derde plaats denken wij dat de 'psychologie van de belastingontwijking' haar invloed had. Het zeer lage winsttarief vanwege de tonnagetax en de mogelijkheid tot het ontwijken van vermogensrendementsheffing vormen

lonkende perspectieven, die door de aanbieders van participaties op gepaste wijze naar voren zijn gebracht. Wij zouden kunnen zeggen dat hier sprake was van *decision framing*, waarvoor de beleggers – mede gelet op het hiervoor genoemde eerste punt – wel ontvankelijk waren.

Hoewel duidelijk was dat de gouden tijden van het oude belastingregime voorbij waren, bleken er onder het nieuwe regime toch nog wel zilveren tijden mogelijk. Aanbieders hebben weinig of geen moeite gedaan om de zilverkleurige verwachtingen te temperen, door geen aandacht te besteden aan het feit dat het risicoprofiel van de participaties beduidend was veranderd.

Aan het slot van paragraaf 2 is vermeld dat de financiële crisis in de tweede helft van 2008 abrupt de klad heeft gebracht in de plaatsing van participaties. De impuls van een vernieuwde fiscale regeling voor scheeps-cv-participaties per 2009 kwam dan ook als geroepen. Onze analyse van de gewijzigde situatie per 2009 is verrat in een afzonderlijk artikel dat ook in dit tijdschrift zal verschijnen. ■

Drs. H.H. Vos RA is fiscalist en voormalig partner van KPMG Meijburg & Co. Prof. dr. F.M. Tempelaar is emeritus hoogleraar Ondernemingsfinanciering aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Noten

1 In dit verband zij vermeld dat er met ingang van het jaar 2009 sprake is van een tamelijk ingrijpende aanpassing. Om die reden loopt de periode van het onderzoek voor dit artikel tot het einde van 2008. De gewijzigde fiscale regeling inzake de participatie in scheeps-cv's sinds 2009 is onderwerp van een afzonderlijke publicatie, die later in het *MAB* zal verschijnen.

2 De toegevoegde waarde van de maritieme bedrijfstak in ons land wordt voor 2002 berekend op € 12,6 miljard. In de bedrijfstak zijn dan ongeveer 190.000 personen werkzaam. Zie Vermeend en Prinsen (2005), p. 9.

3 In 2007 en vooral in 2008 is sprake geweest van de aanschaf van enkele veel grotere – en dus duurder – schepen dan in de jaren ervoor.

4 In een deel van de prospectussen wordt ook de in het vervolg te bespreken interne rentabiliteit vermeld, maar het enkelvoudige rendement domineert het beeld.

5 Via een uitgebreide vorm van de benadering die in de navolgende paragrafen 4 en 5 wordt

toegepast, hebben wij een vergelijkende analyse gemaakt van respectievelijk de varianten A t/m D (oude regime) en E t/m H (nieuwe regime). Daaruit is gebleken dat de varianten A en G binnen 'hun' regime in de regel het beste resultaat opleveren, gemeten naar rendement en risico.

6 In de periode vóór 2001 luiden de bedragen van participaties uiteraard in guldens. Aangezien wij in het navolgende een vergelijkende analyse maken, worden alle bedragen in euro's uitgedrukt.

7 In de praktijk moeten de verschuldigde interest en aflossing veelal per kwartaal worden voldaan. Ter vereenvoudiging gaan wij uit van betaling per (einde) jaar.

8 Voor het fiscaal ondernemerschap is tevens vereist dat er sprake is van ondernemingswijze exploitatie. Zie ook kader 4 in de bijlage, noot 1. Voorts zij opgemerkt dat wij bij de verdere analyse van de casus 'de belegger' in de mannelijke vorm aanduiden (maar desgewenst leze men 'zij' en 'haar' in plaats van 'hij' en 'zijn').

9 Het tonnageregime leidt in principe tot een fiscale winst die 'alomvattend' is. Er is dan ook geen sprake van een afzonderlijke fiscale heffing in verband met de verkoop van het schip aan het einde van de periode.

