

# Waardering van bij activatrans

## Samenvatting

Bij de overname van een onderneming hebben partijen de keus tussen een aandelentransactie of een activatransactie. De overweging voor de transactievorm wordt meestal gevormd door fiscale en juridische aspecten. De financiële uitwerking is voor beide type transacties verschillend. In dit artikel behandel ik de financiële aandachtspunten bij een activatransactie die voor de waardering van belang zijn.

## Chris Denneboom

C. Denneboom RV RAB is partner bij ValuePro bedrijfswaardering & advies. Hij is gespecialiseerd in waarderingskwesties bij geschillen en in economische schadeberekeningen. Daarnaast doceert hij aan verschillende opleidingsinstituten en geeft regelmatig lezingen over waardebeoordeling van ondernemingen.

**Trefwoorden:** waardering onderneming, aandelentransactie, activatransactie, stille reserves, goodwill, belastinglatentie.



## Kennistoets

WWW.PE-BEDRIJFSOPVOLGING.NL

Na het lezen van dit artikel:

- kent u de aandachtspunten bij het waarderen van een onderneming in een activatransactie;
- kunt u een waardeberekening van een aandelentransactie omrekenen naar een activatransactie.

## 1. Inleiding

De keuze tussen een activatransactie en een aandelentransactie heeft gevolgen voor de fiscale aftrekbaarheid van de goodwill en de afschrijvingen van stille reserves. Deze verschillende fiscale behandeling zorgt voor een waarderingsverschil tussen de twee constructies. Het fiscale voordeel van de koper is een nadeel voor de verkoper en omgekeerd. Vaak worden belastinglatenties gevat in een percentage dat partijen gebruikelijk achten. In dit artikel zal ik uitleggen hoe de latentie exact berekend kan worden. Ook speelt een rol of koper en verkoper personenvennootschappen exploiteren of besloten vennootschappen en de vraag of belastingvoordelen en -nadelen tegen het vennootschapsbelastingtarief dienen te worden berekend of tegen het inkomstenbelastingtarief. Ten slotte zit er ook nog een verschil in financiering tussen een activatransactie en een aandelentransactie. De hogere prijs voor een activatransactie vergt meer financiering hetgeen ook weer als gevolg heeft dat er een extra renteaftrekpost kan ontstaan.

## 2. De waardering van een onderneming

Bij een waardering van een onderneming maken we toekomstige verwachte geldstromen (FCF) contant tegen een disconteringsvoet. Afhankelijk van de methode wordt gewerkt met een WACC (weighted average cost of capital) of een kostenvoet op het eigen vermogen. In dit artikel ga ik uit van de Adjusted Present Value (APV)-methode waarbij de toekomstige geldstromen contant worden gemaakt tegen de

# ondernemingen acties

kostenvoet van het eigen vermogen unlevered (keu) en het fiscale renteaftrekvoordeel van het vreemd vermogen (tax shield) separaat contant wordt gemaakt. Als voorbeeld neem ik Modewinkel. Het gaat hierbij om een modewinkel op een goede locatie in een middelgrote stad.

Overnamebalans Modewinkel			
Winkelpand	93.000	Eigen vermogen	60.000
Inventaris	25.000	Lening	25.000
Voorraad	50.000	Crediteuren	35.000
Liquide middelen	5.000	Krediet	53.000
<b>Totaal activa</b>	<b>173.000</b>	<b>Totaal passiva</b>	<b>173.000</b>

Medewerker John wil graag de winkel van zijn werkgever overnemen. Modewinkel wordt geëxploiteerd in een bv waarvan bovenstaand de balans is opgenomen. Onderstaand is het verwachte gecorrigeerde resultaat opgenomen. Gemakshalve veronderstellen we dat de toekomstverwachtingen stabiel zijn en alleen toenemen met de verwachte inflatie van 2%.

