

# Hoe om te gaan met in een bedrijfs

1 uur netto-  
onderwijs

## Chris Denneboom

Drs. 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 onroerend goed, operationeel gebonden onroerend goed, niet-operationeel gebonden onroerend goed, stille reserves, belastinglatentie.



## Kennistoets

WWW.PE-BEDRIJFSOPVOLGING.NL

### Leerdoelen

Na het lezen van dit artikel:

- kent u de aandachtspunten als onroerend goed bij een bedrijfswaardering is betrokken;
- kunt u operationeel gebonden onroerend goed onderscheiden van niet-operationeel gebonden onroerend goed;
- kunt u een taxatierapport inzake onroerend goed juist interpreteren bij een bedrijfswaardering.

## Samenvatting

Bij het waarderen van een onderneming is er soms sprake van onroerend goed als onderdeel van de waardering.

Het maakt verschil voor de te hanteren systematiek of er sprake is van operationeel gebonden onroerend goed of niet-operationeel gebonden onroerend goed.

Bij operationeel gebonden onroerend goed worden het onroerend goed en de exploitatie als één entiteit beschouwd in de waardering met dezelfde disconteringsvoet en hetzelfde risicoprofiel. Wanneer het onroerend goed niet operationeel gebonden is worden de exploitatie en de het onroerend goed separaat gewaardeerd ieder tegen de eigen disconteringsvoet die past bij het risico. Bij vastgoedtaxaties zijn terminologie en disconteringsvoeten anders dan bij bedrijfswaardering waardoor correcties gemaakt moeten worden om disconteringsvoeten uit taxatierapporten te kunnen gebruiken in waarderingsvraagstukken van ondernemingen.

## 1 Inleiding

Bij een bedrijfswaardering of aandelenwaardering komt het soms voor dat onroerend goed onderdeel uitmaakt van de onderneming. Wanneer dit het geval is dient men bij de waardering hiermee rekening te houden. Het risicoprofiel en de liquidatiewaarde van het onroerend goed binnen de onderneming kunnen (beduidend) anders zijn dan die van exploitatie zelf. In dit artikel zal ik uitleggen in welke mate aanwezig onroerend goed invloed heeft op de bedrijfswaardering en hoe u dit tot uiting dient te laten komen in de waardering.

# onroerend goed waardering?

## 2 Operationeel of niet-operationeel onroerend goed?

Wanneer er sprake is van onroerend goed bij een waardering dan dient eerst vastgesteld te worden of er sprake is van operationeel gebonden of niet-operationeel gebonden onroerend goed. Van operationeel gebonden onroerend goed is sprake wanneer het onroerend goed en de exploitatie dusdanig met elkaar verweven zijn dat de exploitatie in ander onroerend goed of het onroerend goed aanwenden voor een andere exploitatie niet mogelijk is. De meest duidelijke voorbeelden zijn: een jachthaven, een golfbaan, een overdekte skibaan etc. Van niet-operationeel gebonden onroerend goed is sprake als het tegenovergestelde het geval is van wat ik hiervoor beschreef. Denk bijvoorbeeld aan een kantoor waarin een accountantsorganisatie is gevestigd. In dat kantoor zou ook makkelijk een internet-bedrijf of een advocatenkantoor gevestigd worden. De exploitatie van de accountantsorganisatie kan ook makkelijk op een andere locatie kunnen worden uitgeoefend. Bij de genoemde voorbeelden is het overduidelijk of het onroerend goed operationeel gebonden is of niet. Soms is het echter minder duidelijk. Denk dan aan productie-faciliteiten zoals fabrieken. Vaak is het machinepark specifiek op de huisvesting gebouwd en is het verhuizen van deze machines om velerlei redenen economisch niet logisch. De exploitatie is dan gebonden aan het onroerend goed, maar de cruciale vraag is of het onroerend goed ook gebonden is aan de exploitatie. Het zou heel goed kunnen dat het onroerend goed ook voor een andere exploitatie geschikt kan zijn. De inschakeling van een vastgoeddeskundige is meestal noodzakelijk om dit vast te stellen. Van belang is dan wat de waarde van het pand zou zijn vrij van huur en gebruik en wat de verwachte tijd zal zijn die benodigd is om tot verkoop of verhuur van het onroerend goed te komen.