10 In dit verband zou ook kunnen worden gewezen op potentiële *moral hazard* voor de participanten vanwege niet of moeilijk waarneembaar gedrag van de beherend vennoot, bijvoorbeeld inzake in rekening te brengen beheerskosten e.d. Gelet op het oogmerk van dit artikel (zoals vermeld in paragraaf 1) laten wij de eventuele invloed van dit soort risico's buiten beschouwing.

11 Wij merken op dat bij een verkoopopbrengst van € 12 mln. de participant slechts ten dele gebruik kan maken van de toegestane stakingsvrijstelling. De fiscale boekwinst is in dit geval € 3.526.090 (zie ook de relevante toelichting onder tabel 5). Dit is € 13.774 per participatie. Oftewel, van de fiscale stakingsvrijstelling blijft € 6646 (= 20.420 – 13.774) onbenut. Het is eenvoudig vast te stellen dat bij een verkoopopbrengst lager

dan € 13,8 mln. de stakingsvrijstelling niet meer volledig kan worden benut.

12 Op grond van de Wet Financieel toezicht is uitgifte van participaties in beginsel slechts mogelijk na goedkeuring van het prospectus door de AFM (Autoriteit Financiële Markten). Deze eis geldt niet bij het aanbieden van participaties die een bedrag van € 50.000 of hoger vertegenwoordigen.

13 Vgl. noot 11. Bij de verkoopopbrengst van € 11,9 mln. bedraagt de fiscale boekwinst per participatie € 13.383. Deze impliceert dat slechts een deel van de stakingsvrijstelling (ad € 20.420) kan worden benut, en dus zal de verwachte waarde van het eraan verbonden tax shield lager liggen. Dit verklaart mede de relatief sterke teruggang van de IR (daling van 17,7% naar 11,2%).

14 De gebruikte casus is representatief voor een bepaald (en dominant) type scheeps-cv. Over de periode 1996-2008 zijn er ook andere typen (typering vooral op basis van kasstroompatronen en looptijden). In het onderzoek waarop dit artikel is gebaseerd, is een analyse vergelijkbaar met die van paragraaf 5.2.1 ook toegepast op de andere typen. Vergelijking van de resultaten volgens het oude en het nieuwe regime leidt steeds tot dezelfde conclusie, conform het slot van 5.2.1.

15 De vermogensrendementsheffing wordt hier betrokken op de participant in de scheeps-cv ter bepaling van diens 'alternatieve' rentabiliteitseis na belasting ('alternatieve' te interpreteren volgens de Engelse uitdrukking 'opportunity rate of return'). Het is dus beslist niet zo dat de participant over het resultaat van de onderhavige scheeps-cv-participatie vermogensrendements-

heffing verschuldigd is! Over dit resultaat is hij immers reeds belast volgens het normale IB-tarief (in casu: 42%, geheven van de forfaitaire winst volgens het tonnageregime; zie paragraaf 4.4).

16 In een concreet empirisch geval kan voor de vaststelling van risico-opslagen gebruik worden gemaakt van een model (CAPM of een multifactor model; zie Ross e.a., 2008), waarbij men zich zou kunnen baseren op gegevens van beursgenoteerde scheepvaartondernemingen waarvan de activiteiten vergelijkbaar zijn met die van het cv-project.

17 In een eerder stadium is betoogd dat het enkelvoudige rendement de meeste aandacht krijgt in de prospectussen van scheeps-cv's. Maar omdat dit rendement belangrijke tekortkomingen kent (zie kader 2 in paragraaf 4.2), laten wij dit ook hier buiten beschouwing.

Literatuur

■ Boom, G. van (1999). *Investeren in zeeschepen*. Laren: Van Boom & Slettenhaar Scheepsinvesteringen BV.

■ Jong, M.G. de (2001). *Open en besloten bij commanditaire vennootschappen en fondsen voor gemene rekening*. Den Haag: Boom Juridische Uitgevers.

■ Mohr, A.L. (1998). *Van maatschap, vennootschap onder firma en commanditaire vennootschap*. Deventer: Gouda Quint.

■ Ross, S.A., R.W. Westerfield, J. Jaffe en B.D. Jordan (2008). *Modern Financial Management*. 8e druk. Boston: McGraw-Hill/Irwin.