<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>55.000</b>
Fictieve huur	15.000
Gecorrigeerd bedrijfsresultaat	40.000
Belasting	-8.000
<b>NOPLAT</b>	<b>32.000</b>
Afschrijving inventaris	10.000
Investerings	-10.000
Mutatie werkkapitaal	-
<b>FCF</b>	<b>32.000</b>

In het bedrijfsresultaat heb ik een correctie aangebracht voor de normalisatie voor het onroerend goed. Het winkelpand is niet specifiek bedrijfsgebonden aan Modewinkel, dus ik waardeer de exploitatie en het winkelpand separaat. Achterliggende gedachte is dat de exploitatie van Modewinkel een ander risicoprofiel kent dan de exploitatie van het winkelpand waarin Modewinkel gevestigd is. Het genormaliseerde bedrijfsresultaat is geschoond van de afschrijvingen op het winkelpand en ik heb een fictieve huur opgenomen conform de economische huurwaarde die door de taxateur is opgegeven. Toekomstige investeringen in het winkelpand laat ik ook buiten beschouwing, deze komen in de taxatie van het winkelpand tot uiting. Voor de waardering van de exploitatie ga ik uit van een kostenvoet van het eigen vermogen unlevered van

20% en een verwachte inflatie van 2%. Als ik dan de FCF contant maak volgens het één fase waarderingsmodel dan krijgen we de volgende berekening:

$$\text{Waarde onderneming} = \text{FCF} / (\text{keu} - / - \text{inflatie}) = \text{€ } 32.000 / (0,20 - / - 0,02) = \text{€ } 177.778.$$

Voor de berekening van de tax shield gaan we uit van een fictieve financieringsstructuur waarbij ik ervan uitga dat de helft van de inventaris en de helft van de voorraad met een bancaire financiering gefinancierd wordt tegen een rentetarief van 6%.

Fictieve financieringsstructuur	
Inventaris 50%	12.500
Voorraad 50%	25.000
<b>Totaal financiering</b>	<b>37.500</b>
Rente 6%	2.250
Belastingvoordeel	450
<b>Waarde tax shield</b>	<b>2.500</b>

Als we het belastingvoordeel van € 450 op dezelfde manier contant maken<sup>1</sup> als de FCF, dan krijgen we de waarde van het tax shield van € 2.500.<sup>2</sup>

Het bedrijfspand wordt apart gewaardeerd. Hiervoor is een onroerendgoeddeskundige ingeschakeld. De economische waarde volgens de deskundige bedraagt € 150.000 en de economische huurwaarde bedraagt € 15.000 per jaar. De boekwaarde van het pand bedraagt € 93.000. Omdat we uitgaan van een aandelentransactie dient er nog een belastinglatentie in mindering te worden gebracht. Doorgaans is het uitgangspunt dat over het verschil tussen de economische waarde en boekwaarde in de toekomst belasting moet worden betaald. Bij het pand van Modewinkel hebben we het over het verschil tussen de economische waarde van € 150.000 en de boekwaarde van € 93.000. De stille reserve bedraagt € 57.000, doorgaans wordt hierover een percentage genomen dat de toekomstige belastingclaim moet uitdrukken. De latentie kan ook uitgerekend worden. De huidige lage boekwaarde heeft minder afschrijvingspotentieel dan wanneer het pand tegen de waarde in het economische verkeer op de balans zou staan. Dit verschil in afschrijvingspotentieel is waar de belastinglatentie op gebaseerd is. Het afschrijvingspotentieel leidt tot een belastingaftrekpost welke vervolgens weer contant gemaakt wordt. In tabel 1 is de berekening van de

Tabel 1

Rendementseis vastgoed 10% =wacc																		
Jaar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
WOZ-waarde	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612	168.924	172.303	175.749	179.264	182.849	186.506	190.236	194.041	197.922	201.880	205.918	210.036	
Afschrijving	2.400	2.400	2.400		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Boekwaarde	89.000	86.600	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	84.200	
Belastingvoordeel	480	480	480															
CW belastingvoordeel	436	397	361															

Totaal belastingvoordeel 1.194																		
Jaar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
WOZ-Waarde	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612	168.924	172.303	175.749	179.264	182.849	186.506	190.236	194.041	197.922	201.880	205.918	210.036	
Afschrijving	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	-	
Boekwaarde	150.000	147.000	144.000	141.000	138.000	135.000	132.000	129.000	126.000	123.000	120.000	117.000	114.000	111.000	108.000	105.000	105.000	
Belastingvoordeel	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	600	4.160	
CW belastingvoordeel	545	496	451	410	373	339	308	280	254	231	210	191	174	158	144	131	823	

Totaal belastingvoordeel	5.517
Vershil	4.324
Latentie	7,6%

belastinglatentie opgenomen. Achtereenvolgens heb ik de volgende berekeningen gemaakt.