De essentie om erachter te willen komen of onroerend goed operationeel gebonden is of niet ligt in het feit dat wanneer het onroerend goed operationeel gebonden is, het risico van

de (fictieve) vastgoedexploitatie gelijk is aan het risico van de exploitatie zelf. Als de exploitatie van een golfbaan niet lonend is dan heeft dat consequenties voor de waarde van het onroerend goed; de waarde van het onroerend goed zal afhangen van wat een normale exploitatie aan huisvestingslasten kan dragen. Wanneer een accountantsorganisatie niet rendeert heeft dit geen consequenties voor de waarde van het onroerend goed. De vierkantemeterprijs hangt puur af van het overige vraag en aanbod in de markt voor kantoorruimte. Het risico bij discontinuïteit van de exploitatie verschilt in beide situaties beduidend. Bij discontinuïteit van een exploitatie met operationeel gebonden onroerend goed is de liquidatiewaarde van het onroerend goed beduidend lager dan bij discontinuïteit van een exploitatie met operationeel ongebonden onroerend goed. Het onroerend goed behoudt in het laatste geval haar 'executiewaarde' die afhangt van marktfactoren en niet van de exploitatie.

## 3 Waardering van operationeel gebonden onroerend goed bij een bedrijfswaardering

Wanneer er sprake is van operationeel gebonden onroerend goed dan is het onroerend goed onderdeel van de totale activa die de geldstromen genereren. Bij een waardering volgens de discounted cash flow-methode (DCF) gebruikt men dus gewoon de vrije geldstromen (of de geconsolideerde vrije geldstromen als het onroerend goed in een aparte vennootschap is ondergebracht) die de onderneming genereert om de ondernemingswaarde te bepalen.

Om fiscale redenen is het bij een waardering van een onderneming vaak wenselijk om de economische ondernemingswaarde onder te verdelen naar goodwill en stille reserves. Ook voor een eventuele bancaire financiering is dit gewenst. De aanpak illustreren we aan de hand van het volgende voorbeeld.

### Sauna Vitaal

Sauna Vitaal is een middelgroot saunacomplex. De exploitatie wordt uitgeoefend in een eigen pand. De investeringen bij de opstart bedroegen € 1.200.000 voor de stichtingskosten van het pand en de aankoop van de grond, € 1.200.000 voor de nagelvaste inrichting en de verbouwing en € 500.000 voor de inventaris. De exploitatierekening ziet er als volgt uit.

Exploitierekening Sauna Vitaal	A	
Omzet	3.000.000	100,0%
Inkoopwaarde omzet	600.000	20,0%
<b>Brutowinst</b>	<b>2.400.000</b>	<b>80,0%</b>
Personeelskosten	1.050.000	35,0%
Huisvestingskosten	270.000	9,0%
Overige bedrijfskosten	360.000	12,0%
Afschrijvingen onroerend goed + verbouwing	-	0,0%
Afschrijvingen overige activa	100.000	3,3%
<b>Totale kosten</b>	<b>1.780.000</b>	<b>59,3%</b>
<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>620.000</b>	<b>20,7%</b>

De vermelde huisvestingskosten zijn de energielasten en de assurantie en belastingen voor de huisvesting.

Als we nu veronderstellen dat het resultaat representatief is voor de toekomst dan kunnen we de vrije geldstromen berekenen en de onderneming waarderen.

<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>620.000</b>
Belasting	-145.000
Noplat	475.000
Afschrijvingen	100.000
Investeringen	-100.000
Mutatie werkkapitaal	-
Mutatie voorzieningen	-
<b>Vrije geldstroom</b>	<b>475.000</b>

We gaan uit van € 100.000 aan jaarlijkse vervangingsinvesteringen. Omdat we van een één-fasewaarderingsmodel uitgaan hebben we de afschrijvingen op het onroerend goed geëlimineerd. Het één-fasemodel veronderstelt immers dat de vrije geldstromen tot in het oneindige hetzelfde blijven met als enige verandering het meegroeien met de inflatie. De afschrijvingen op het onroerend zijn beperkt tot 50% van de WOZ-waarde en de verbouwing wordt in 10 jaar afgeschreven. Deze lopen dus niet tot het oneindige door.