■ Schakelaar, S.D. en S.W.C. Wortelboer (2005). *Rendement uit scheepvaart: alles over beleggen in scheeps-cv's*. Harlingen: JR Shipping BV.

■ Vermeend, W.A.F.G. en D.J. Prinsen (2005). *Verbetering Nederlands fiscaal beleid voor de zeescheepvaart*. Rapport van Nauta Dulith NV in opdracht van de Koninklijke Vereniging van Nederlandse Reders, Rotterdam.

Bijlage 1 Juridische en fiscale aspecten

Kader 3: Juridische aspecten

Een financieel instrument berust in juridische zin op een overeenkomst. Door gebruik te maken van bestaande rechtsfiguren kunnen de gevolgen van de overeenkomst worden uitgewerkt. Indien het gaat om een financieel instrument waarmee wordt deelgenomen in een onderneming, is vooral de vraag van belang in hoeverre de vermogensverschaffer/belegger verbonden wordt (aansprakelijk is) voor de schulden van de onderneming. Het antwoord op deze vraag is mede van belang voor het risico dat de belegger loopt.

Personenvennootschappen (zie ook Mohr, 1998)

De commanditaire vennootschap is een rechtsfiguur die is gebaseerd op bepalingen uit het Burgerlijk Wetboek (BW) en het Wetboek van Koophandel (WvK) betreffende personenvennootschappen. Het BW regelt de maatschap als 'een overeenkomst waarbij twee of meerdere personen zich verbinden om iets in gemeenschap te brengen met het oogmerk om het daaruit ontstane voordeel met elkander te delen' (BW art.1655). Als bijzondere vorm van maatschap regelt het WvK de vennootschap bij wijze van geldschieting of 'en commandite', in de praktijk als cv aangeduid (WvK artt. 19 t/m 21). De essentie is dat een cv enerzijds één of meer beherende vennoten kent en anderzijds één of meer commanditaire vennoten (vennoten bij wijze van geldschieting), en dat ieder van de laatstgenoemden niet verder is verbonden voor schulden en verbintenissen van

de vennootschap dan tot het bedrag dat hij heeft ingebracht. Voorwaarde is dat de commanditaire vennoot – ook wel 'stille vennoot' genoemd – geen daden van beheer voor de vennootschap verricht en dat zijn naam niet voorkomt in de handelsnaam die de cv gebruikt.

Kapitaalvennootschappen

Een principieel andere vorm is de kapitaalvennootschap, zoals de naamloze vennootschap (nv) of de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (bv). Daarbij is sprake van zelfstandige rechtspersonen met in aandelen verdeeld kapitaal. De aandeelhouder is niet aansprakelijk voor hetgeen in naam van de vennootschap wordt verricht en is niet gehouden boven het bedrag dat op aandelen behoort te worden gestort bij te dragen in de verliezen van de vennootschap. Wat aansprakelijkheid betreft, komen de posities van aandeelhouders in een nv of bv enerzijds en de commanditaire vennoten van een cv anderzijds in belangrijke mate overeen.

Keuze van de rechtsfiguur

Beperking van de aansprakelijkheid is voor vermogensverschaffers/beleggers een zeer belangrijk argument. Het verschil tussen een cv als personenvennootschap en de nv of bv als kapitaalvennootschap is op dit punt niet beslissend. Het zijn voornamelijk de fiscale gevolgen die de keuze voor het gebruik van een cv bepalen.

Kader 4: Fiscale aspecten

Voor de analyse van een financieel instrument is het onder meer van belang om na te gaan welke fiscale bepalingen van toepassing zijn. Hiertoe zijn de volgende aspecten relevant.

Juridische structuur

Bij gebruik van een cv is het voor de fiscale gevolgen essentieel vast te stellen of er sprake is van een besloten cv of een open cv (zie De Jong, 2001). Dit is een fiscaal – en niet een civielrechtelijk – onderscheid. De inhoud van de cv-overeenkomst is beslissend. Het criterium voor een open cv is 'dat buiten het geval van vererving of legaat, toetreding of vervanging van commanditaire vennoten kan plaats hebben zonder toestemming van alle vennoten, zowel beherende als commanditaire' (art.2-3-c Algemene wet inzake rijksbelastingen). Bij een besloten cv geldt wel een dergelijke toestemmingsvereiste.