Ik heb de afschrijvingen en het daaruit voortvloeiende belastingvoordeel uitgerekend bij de overdracht tegen de huidige boekwaarde. Het afschrijvingspotentieel wordt beperkt vanwege het feit dat tot 50% van de WOZ-waarde mag worden afgeschreven. Ik veronderstel de WOZ-waarde gelijk aan de waarde in het economische verkeer en ga uit van een stijging van 2% per jaar gelijk aan de verwachte inflatie.

Vervolgens heb ik dezelfde berekening gemaakt maar dan niet tegen de huidige boekwaarde van € 93.000 maar ervan uitgaande dat het pand op de balans zal komen tegen de huidige waarde in het economische verkeer. Het verschil in belastingvoordeel tussen de beide afschrijvingspotentiëlen maak ik contant.

Ten slotte resteert er nog een verschil in boekwaardes in jaar 17, ook dit verschil leidt tot belastingheffing en wordt ook contant gemaakt. Voor de disconteringsvoet ga ik uit van de rendementseis die door de vastgoeddeskundige voor dit object is gebruikt namelijk 10%.<sup>3</sup> Het verschil in contante waardes van het belastingvoordeel tussen de huidige boekwaarde en de economische waarde bedraagt dan € 4.324 wat neer zou komen op een belastinglatentie van 7,6%.

Resumerend ziet de waardeberekening er dan als volgt uit.

Waarde onderneming	177.778
Waarde tax shield	2.500
Waarde winkelpand	150.000
Belastinglatentie	-4.324
<b>Totale waarde</b>	<b>325.954</b>
Vreemd vermogen	78.000
Niet operationele activa	-
<b>Waarde EV</b>	<b>247.954</b>

We tellen de berekende ondernemingswaarde, de tax shield, de waarde van het winkelpand en de belastinglatentie op. Dit geeft ons de ondernemingswaarde. Daar halen we vervolgens het vreemd vermogen vanaf. Er zijn geen niet-operationele activa in de onderneming.<sup>4</sup> We krijgen dan de economische waarde van het eigen vermogen, ook wel de aandelenwaarde. Het verschil tussen de boekhoudkundige waarde van het eigen vermogen en de economische waarde van het eigen vermogen kan verklaard worden met stille reserves en goodwill.

Als John er nu voor kiest om niet de aandelen te kopen maar de activa, dan heeft dat als gevolg acute belastingheffing voor zijn werkgever. Daar tegenover staat dat John extra afschrijvingspotentieel krijgt. Per onderdeel beschrijf ik de effecten op de transactie.

### 3. Goodwill

Bij de verkoop van Modewinkel aan John middels een aandelentransactie betaalt hij € 122.072 goodwill op de aandelen, ervan uitgaand dat de prijs gelijk is aan de berekende waarde. Dit bedrag volgt uit het verschil tussen de berekende economische waarde van het eigen vermogen en de boekhoudkundige waarde van het eigen vermogen welke € 187.954 bedraagt. Daar dient vervolgens nog het bedrag aan stille reserves minus belastinglatenties op in mindering te worden gebracht welke in totaal € 65.882 bedragen.

	Economische waarde	Boek-waarde	Stille reserve
Eigen vermogen	247.954	60.000	187.954
Vreemd vermogen	78.000	78.000	-
<b>Totaal</b>	<b>325.954</b>	<b>138.000</b>	<b>187.954</b>
Pand	150.000	93.000	57.000
Inventaris	40.000	25.000	15.000
Belastinglatentie pand	-4.324		-4.324
Belastinglatentie inventaris	-1.794		-1.794
Netto werkkapitaal	20.000	20.000	-
<b>Subtotaal</b>			<b>65.882</b>
Goodwill	122.072	-	122.072
<b>Totaal</b>	<b>325.954</b>	<b>138.000</b>	<b>187.954</b>

De afschrijving op betaalde goodwill op aandelen is fiscaal niet aftrekbaar. Door een activatransactie aan te gaan zou de afschrijving op de goodwill wel fiscaal aftrekbaar zijn. De werkgever van John dient echter direct 20% vennootschapsbelasting over de goodwill te betalen. Als hij dus een netto bedrag van € 122.072 wil overhouden, dan dient hij € 152.590 te ontvangen als bruto goodwill ( $122.072/0,8$ ) wat neerkomt op een bedrag van € 30.518 voor de brutering.