De werkelijke afschrijvingen en het belastingvoordeel (tax shield) dat hieruit voortkomt heb ik separaat uitgerekend en corrigeer ik in de berekening.<sup>1</sup> Gemakshalve ga ik ervan uit dat er geen mutatie van het werkkapitaal is en ook geen mutatie van eventuele voorzieningen.

De ondernemingswaarde berekenen we volgens onderstaande formule:

$$TV_t = \frac{CF_{t+1}}{r-g}$$

TV = Terminal Value; in mijn berekening de waarde van toekomstige cash flows.

r = rendementseis, in mijn berekening de WACC.

g = growth, het groeipercentage in de prognose in mijn berekening gelijk aan de verwachte inflatie van 2%.

De vrije geldstroom bedraagt € 475.000.

Voor de disconteringsvoet gaan we uit van een WACC<sup>2</sup> van 15,4%, die gebaseerd is op een kostenvoet eigen vermogen unlevered van 16,4%, een kostenvoet van het vreemd vermogen van 5% en een vaste vermogensverhouding van 25% eigen vermogen en 75% financiering met vreemd vermogen. De vaste vermogensverhouding is theoretisch zeer discutabel maar om het voorbeeld niet onnodig complex te maken gaan we hier toch vanuit. Ten slotte hanteren we een groeipercentage gelijk aan de verwachte inflatie van 2%. De berekening is dan als volgt.

Waarde vrije geldstromen =  $475.000 / (15,4\% - 2\%) = € 3.541.473$ .

Daarnaast hebben we nog de waarde van het tax shield op de afschrijvingen van het onroerend goed die we uit de geldstroom geëlimineerd hebben. Deze bedraagt € 199.701.

De totale waarde van de onderneming bedraagt dan  $€ 3.541.473 + € 199.701 = € 3.741.173$ .

De berekende waarde is de ondernemingswaarde van de totale exploitatie inclusief het onroerend goed. Men zou deze waarde kunnen onderverdelen door de waarde van het onroerend goed gelijk te stellen aan de stichtingskosten of de WOZ-waarde. Beter is het om de economische waarde van het onroerend goed uit te rekenen. Om deze berekening te maken dient de normale exploitatie vastgesteld te worden. Ervan uitgaande dat de omzet en bedrijfskosten al representatief zijn voor een normale exploitatie hoeven we alleen de huisvestingskosten te normaliseren. Dit kan door een norm te stellen voor de huisvestingskosten als percentage van de omzet of een norm te stellen voor de EBIT of EBITDA. Dit kan door een vergelijking te maken met branchecijfers of een referentiegroep op te stellen. In ons voorbeeld gaan we uit van de norm dat de totale huisvestingslasten 21% van de omzet mogen bedragen in deze branche. De overige huisvestingskosten bedragen 9% van de omzet daaruit leiden we af dat de huurlasten 12%

mogen bedragen, hetgeen neerkomt op € 360.000. Als we dit bedrag na aftrek van vennootschapsbelasting, in dit voorbeeld uitgaande van het marginale belastingtarief van 25%, contant maken, dan krijgen we een waarde van de geldstromen vanuit de 'fictieve' huur van € 270.000 / (15,4125% - 2%) = € 2.013.048.

Daar dient nog bij opgeteld te worden de eerder genoemde tax shield van de afschrijving op het onroerend goed van € 199.701. De waarde van het onroerend goed komt hiermee op € 2.212.748. De onderverdeling van de eerder berekende ondernemingswaarde ziet er dan uit als in onderstaand overzicht.

Contante waarde geldstromen fictieve huur	2.013.048
Tax shield afschrijvingen	199.701
Waarde OG	2.212.748
Waarde exploitatie	1.528.425
<b>Totale waarde onderneming</b>	<b>3.741.173</b>

Om tot de berekening van de waarde van de aandelen te komen dient nog de waarde van het aanwezige vreemd vermogen in mindering te worden gebracht en eventuele liquide middelen en andere niet-operationele activa er nog bij opgeteld te worden.

In mijn rekenvoorbeeld van Sauna Vitaal ligt de economische waarde dicht bij de stichtingskosten. Dit hoeft niet zo te zijn. Als blijkt dat de totale omzetspotentie lager uitpakt dan € 3.000.000, dan heeft dat effect op de exploitatie en dus ook op het bedrag vanuit de exploitatie dat beschikbaar is voor huisvestingslasten. Als dit bedrag lager is, dan is de economische waarde van het onroerend goed dus ook lager. Maar het omgekeerde kan natuurlijk ook.