Woon- en vestigingsplaats

Lichamen die in Nederland zijn gevestigd en natuurlijke personen die in Nederland woonachtig zijn, zijn onderworpen aan de Nederlandse belastingheffing.

Aard van de activiteiten

Op basis van fiscale criteria moet onderscheid worden gemaakt tussen 'ondernemen' en 'beleggen'. Van ondernemingsactiviteiten is sprake indien wordt deelgenomen aan het economisch verkeer door middel van een duurzame organisatie van kapitaal en arbeid met een winststreven. Fiscaal is sprake van beleggen bij activiteiten die normaal vermogensbeheer niet te boven gaan.

Geldende fiscaal regime

Een open cv wordt fiscaal aangemerkt als een lichaam en is onderworpen aan de vennootschapsbelasting (VpB) op basis van de Wet vennootschapsbelasting 1967 (VPB1967).

Besloten cv's worden niet zelfstandig belast. De fiscale gevolgen treden op bij de vennoten die winstgerechtigd zijn ('fiscale transparantie'). Een vennoot als natuurlijk persoon is onderworpen aan de inkomstenbelasting (IB). Tot en met het jaar 2000 geldt de Wet inkomstenbelasting 1964 (IB1964; 'het oude regime'). Vanaf het jaar 2001 is een wezenlijk ander systeem ingevoerd onder de Wet inkomstenbelasting 2001 (IB2001; 'het nieuwe regime'). Voor de overgang gelden speciale bepalingen op basis van de Invoeringswet inkomstenbelasting 2001 (IIB2001).

Voor de belasting van winsten uit zeescheepvaartondernemingen is ingaande 1996 naast het bestaande regime (het 'normale regime') een speciale regeling ingevoerd, de zogenoemde 'tonnagetax'. Zie kader 5.

Besloten cv onder het normale regime

Het exploiteren van een zeeschip wordt in het algemeen aangemerkt als een ondernemingsactiviteit.¹ Een commanditaire vennoot geniet in dit geval 'winst uit onderneming'. Daarmee komt hij onder het regime IB1964 in aanmerking voor de 'fiscale faciliteiten' investeringsaftrek en stakingsvrijstelling (zie kader 5). Bij de invoering van IB2001 is een wezenlijk andere situatie ontstaan: een commanditaire vennoot wordt niet langer als ondernemer aangemerkt, maar als 'medegerechtigde' (ook wel aangeduid als 'quasi-ondernemer'). Weliswaar wordt nog winst uit onderneming genoten, maar de 'quasi-ondernemer' heeft slechts beperkt

recht op ondernemersfaciliteiten. Voor de meeste bij de overgang bestaande scheeps-cv-participaties geldt een overgangsregeling (volgens IIB2001).

Open cv onder het normale regime

De winst van open cv's wordt belast met vennootschapsbelasting. Op de winst na VpB heeft de fiscus voorts nog een IB-claim.² Bij uitkering wordt deze

onder het regime IB1964 aangemerkt als 'inkomsten uit vermogen' en volgens het normale tarief belast. Onder het regime IB2001 is sprake van 'inkomen uit sparen en beleggen' en vindt belasting plaats volgens de vermogensrendementsheffing (effectief tarief 1,2%, namelijk via een vast tarief van 30% over een forfaitair rendement van 4% over 'de gemiddelde waarde').

¹ Bareboat-charter (het verhuren van een schip zonder bemanning en zonder eigen exploitatie-inbreng) wordt fiscaal niet als ondernemingsgewijze bedrijfsvoering beschouwd, maar als een beleggingsactiviteit.

² Indien een participant een belang heeft van 5% of meer, geldt een speciaal regime wegens 'aanmerkelijk belang'. Dit regime geldt zowel onder IB1964 als onder IB2001.

Kader 5: Fiscale faciliteiten nader toegelicht

Investeringsaftrek

Bij de winstbepaling uit onderneming mag onder voorwaarden een extracomptabele investeringsaftrek worden toegepast in het jaar waarin wordt geïnvesteerd in bedrijfsmiddelen. Onder de benaming

'kleinschaligheidsinvesteringsaftrek' (KST) gaat het om de volgende percentages (toe te passen op het totale investeringsbedrag, ook voor zover dit met vreemd vermogen is gefinancierd; IB1964 art.11-1-A; IB2001 art.3.41).