Als we echter de contante waarde van het belastingvoordeel voor John uit gaan rekenen dan krijgen we te maken met het volgende dilemma. Tegen welke vermogenskostenvoet maken we de afschrijvingen contant? Maken we contant tegen de kostenvoet eigen vermogen vanuit de gedachte dat iedere investering aan het gestelde rendement dient te

voldoen, implicerend dat er ook voldoende alternatieven voorhanden zijn die aan de rendementseis voldoen? Of gaan we uit van de kostenvoet voor het vreemd vermogen vanuit de gedachte dat de verandering van de transactie naar een activatransactie alleen een liquiditeitseffect heeft? Vooraf dient meer betaald te worden wat in de toekomst weer goedge maakt wordt door extra belastingbesparingen.

Onderstaande twee berekeningen van bruto goodwill zijn vanuit het gezichtspunt van John. De ene tegen de kostenvoet van het eigen vermogen en de andere tegen de kostenvoet van het vreemd vermogen. De berekening van de bruto goodwill vindt plaats door iteratie in Excel. De bruto goodwill is de optelsom van de netto goodwill en de contante waarde van het toekomstige belastingvoordeel op de afschrijving van de goodwill en de renteaftrek over de brutering van de goodwill. Deze zijn vervolgens afhankelijk van de hoogte van de bruto goodwill waar zij zelf deel van uitmaken. In de eerste berekening is de contante waarde van het belastingvoordeel € 11.172. Een belangrijk uitgangspunt is dat verondersteld wordt dat wanneer de brutering niet zou plaatsvinden een alternatieve investeringsmogelijkheid aanwezig zou zijn waarmee wel de rendementseis op het eigen vermogen gerealiseerd zou kunnen worden. In de tweede berekening bedraagt de contante waarde van het belastingvoordeel € 22.673 wat de optelling is van de contante waarden van de belastingvoordelen op de afschrijving goodwill en de renteaftrek over de brutering, hierbij doen we enkele belangrijke aannames.

We veronderstellen dat de brutering volledig met vreemd vermogen wordt gefinancierd op basis van een annuïteitenlening.<sup>5</sup> Daarnaast veronderstellen we dat de bedrijfsrisico's niet van toepassing zijn op het deel van de brutering waardoor de tijdvoorkeur voor geld vermeerderd met een opslag voor discontinuïteit een reële vermogenskostenvoet zou zijn.<sup>6</sup>

Disconteringsvoet

20%

Jaar	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bruto goodwill	133.245	119.920	106.596	93.271	79.947	66.622	53.298	39.973	26.649	13.324	-
Afschrijving		13.324	13.324	13.324	13.324	13.324	13.324	13.324	13.324	13.324	13.324
Belastingvoordeel		2.665	2.665	2.665	2.665	2.665	2.665	2.665	2.665	2.665	2.665
Contante waarde belastingvoordeel	11.172	2.221	1.851	1.542	1.285	1.071	892	744	620	516	430
<b>Netto goodwill</b>	<b>122.072</b>										

Disconteringsvoet

6%

Jaar	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bruto goodwill	144.745	130.270	115.796	101.321	86.847	72.372	57.898	43.423	28.949	14.474	0
Afschrijving		14.474	14.474	14.474	14.474	14.474	14.474	14.474	14.474	14.474	14.474
Belastingvoordeel		2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895	2.895
Contante waarde belastingvoordeel	21.307	2.731	2.576	2.431	2.293	2.163	2.041	1.925	1.816	1.713	1.616
Rente		1.360	1.268	1.171	1.067	958	841	718	588	449	302
Aflossing		1.535	1.627	1.724	1.828	1.937	2.054	2.177	2.307	2.446	2.593
Hoofdsom (= brutering goodwill)	22.673	21.138	19.512	17.787	15.960	14.022	11.969	9.792	7.485	5.039	2.446
Belastingvoordeel rente		272	254	234	213	192	168	144	118	90	60
Contante waarde belastingvoordeel	1.366	257	226	197	169	143	119	96	74	53	34