## 4 De waardering van niet-operationeel gebonden onroerend

Wanneer er sprake is van niet-operationeel gebonden onroerend goed dan is de waardering van het onroerend goed eenvoudiger. Een vastgoeddeskundige kan dan de waarde van het onroerend goed vaststellen op basis van de door hem gangbare methodes. Onderstaand de exploitatie van Accountantskantoor Cijfer. Het kantoor presteert stabiel en is gevestigd in een bedrijfspand dat zij in eigendom heeft. In kolom A de exploitatie zoals deze werkelijk is en in kolom B de exploitatie met genormaliseerde huisvestingslasten (zie de tabel onderaan de pagina).

Een onafhankelijke vastgoeddeskundige heeft de huurwaarde van het pand vastgesteld op een huurbedrag van € 75.000 per jaar. De waarde van het pand heeft hij vastgesteld op € 778.000 kosten koper. Voor de waardering van de exploitatie normaliseren we de huisvestingskosten conform de opgave van de huurwaarde. De overige huisvestingskosten dalen iets omdat hierin enkele kosten besloten zaten die voor rekening van de vastgoedexploitatie dienen te komen en niet ten laste van de accountants-

Bedrijfsresultaat	500.000	16,7%
Belasting	-115.000	-3,8%
Noplat	385.000	12,8%
Afschrijvingen	60.000	2,0%
Investerings	-60.000	-2,0%
Mutatie werkkapitaal		
Mutatie voorzieningen		
<b>Vrije geldstroom</b>	<b>385.000</b>	<b>12,8%</b>

Exploitatierkening Accountantskantoor Cijfer	A		B	
Omzet	3.000.000	100,0%	3.000.000	100,0%
Inkoopwaarde omzet	150.000	5,0%	150.000	5,0%
<b>Brutowinst</b>	<b>2.850.000</b>	<b>95,0%</b>	<b>2.850.000</b>	<b>95,0%</b>
Personeelskosten	1.800.000	60,0%	1.800.000	60,0%
Huur	-	0,0%	75.000	2,5%
Huisvestingskosten	60.000	2,0%	55.000	1,8%
Overige bedrijfskosten	360.000	12,0%	360.000	12,0%
Afschrijvingen onroerend goed	-	0,0%	-	0,0%
Afschrijvingen overige activa	60.000	2,0%	60.000	2,0%
<b>Totale kosten</b>	<b>2.280.000</b>	<b>76,0%</b>	<b>2.350.000</b>	<b>78,3%</b>
<b>Bedrijfsresultaat</b>	<b>570.000</b>	<b>19,0%</b>	<b>500.000</b>	<b>16,7%</b>

exploitatie. De waardering van het accountantskantoor kan vervolgens plaatsvinden op basis van de te berekenen vrije geldstroom vanuit het genormaliseerde bedrijfsresultaat, zoals hierboven weergegeven.

Op basis van de eerder vermelde formule kunnen we de waarde van de onderneming uitrekenen.

Voor de waardering van de exploitatie van het accountantskantoor gaan we uit van een kostenvoet van het eigen vermogen unlevered van 17%, binnen de onderneming is geen vreemd vermogen aanwezig dus op basis van de werkelijke vermogensstructuur is de WACC dan gelijk aan de kostenvoet eigen vermogen unlevered.

De berekening wordt dan  $\text{€ } 385.000 / (17\% - 2\%) = \text{€ } 2.566.667$ .

De waarde van het accountantskantoor laat zich als volgt berekenen:

#### Ondernemingswaarde

Vreemd vermogen	-/-
Overtollige liquide middelen	+/+
Niet-operationele activa	+/+
Waarde aandelen	=

Het vreemd vermogen bedraagt € 1.000.000 en er zijn geen overtollige liquide middelen. Het niet-operationele activum is in dit geval het bedrijfspand. Het pand is getaxeerd op € 778.000 kosten koper. We kunnen de waarde van het pand echter niet zomaar optellen bij de waarde van de aandelen. We dienen de verschillende waardedefinities met elkaar in overeenstemming te brengen.