Bij een totale investering per jaar per ondernemer per onderneming van niet meer dan het vermelde bedrag geldt het daaronder genoemde percentage (tarief 2000):

€ 1701	€ 29.496	€ 57.630	€ 86.218	€ 114.353	€ 142.941
0%	27%	21%	19%	16%	13%
€ 171.075	€ 200.117	€ 228.251	€ 256.840		
11%	8%	5%	3%		

Indien het bedrijfsmiddel wordt verveemd binnen vijf jaar na het begin van het jaar waarin de investering heeft plaatsgehad, moet een 'desinvesteringbijstelling' worden toegepast (IB1964 art.11a).

De investering in een zeeschip is in de praktijk altijd groter dan het maximum waarvoor recht op KST bestaat. Open cv's kunnen deze faciliteit dan ook niet gebruiken. Bij besloten cv's wordt onder IB1964 de investering per vennoot opgesplitst, waardoor de faciliteit in de praktijk wel effectief kan worden gebruikt.

- dat voor zeeschepen ingaande 1996 recht bestaat op extra 'willekeurige afschrijving' onder de conditie dat de fiscale jaarwinst daardoor niet negatief mag worden.⁵

In de praktijk ontstaan hierdoor aanzienlijke boekwinsten bij verkoop van het schip.

Stakingsvrijstelling

Winst behaald bij het staken van een onderneming is onder het oude regime (IB1964 art.8d)³ vrijgesteld tot een bedrag (per ondernemer, per onderneming) van: € 20.420 indien de ondernemer de leeftijd van 55 jaar heeft bereikt, en € 9076 indien dat niet het geval is.

Fiscale boekwinst bij verkoop van een bedrijfsmiddel in het kader van beëindiging van een onderneming is onderdeel van de stakingswinst. De boekwaarde wordt bepaald door de toegepaste afschrijving. In dat verband geldt:

- dat is goedgekeurd dat op zeeschepen wordt afgeschreven volgens een vast percentage van de boekwaarde (op basis van een levensduur van vijftien jaar en een restwaarde van 15%; het afschrijvingspercentage bedraagt dan 11,8% van de boekwaarde);⁴

Tonnagetax

Toepassing van het tonnageregime is facultatief. De keuze om er al dan niet gebruik van te maken, geldt voor tien jaar.

Dit regime definieert een specifieke belastinggrondslag die losstaat van de werkelijk genoten winst (IB1964 art. 8c; IB2001 artt. 3.21 t/m 3.24; VPB1967 art. 8-1). De fictieve winst wordt afgeleid van de 'netto tonnage' van het zeeschip (naar beneden afgerond op 1000 ton of een veelvoud daarvan). Deze 'tonnagegrondslag' wordt evenredig toegerekend aan de winstgerechtigden en daar belast naar het normale tarief. Bij een besloten cv zijn dat de vennoten, bij een open cv is dat de cv zelf.

De forfaitaire winst *per dag per 1000 ton* is als volgt: tot 1000 ton € 9,08; voor het meerdere tot 10.000 ton € 6,81, tot 25.000 ton € 4,54 en boven 25.000 ton € 2,27.

³ Onder het nieuwe regime IB2001 bestaat recht op stakingsvrijstelling slechts voor 'echte ondernemers', niet meer voor 'quasi-ondernemers' (zoals commanditaire vennoten in een scheeps-cv).

⁴ Besluit staatssecretaris van Financiën 16 mei 1997, nr. DB97/1666 (na voorafgaande 'mededeling' 26-01-1993, nr. DB93/201).

⁵ Op grond van respectievelijk IB1964 art.10-1b juncto artt. 5 t/m 7 van de Uitvoeringsregeling willekeurige afschrijvingen, en IB2001 art. 3.34-2a juncto artt. 10 t/m 12 van Uitvoeringsregeling willekeurige afschrijvingen 2001. Jaarlijks mag maximaal 20% van de af te schrijven aanschaffingskosten worden afgeschreven (met 'inhaalbaarheid').