Beide bedragen zijn gebaseerd op uitgangspunten waarvan men zich kan afvragen of deze van toepassing zijn. De werkelijke waarde van de brutering van de goodwill zal naar mijn mening tussen de twee waarden in moeten liggen omdat het risico van de brutering lager is dan het bedrijfsrisico en hoger dan de kostenvoet van het vreemd vermogen. Het risico is lager dan de kostenvoet eigen vermogen om de volgende reden. Of de tax shield op de afschrijving goodwill gerealiseerd wordt is afhankelijk of er voldoende belastbaar resultaat wordt gerealiseerd. Door de carry forward mogelijkheid wordt het risico gedempt. Als in één jaar het resultaat tegenvalt dan is er nog de mogelijkheid om het belastingvoordeel in volgende jaren te realiseren. Het risico is echter hoger dan van de kostenvoet vreemd vermogen. De vreemdvermogensverschaffer dient jaarlijks het afgesproken bedrag aan rente en aflossing te ontvangen. Daarnaast zijn er doorgaans zekerheden bedongen. In het geval dat er niet meer aan de verplichtingen aan de vreemdvermogensverschaffer kan worden voldaan, dan verkeert de onderneming in default en kunnen de zekerheden uitgewonnen worden. De positie van de vreemdvermogensverschaffer is dus minder risicovol dan de realisatie van de brutering van het tax shield. Er is nog geen uniforme wetenschappelijke onderbouwde mening wat de hoogte van de disconteringsvoet zou moeten zijn. Het blijft per geval casus specifiek. Of het accent meer naar de kostenvoet vreemd vermogen zal moeten liggen of meer richting de kostenvoet eigen vermogen hangt af van alle feiten en omstandigheden en het subjectieve uitgangspunt dat men hanteert. De in ons voorbeeld berekende bedragen geven echter wel de spreiding van de waarde van de brutering voor de koper. De berekeningen tonen ook aan dat beide bedragen beduidend lager zijn dan de acute heffing van € 30.518 die de werkgever van John tegemoet kan zien.

#### 4. Stille reserves

Waar we bij een aandelentransactie spreken over stille reserves gaan we er bij een activatransactie vanuit dat de boekwaarde van de activa vermeerderd met de stille reserves gelijk is aan de waarde in het economische verkeer van die individuele activa. Wat weer niet te verwarren valt met de economische waarde van alle activa samen. In ons voorbeeld van Modewinkel stelden we al vast dat de boekwaarde van het bedrijfspand € 93.000 en de waarde economische verkeer van het bedrijfspand € 150.000 bedraagt. De stille reserve op het bedrijfspand bedraagt dus € 57.000. Eerder zagen we dat we de waarde van de onderneming apart werd berekend en daar vervolgens de waarde volgens de taxatie minus de belastinglatentie bij werd opgeteld. De inventaris heeft een boekwaarde van € 25.000 en een waarde economisch verkeer van € 40.000. De inventaris heeft een stille reserve van € 15.000. Ook deze stille reserve kent een belastinglatentie. Bij een aandelentransactie lopen we vijf jaar lang een afschrijving van € 3.000 per jaar mis.

Disconteringsvoet 20%  
Stille reserve activa

Jaar	0	1	2	3	4	5
Boekwaarde	15.000	12.000	9.000	6.000	3.000	-
Afschrijving		3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Belastingvoordeel		600	600	600	600	600
CW belastingvoordeel	1.794	500	417	347	289	241

De contante waarde van het gemiste belastingvoordeel op de afschrijvingen bedraagt € 1.794. Deze latentie komt niet tot uitdrukking in de waardeberekening voor de aandelen-transactie maar is wel van belang om de hoogte van de goodwill te bepalen in de berekening zoals in paragraaf 3 is besproken.

Overnamebalans Modewinkel aandelentransactie			
Goodwill	122.072	Eigen vermogen	247.954
Pand	145.676	Lening	25.000
Inventaris	38.206	Crediteuren	35.000
Voorraad	50.000	Krediet	53.000
Liquide middelen	5.000		
<b>Totaal activa</b>	<b>360.954</b>	<b>Totaal passiva</b>	<b>360.954</b>

Overnamebalans Modewinkel activatransactie			
Goodwill	144.745	Overnamesom	354.745
Pand	150.000	Lening	
Inventaris	40.000	Crediteuren	35.000
Voorraad	50.000	Krediet	
Liquide middelen	5.000		
<b>Totaal activa</b>	<b>389.745</b>	<b>Totaal passiva</b>	<b>389.745</b>

Bovenstaand de balansen bij een aandelentransactie en bij een activatransactie. Voor de goodwill ga ik uit van de brutering op basis van de berekening tegen kostenvoet vreemd vermogen. Als we naar de uitwerking van de afrekening kijken tussen beide transacties, dan krijgen we het volgende beeld.