#### Kosten koper

De definitie kosten koper (k.k.) is de waarde van onroerend goed voor de verwervingskosten. Dit begrip dient vaak als basis voor de vraagprijs bij een verkoop. De waarde vrij op naam (VON) is de waarde zoals deze wordt berekend vanuit de netto markthuur en het vastgestelde netto aanvangsrendement (NAR). De waarde vrij op naam -/- verwervingskosten = waarde kosten koper.

Bij de aandelenwaardering is er geen sprake van verwervingskosten. Het taxatierapport leert dat uit werd gegaan van 6,25% verwervingskosten. De waarde vrij op naam is dus de waarde kosten koper x (1,0625) = € 778.000 x 1,0625 = € 826.625.

#### Belastinglatentie

Bij het uitgangspunt vrij op naam gaat de taxateur ervan uit dat het onroerend goed tegen de getaxeerde waarde wordt verkregen. Wanneer men een pand verwerft mag men ook afschrijven over dit pand. Wanneer bij een waardering het onroerend goed onderdeel maakt van een aandelenwaardering kan er niet over de aanschaffingsprijs worden

afgeschreven, maar dient men de afschrijvingen over de aanwezige boekwaarde voort te zetten. Het verschil tussen de afschrijvingen bij aankoop van het pand tegen de getaxeerde waarde en de afschrijvingen volgens het geldende regime binnen de vennootschap leidt tot een verschil in belastingheffing. Dit wordt ook wel de belastinglatentie genoemd. In bijlage 1 maken we de berekening van de belastinglatentie voor het kantoorpand van Accountantskantoor Cijfer. In onze berekening gaan we uit van een boekwaarde gelijk aan de koopsom vermeerderd met de verwervingskosten. Daarnaast veronderstellen we dat de WOZ-waarde gelijk is aan de waarde kosten koper. Het pand heeft een historische aanschafprijs van € 500.000 en de boekwaarde op de waarderingsdatum bedraagt € 330.000. Er wordt op dit moment niet meer op het pand afgeschreven.

Voor het belastingtarief ga ik uit van 20% vennootschapsbelasting (vpb), gebaseerd op het marginale vpb-tarief van de onroerendgoedexploitatie. Als disconteringsvoet sluit ik aan bij een herberekening van de NAR zoals de vastgoeddeskundige hanteert. Later zal ik deze berekening nog toelichten.

Uit de bijlage blijkt dat er 10 jaar afschrijving gemist wordt. De contante waarde van het gemiste belastingvoordeel van het afschrijvingspotentieel bedraagt € 43.757. Bij de berekening van de latentie ga ik uit van het continuïteitsprincipe. Dat betekent dat de veronderstelling is dat het pand en de exploitatie in de huidige vorm gehandhaafd blijven. Zou het zo zijn dat er een verkoop van het pand gepland is in de toekomst, dan zou ook nog een correctie moeten plaatsvinden op de latentie van het verschil tussen de werkelijke boekwaarde en de berekende boekwaarde na 10 jaar en de vpb-heffing over dit verschil bij verkoop.

De totale waarde van het onroerend goed in de aandelenwaardering komt daarmee op: € 826.625 -/- € 43.757 = € 782.868.

De waarde van de aandelen van Accountantskantoor Cijfer komt dan uit op:

Ondernemingswaarde		2.566.667
Vreemd vermogen	-/-	1.000.000
Overtollige liquide middelen	+/+	-
Niet-operationele activa	+/+	782.868
Waarde aandelen	=	2.349.535

## 5 DCF-waardering onroerend goed

We zien steeds vaker dat onroerendgoedtaxateurs zakelijk onroerend goed op basis van de discounted cash flow-methodiek waarderen. De werkwijze van vastgoedtaxateurs wijkt echter af van de wijze waarop een bedrijfswaardering op basis van discounted cash flow wordt berekend. In deze

paragraaf bespreek ik deze verschillen om interpretatieverschillen bij waarderingen te voorkomen.

Bij een aandelenwaardering volgens DCF berekenen we op onderstaande wijze de vrije geldstroom.