	Aandelen-transactie	Activa-transactie	Vershil
Verkoopopbrengst	247.954	354.745	-106.791
Aflossing vreemd vermogen	-	-78.000	78.000
Belasting over boekwinst	-	-44.186	44.186
<b>Netto opbrengst</b>	<b>247.954</b>	<b>232.559</b>	<b>15.396</b>
Vershil pand	-	7.076	-7.076
Vershil goodwill	-	6.276	-6.276
Vershil inventaris	-	1.206	-1.206
Vershil tarief Vpb	-	837	-837
<b>Totaal</b>	<b>247.954</b>	<b>247.954</b>	<b>-</b>

De opbrengst vanuit de verkoper gezien is € 15.396 hoger bij een aandelentransactie. Het verschil is te verklaren vanwege de verschillen in acute belastingheffing over de goodwill en de stille reserves en de contante waarde die deze voor John vertegenwoordigen. Daarnaast is er nog een klein verschil dat ontstaat vanwege het verschil in tarief in de vennootschapsbelasting. Bij een activatransactie wordt bij de verkoper een klein deel in het 25%-tarief belast terwijl bij de koper alles in de 20%-schijf valt.

Deze verschillen hebben als gevolg dat er een gat ontstaat in de waardeberekeningen van de verkoper en de koper terwijl de uitgangspunten gelijk zijn. Uiteraard zal het gat dat ontstaat onderdeel worden van de onderhandeling. Afhankelijk wie de wijziging van de transactiestructuur voorstelt zal dat ook de onderhandelingspositie van die partij in kwestie beïnvloeden. Vanuit het due diligence-oogpunt kan het vanuit de koper wenselijk zijn om voor een activatransactie te kiezen om hiermee kosten voor het onderzoek te besparen. Aan de andere kant leidt een activatransactie ertoe dat er overdrachtsbelasting verschuldigd is terwijl dit bij een aandelentransactie kan worden voorkomen.<sup>7</sup> Ook kan het voor de koper fiscaal gunstig zijn om vanuit een personenvennootschap te gaan ondernemen in plaats vanuit een besloten vennootschap waardoor hij in de onderhandeling misschien bereid is iets meer te betalen om gunstiger belast te worden over zijn toekomstige resultaten.

## 5. Personenvennootschappen

In het voorgaande heb ik de waarde van Modewinkel berekend waarbij ik ervan uitging dat de exploitatie van Modewinkel in een besloten vennootschap plaatsvindt waarbij het regime van de vennootschapsbelasting van toepassing is. Hoe verandert de berekening nu als het inkomstenbelastingtarief van toepassing is en wat voor effect heeft dit op de transactie. In de waardeberekening dient nu het marginale IB-tarief toegepast te worden waardoor de NOPLAT en dus ook de FCF lager uitvalt dan bij toepassing van het Vpb-tarief. De ondernemingswaarde is daardoor dus lager dan bij een bv. De belastingvoordelen op de afschrijving goodwill en de stille reserves nemen echter weer toe. Onderstaande tabel geeft aan hoe het verloop is van de waardeontwikkeling.

Belastingtarief	20%	36,25%	42%	52%
Waarde onderneming	180.278	156.841	146.471	128.434
Waarde TS GW	21.307	33.212	38.480	47.642
TS stille reserve OG	4.324	5.456	6.322	7.827
TS stille reserve inventaris	1.794	2.797	3.241	4.012
<b>Totaal</b>	<b>207.703</b>	<b>198.306</b>	<b>194.514</b>	<b>187.915</b>
Vershil	-	-9.397	-13.189	-19.788

Ik bereken de FCF rekening houdend met de verschillende IB-tarieven en rekening houdend met de mkb-winstvrijstelling. Vervolgens bereken ik de waarde van de belastingvoordelen uitgaande van de eerder berekende brutobedragen in de vorige paragraaf. De hogere belastingaftrek voor de goodwill en de stille reserves weegt niet op tegen het effect op de waarde van de onderneming. Een bijkomend effect is echter het salaris van de ondernemer. In de berekening over de waarde en stille reserves heb ik het effect van de zelfstandigenaftrek buiten beschouwing gelaten. De zelfstandigenaftrek reken ik toe aan het ondernemersinkomen. Bij Modewinkel ga ik uit van een ondernemersinkomen van € 50.000 per jaar. Het belastingvoordeel dat een ondernemer over zijn inkomen realiseert in vergelijking met een bv-situatie bedraagt € 5.570 per jaar als gevolg van de zelfstandigenaftrek en mkb-winstvrijstelling. Als ik dit bedrag vervolgens weer contant maak tegen de kostenvoet eigen vermogen en rekening houdend met inflatie van 2% heeft dit een waarde van ca. € 31.000. Als we dit dan weer in de berekening meenemen, dan pakt de berekening gunstig uit voor de personenvennootschap.

De vergelijking gaat natuurlijk wel mank, in het bv-scenario heeft John zijn waarde in de bv opgebouwd. Als hij die waarde nog naar privé wil halen dient hij nog aanmerkelijk-belangbelasting te betalen. Bij het personenvennootschaps-scenario rekent hij direct met de Belastingdienst af en heeft hij de gelden in privé beschikbaar. Wanneer John in de toekomst zelf zijn Modewinkel gaat verkopen dient hij meer over de goodwill en stille reserves af te rekenen vanuit de personenvennootschap dan vanuit de bv. Maatwerk in financiële en fiscale planning zal moeten uitwijzen wat de beste constructie is voor John.

## 6. Financiering

Een activatransactie en een aandelentransactie geven verschillende uitkomsten voor de overnamesom en kennen beide dus een andere financieringsbehoefte. De activatransactie vergt meer kapitaal doordat toekomstige belastingvoordelen direct worden afgerekend met de verkoper. Deze hogere financieringsbehoefte geeft niet alleen een hogere tax shield op de rente zoals ik eerder besprak, het geeft ook een hogere uitdaging om de financiering rond te krijgen wanneer er een externe financier bij betrokken is.

De koopsom bedroeg in het scenario van de aandelentransactie € 247.945 waarbij er € 78.000 aan bestaande financiering werd overgenomen. De totale financiering bedraagt dus € 325.945. Bij de activatransactie is de overnamesom € 354.745. In dit geval gaan de lopende financieringen niet mee. Het te financiering bedrag is dus ca. € 30.000 hoger.

	waarde	dekkingswaarde
Goodwill	144.745	-
Pand	150.000	96.000
Inventaris	40.000	20.000
Voorraad	50.000	7.500
<b>Totaal</b>	<b>384.745</b>	<b>123.500</b>

In de bovenstaande tabel zijn de zekerheden opgenomen. Voor een bancaire financiering ga ik ervan uit dat het bedrijfspand als dekking biedt 80% van de executiewaarde en dat de executiewaarde 80% is van de waarde in het economische verkeer. Voor de inventaris hanteer ik een dekkingswaarde van 50% van de waarde in het economische verkeer. Al zal een bank die waarde wel door een onafhankelijk deskundige bevestigd willen zien in de vorm van een taxatie. Anders gaat zij uit van 50% van de boekwaarde. Voor de voorraad hanteer ik 50% van de waarde minus de crediteuren.<sup>8</sup> In relatie tot de benodigde financiering is er in beide gevallen al sprake van een fors dekkingstekort van respectievelijk € 202.454 en € 231.245. De dekkingspositie is dus al heel mager. Als we de solvabiliteit in ogenschouw nemen, dan corrigeert de bank in haar berekening van de solvabiliteit de goodwill op het eigen vermogen en het balanstotaal. De bancaire solvabiliteit of aansprakelijk vermogen zal bij een overnamefinanciering al snel heel laag zijn of negatief. Een activatransactie zal deze ratio alleen maar meer ongunstig beïnvloeden. Wanneer de koper dus op een bank aangewezen is voor de financiering of voor een deel ervan, dan heeft de activatransactie tot gevolg dat de bankratio's slechter worden hetgeen zich bijna altijd vertaalt in slechtere voorwaarden en hogere tarieven. De hogere kosten voor het vreemd vermogen hebben vervolgens weer tot gevolg dat er een kleiner deel van de FCF overblijft voor de verstrekkers van het eigen vermogen.