Bedrijfsresultaat	
Belasting	-/-
Noplat	=
Afschrijvingen	+
Investeringsen	-
Mutatie werkkapitaal	+/-
Mutatie voorzieningen	+/-
Vrije geldstroom	=

Bij een vastgoedwaardering gaat men uit van de nettohuur. Dit is de brutohuur na aftrek van de exploitatiekosten van het onroerend goed, zoals OZB, rioolheffing en verzekeringen en na aftrek van onderhoudskosten.<sup>3</sup> Deze maakt men contant tegen een disconteringsvoet die men het netto aanvangsrendement noemt (NAR). Feitelijk vertoont dit veel gelijkens met de eerder gehanteerde formule.

$$TV_t = \frac{CF_{t+1}}{r-g}$$

Hierbij is CF de nettohuur en de NAR is r-g. Het gehanteerde rendement is dus de NAR + de groeivoet, die bij de waardering de verwachte inflatie is. Bij een vastgoedwaardering zou dit de verwachte waardegroei van onroerend goed moeten zijn. Bij de DCF-waardering van onroerend goed zien

we dan ook vaak dat de disconteringsvoet gelijk wordt gesteld aan de NAR + de verwachte waardeinstijging van het onroerend goed. Er is echter een belangrijk verschil met de systematiek, zoals we die bij aandelenwaardering hanteren en dat is het rekening houden met belastingheffing. De onroerendgoedtaxateur laat de invloed van de heffing van belasting achterwege. Dit is ook logisch want een pand kan in box 1 geëxploiteerd worden, in box 3 geëxploiteerd worden of via een besloten vennootschap waardoor er vpb-heffing en het box 2-regime van toepassing is. De fiscale keuze van de eigenaar van het onroerend goed dient geen invloed te hebben op de waarde van het onroerend goed. Om die reden wordt dit aspect buiten beschouwing gelaten. Echter, om bij een aandelenwaardering consistent te rekenen dienen we wel rekening te houden met de juiste uitgangspunten.

In de volgende berekening maak ik de DCF-berekening van het pand van Accountantskantoor Cijfer uit mijn eerdere voorbeeld.

In mijn berekening maak ik een normale DCF-berekening. Ik neem de huur en breng daarop de kosten in mindering. Ik ga uit van een kostenstijging van 2% per jaar. Voor de waardeinstijging van het onroerend goed ga ik ook uit van 2% per jaar. Er kan 10 jaar afgeschreven worden totdat 50% van de WOZ-waarde wordt bereikt. Ik hanteer een vpb-tarief van 20%. Op basis hiervan bereken ik de vrije geldstromen. Voor de waardering maak ik gebruik van het twee-fasen-waarderingsmodel. De eerste 10 jaar maak ik de individuele vrije geldstromen contant en na jaar 10 gebruik ik de eerder toegelichte Terminal Value-formule. Om op de beoogde waarde uit te komen van € 778.000 k.k. benoem ik de disconteringsvoet als onbekende variabele. Bij een disconteringsvoet van 8,34% kom ik op de beoogde waarde uit.

Waardegroei	2%											
Disconteringsvoet	8,34%											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
WOZ-waarde	778.000	793.560	809.431	825.620	842.132	858.975	876.154	893.677	911.551	929.782	948.378	967.345
Boekwaarde	826.625	793.560	760.495	727.430	694.365	661.300	628.235	595.170	562.105	529.040	495.975	462.910
Afschrijving	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	-
Afschrijving mogelijk		ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	nee
Huur		75.000	76.500	78.030	79.591	81.182	82.806	84.462	86.151	87.874	89.632	91.425
Kosten		5.000	5.100	5.202	5.306	5.412	5.520	5.631	5.743	5.858	5.975	6.095
Onderhoud		8.000	8.160	8.323	8.490	8.659	8.833	9.009	9.189	9.373	9.561	9.752
Afschrijving		33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	-
EBIT		28.935	30.175	31.440	32.730	34.046	35.388	36.757	38.154	39.578	41.031	75.578
Belasting		-5.787	-6.035	-6.288	-6.546	-6.809	-7.078	-7.351	-7.631	-7.916	-8.206	-15.116
Noplat		23.148	24.140	25.152	26.184	27.237	28.310	29.406	30.523	31.662	32.825	60.462
Afschrijving		33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	-
Vrije geldstroom		56.213	57.205	58.217	59.249	60.302	61.375	62.471	63.588	64.727	65.890	60.462
												954.368
CW	826.625	51.888	48.741	45.787	43.013	40.409	37.964	35.669	33.513	31.489	29.588	428.564
		-										
VON-waarde	826.625											
Verwervingskosten	48.625											
K.K.-waarde	778.000											

Als we dit vergelijken met de NAR-formule dan komen we tot de volgende berekening.