## 7. Welke type transactie heeft de voorkeur?

De effecten op de waarde bij de verschillende transactie-vormen zijn van belang voor de afwegingen van koper en verkoper. Het type transactie zal doorgaans bepaald worden door een breed scala aan factoren waarvan de waarde-elementen slechts één onderdeel zijn. De koopsom die tot stand komt zal van al deze factoren afhangen. Niet te onderschatten hierin is de mate van onderhandelingsvaardigheid en onderhandelingsmacht die een partij heeft. Per saldo zijn de verschillen die optreden door verschillen in latentiewaarderingen en de keuze voor een activatransactie of een aandelentransactie te overzien en vallen binnen de bandbreedte van een normale prijsonderhandeling. Ieder prijsonderhandeling wordt gedreven door de subjectieve percepties van partijen. In mijn voorbeeld ging ik ervan uit dat partijen een gelijke visie hadden over de toekomstige resultaten. In de praktijk komt dit nauwelijks voor waardoor de verschillen over de waarde nog groter zijn dan die als gevolg van de aspecten zoals in dit artikel beschreven. Het ombouwen van een aandelentransactie naar een

activatransactie geeft waardeverschillen op de verschillende componenten. Per saldo zijn alle verschillen samen te overzien. De kennis over de veranderingen per onderdeel geven een extra stukje gereedschap om de onderhandelingen tot een goed einde te brengen.

In dit artikel beschreef ik de waardering van een onderneming bij een bedrijfsovername waarbij partijen de transactievorm gezamenlijk bepalen. Er zijn natuurlijk tal van situaties denkbaar waarbij de juiste waardering van activa van belang kan zijn zonder dat deze gedreven worden door een transactie of dat partijen geen keus hebben in de vorm. Denk aan uitkoopsituaties bij echtscheiding of geschillen en fiscale kwesties. Een juiste berekening en de juiste onderbouwing zijn dan van essentieel belang.

## 8. Conclusies

- De keuze tussen een aandelentransactie of een activa-transactie heeft effect op de waarde door de fiscale aftrekbaarheid van de afschrijvingen op goodwill en/of stille reserves. De extra aftrek leidt tot waardeverhoging voor de koper, maar tot acute belastingheffing bij de verkoper.
- De waardeverschillen die optreden hangen sterk af van de subjectieve uitgangspunten die men hanteert zoals de vereiste disconteringsvoet voor de brutering en de belastinglatentie en het belastingtarief dat gehanteerd wordt.
- De waarderingsverschillen vallen doorgaans mee en liggen binnen een normale bandbreedte van de onderhandeling in een transactie. Een activatransactie heeft een ongunstig effect voor de verkoper vanwege de acute belastingheffing en een ongunstig effect voor de koper vanwege de hogere financieringsbehoefte.

## Noten

- Ik gebruik de Harris en Pringle-variant van APV waarbij de tax shield contant wordt gemaakt tegen de kostenvoet eigen vermogen unlevered.
- Het zou beter zijn om als uitgangspunt voor het tax shield de verwachte overnamefinanciering als uitgangspunt te nemen. Ik kies bewust voor wat vereenvoudiging naar een éénfasemodel om het voorbeeld overzichtelijk te houden.
- De disconteringsvoet op vastgoed impliceert doorgaans een WACC doordat uitgegaan wordt van een vaste financieringsstructuur op vastgoed.
- De liquide middelen beschouwen we als normaal werkkapitaal ten behoeve van kasgeld en pinbetalingen onderweg.
- In werkelijkheid zal een financieringsstructuur integraal op de totale transactie worden afgestemd.
- Als alleen de tijdvoorkeur voor geld aanwezig zou zijn, dan is er sprake van een risicovrije belegging. Dat is hier niet het geval. In ieder geval is er een discontinuïteitsrisico. We veronderstellen dat het verschil tussen de kostenvoet voor het vreemd vermogen en risicovrij het discontinuïteitsrisico uitdrukt.
- Mits voldaan wordt aan de eisen om niet als onroerendgoed-bv te kwalificeren.
- Dekkingswaarden per bank verschillen, genoemde percentages zijn indicatief.