Waarde vrij op naam = netto markthuur / NAR

NAR = netto markthuur / waarde vrij op naam

NAR = 62.000 / 826.625 = 7,5%

Hieruit kunnen we een disconteringsvoet voor correctie groei of inflatie afleiden van 9,5% bij de door mij gehanteerde groeivoet van 2%.

Om de contante waarde te berekenen van het tax shield van de afschrijvingen op het onroerend goed dient men dus uit te gaan van de door mij eerder uitgerekende disconteringsvoet van 8,34% en niet van de NAR of de disconteringsvoet zoals de onroerendgoedtaxateur deze hanteert.

De gehanteerde disconteringsvoet is een WACC. Het is dus een gewogen gemiddelde kostenvoet van het vreemd vermogen en het eigen vermogen. In een wereld zonder belastingen zijn de WACC en de kostenvoet eigen vermogen unlevered gelijk. Dit loopt geheel in lijn met de theorie van Miller en Modigliani.<sup>4</sup> Omdat de vastgoedtaxateur geen rekening houdt met de belastingen wordt hier ook geen nadere aandacht aan geschonken in het taxatierapport. Bij vastgoed als onderdeel van een aandelenwaardering dient hier echter wel aandacht aan geschonken te worden. De tax shield op de renteaftrek van het vreemd vermogen kan hierbij een wezenlijk waardeonderdeel vormen.

### Tax shield onroerend goed

In bijlage 2 maken wij de berekening van de tax shield op het onroerend goed van het voorbeeld van Accountantskantoor Cijfer. Wij gaan ervan uit dat bij de aankoop 60% van de aankoopprijs gefinancierd kan worden. De financiering heeft een looptijd van 20 jaar. We hanteren een kostenvoet van het vreemd vermogen van 4% en een belastingtarief van 20%. Op basis hiervan kan het renteaftrekvoordeel uitgerekend worden. We maken de jaarlijkse renteaftrek contant tegen de kostenvoet eigen vermogen unlevered. De tax shield komt uit op € 23.618. In de eerdere berekening waarbij we geen rekening hielden met de tax shield was de contante waarde van de cashflows bij de DCF-berekening € 826.625. Dit bedrag dient nu € 23.618 lager uit te komen omdat de waarde van de cashflows en de waarde van het tax shield samen de VON-waarde vormen. Om hiertoe te komen passen we de disconteringsvoet door iteratie aan. Waar de disconteringsvoet eerder 8,34% was, wordt deze nu 8,53%. We zien ook in de berekening dat de veronderstelling van een vaste vermogensverhouding niet opgaat. Het vreemd vermogen neemt af en daardoor neemt dus het eigen vermogen toe. Deze berekening wordt pas interessant en relevant als we te maken hebben met grotere bedragen en wanneer afgeweken wordt van de gehanteerde uitgangspunten. Wanneer bijvoorbeeld de financiering voor een groter deel met eigen vermogen plaatsvindt dan zal de waarde van het tax shield lager zijn en dus ook de VON-waarde van het onroerend goed als onderdeel van een aandelenwaardering. Het omgekeerde geldt uiteraard ook. En de waarde van het tax shield op de rente zal ook

toenemen, wanneer de rente hoger is dan de gehanteerde 4% en vice versa. Het is duidelijk dat de disconteringsvoet voor het onroerend goed fors lager is dan de disconteringsvoet van de exploitatie van het accountantskantoor. Zouden we het niet-operationeel gebonden onroerend goed niet fictief losmaken van de exploitatie voor de waardering van de aandelen dan zou het onroerend goed tegen dezelfde (hogere) disconteringsvoet van de exploitatie worden gewaardeerd. Hierdoor zou de waarde van het niet-operationeel gebonden onroerend goed worden onderschat.

## 6 Conclusies

- Bij een ondernemingswaardering waar onroerend goed een rol speelt dient men alert te zijn op de rol van het onroerend goed ten opzichte van de exploitatie.
- Aan de hand van het al dan niet operationeel gebonden zijn van het onroerend goed maakt men de van toepassing zijnde correcties.
- Bij taxatierapporten van vastgoeddeskundigen hanteert men andere definities die voornamelijk voortkomen uit het feit dat zij geen rekening houden met belastingen. Bij ondernemerswaarderingen houden we wel rekening met belastingen en daardoor dienen ook een aantal correcties hiervoor doorgevoerd te worden.

## Noten

- 1 In deze berekening houd ik geen rekening met vervangingsinvesteringen in het onroerend goed.
- 2 WACC = Weighted Average Cost of Capital = gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet.
- 3 De onderhoudskosten worden in de berekening beschouwd als jaarlijkse echte kosten. Vaak vindt er jaarlijks een reservering voor onderhoud plaats en is een keer in een x-periode een daadwerkelijke uitgave voor onderhoud. In de DCF-waardering zou dit aspect dan ook tot uiting moeten komen.
- 4 Miller & Modigliani 1958; de wijze waarop een onderneming gefinancierd is, heeft geen invloed op de waarde van de onderneming. Deze theorie gaat uit van het ontbreken van belasting. Wanneer er wel belasting geheven wordt, is de enige waarde die ontstaat door het aantrekken van vreemd vermogen de renteaftrek op het vreemd vermogen.

## Bijlage 1 belastinglatentie bedrijfspand Accountantskantoor Cijfer

Jaar	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
WOZ Waarde	778.000	793.560	809.431	825.620	842.132	858.975	876.154	893.677	911.551	929.782	948.378	967.345
Boekwaarde	826.625	793.560	760.495	727.430	694.365	661.300	628.235	595.170	562.105	529.040	495.975	462.910
Afschrijving	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	33.065	-
Afschrijving mogelijk		ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	nee
Belastingvoordeel		6.613	6.613	6.613	6.613	6.613	6.613	6.613	6.613	6.613	6.613	
CW belastingvoordeel	43.334	6.093	5.614	5.173	4.767	4.392	4.047	3.729	3.436	3.166	2.917	
	5,24%											

## Bijlage 2 tax shield renteaftrek

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
VON-waarde	826.625	843.158	860.021	877.221	894.765	912.661	930.914	949.532	968.523	987.893	1.007.651
Financiering VV	60%	56%	52%	48%	44%	41%	37%	34%	31%	28%	25%
Financiering	495.975	471.176	446.378	421.579	396.780	371.981	347.183	322.384	297.585	272.786	247.988
Looptijd in jaren	20										
Aflossing	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799
Rente VV	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Rente		19.343	18.351	17.359	16.367	15.375	14.383	13.391	12.399	11.407	10.415
Belastingaftrek		3.869	3.670	3.472	3.273	3.075	2.877	2.678	2.480	2.281	2.083
<b>CW belastingaftrek</b>	<b>20.368</b>	<b>3.565</b>	<b>3.116</b>	<b>2.716</b>	<b>2.359</b>	<b>2.042</b>	<b>1.760</b>	<b>1.510</b>	<b>1.288</b>	<b>1.092</b>	<b>919</b>
Kue	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%
Kel	15,32%	14,27%	13,42%	12,72%	12,14%	11,65%	11,22%	10,86%	10,54%	10,26%	10,01%
WACC	8,05%	8,08%	8,11%	8,14%	8,17%	8,20%	8,23%	8,26%	8,28%	8,31%	8,33%

		11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
VON-waarde		1.027.804	1.048.360	1.069.328	1.090.714	1.112.528	1.134.779	1.157.475	1.180.624	1.204.237	1.228.321
Financiering VV		22%	19%	16%	14%	11%	9%	6%	4%	2%	0%
Financiering		223.189	198.390	173.591	148.793	123.994	99.195	74.396	49.598	24.799	-
Looptijd in jaren											
Aflossing		24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799	24.799
Rente VV		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Rente		9.920	8.432	7.440	6.448	5.456	4.464	3.472	2.480	1.488	496
Belastingaftrek		1.984	1.686	1.488	1.290	1.091	893	694	496	298	99
<b>CW belastingaftrek</b>		<b>806</b>	<b>632</b>	<b>513</b>	<b>410</b>	<b>320</b>	<b>241</b>	<b>173</b>	<b>114</b>	<b>63</b>	<b>19</b>
Kue		8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%	8,53%
Kel		9,79%	9,59%	9,41%	9,24%	9,10%	8,96%	8,84%	8,73%	8,62%	8,53%
WACC		8,36%	8,38%	8,40%	8,42%	8,44%	8,46%	8,48%	8,50%	8,51%	8,53%