

De rendementseis voor preferente aandelen bij bedrijfsopvolging

1 uur netto-
onderwijs

Henry Meijer en Chris Denneboom

Drs. H.J. Meijer is directeur van MFAS/Meijer Fiscale Adviessystemen bv te Noordwijk.
C. Denneboom RV RAB is partner bij ValuePro bedrijfswaardering & advies.

Trefwoorden: cumulatief preferente aandelen, mezzanineleningen, rendementseis, kostenvoet eigen vermogen unlevered, kostenvoet eigen vermogen levered, kostenvoet vreemd vermogen.



Kennistoets

WWW.PE-BEDRIJFSOPVOLGING.NL

Leerdoelen

Na het lezen van dit artikel:

- kent u de factoren die samenhangen met de zakelijkheid en de hoogte van de rendementseis op cumulatief preferente aandelen (cumprefs) en mezzanineleningen;
- kunt u de hoogte van de rendementseis voor cumprefs of een mezzanienelening beoordelen op zakelijkheid.

Samenvatting

Bij opvolgingsstructuren in de familiesfeer wordt regelmatig gebruikgemaakt van structuren met cumulatief preferente aandelen (cumprefs). Onderwerp van discussie is meestal niet de waarde van maar het rendement op de cumprefs. In dit artikel geven we een praktische leidraad om een zakelijke financieringsstructuur met cumprefs op te zetten.

1. Inleiding

Lange tijd zijn er bij familiebedrijven structuren toegepast waarbij de gewone aandelen in preferente aandelen werden omgezet met een dividend van 7% of lager. De structuren konden leiden tot een astronomisch rendement voor de verkrijger van de gewone aandelen. Sinds enkele jaren kwalificeert de fiscus dit als onzakelijk. Het uitgangspunt van de fiscus is dat het rendement op de gewone aandelen te hoog zou zijn in vergelijking met het rendement op de cumprefs. De vraag is of het uitgangspunt van de fiscus wel juist is. Als we een nadere analyse maken van het rendement op vreemd vermogen en eigen vermogen, dan blijkt dat het rendement op de gewone aandelen slechts een secundaire factor van belang is bij de zakelijkheid van de financieringsstructuren. Het meest bepalende voor de zakelijkheid van de financieringsstructuur is de mate van aflossing en de opbouw van de zekerheidspositie. De conclusie van dit artikel geeft voldoende stof tot discussie met de Belastingdienst.

2. Eigen vermogen versus vreemd vermogen

Financiering van een onderneming kan plaatsvinden met eigen vermogen, met vreemd vermogen of een combinatie daarvan. Eigen vermogen heeft de functie van buffer om de niet aanvaardbare risico's voor de verschaffers van het vreemd vermogen te dragen. Naarmate de onzekerheid omtrent de toekomstige kasstromen groter is, is meer eigen vermogen noodzakelijk. Banken verschaffen vreemd vermogen. Zij eisen een grote mate van zekerheid dat de onderneming aan haar rente- en aflossingsverplichtingen zal kunnen voldoen. Daarom eisen zij de aanwezigheid van voldoende eigen vermogen zodat eventuele tegenvallers in de kasstroom ten koste gaan van een vergoeding aan de eigenvermogensverschaffers maar niet ten koste van de betaling van rente en aflossing aan de bank.

De begrippen eigen vermogen en vreemd vermogen hebben ook een civiel- en fiscaalrechtelijke betekenis. De houder van de gewone aandelen heeft recht op het overschot bij de liquidatie van de onderneming. Tussentijds heeft hij recht op dividend als het bevoegde orgaan daartoe besluit. De verschaffers van vreemd vermogen kunnen de betaling van de overeengekomen rente en aflossing bij de rechter claimen. De onderneming moet de desbetreffende verplichting nakomen, ook al kan zij dit niet.

In juridische zin is een lening vreemd vermogen. Maar als een durfkapitalist een risicovolle onderneming voor een zeer groot deel met een lening financiert, kan in economische zin sprake zijn van eigen vermogen. Veelal gaat het hier om achtergestelde leningen waarvoor geen zekerheden zijn bedongen. De zakelijke vergoeding voor dergelijke vermogensverstrekkingen ligt veel hoger dan de tarieven die banken rekenen. De vergoeding vormt een afspiegeling van het debiteurenrisico. Zij zal in de buurt liggen van de rendementseis voor eigen vermogen. Een 100%-aandeelhouder zal uit fiscale overwegingen een dochter grotendeels door middel van leningen kunnen financieren. Economisch gezien maakt het voor hem niet uit of hij bijvoorbeeld € 5.000.000 aandelenkapitaal verstrekt of € 1.000.000 aandelenkapitaal in combinatie met een lening van € 4.000.000. De fiscus eist een zakelijke rente op de lening. Als de aandeelhouder met de verstrekking van de lening een onzakelijk debiteurenrisico op zich neemt, dan zullen fiscus en belastingrechter niet toestaan dat een afboeking ten laste van de winst wordt gebracht.

In juridische zin is aandelenkapitaal eigen vermogen. In de sfeer van familievennootschappen en (andere) concernverhoudingen zou men bankleningen kunnen herfinancieren met preferente aandelen. Als aan preferente aandelen een laag 'debiteurenrisico' kleeft, dan is in economische zin sprake van vreemd vermogen. Aan de keuze voor preferente aandelen kunnen fiscale overwegingen ten grondslag liggen. Denk aan de situatie dat de lenende partij verrekenbare verliezen heeft waardoor een aftrekpost ter zake van de rente voor haar slechts een

lage economische waarde vertegenwoordigt. Een ander argument is dat de 'lenende' partij onderworpen is aan een vermogensseis en daarom op zijn balans liever kapitaal laat zien dan schuld.¹

Preferente aandelen vertonen in economische zin gelijkenis met (risicovolle) obligaties. Immers, er is een vaste vergoeding voor de verstrekking van het vreemd vermogen afgesproken en de prijs voor de aflossing van de onderliggende vermogenstitel staat ook vast. De betaling van rente of dividend gaat voor op betaling van dividend naar de gewone aandeelhouders maar zij zijn achtergesteld bij betaling van rente en aflossing naar de bank of verstrekkers van sr. debt.² Het is echter niet de juridische vorm die doorslaggevend is voor de rendementseis, maar bepalend zijn materiële factoren zoals de looptijd en risico. In dit artikel beschouwen we cumprefs en mezzanine leningen als vergelijkbare financieringsinstrumenten. Mezzanine betekent letterlijk tussenverdieping. Een mezzanine lening ligt qua risico tussen de (veilige) banklening en het (risicovolle) eigen vermogen in. Het belangrijkste kenmerk van mezzanine leningen is dat ze achtergesteld zijn op sr. debt. Vanwege de vergelijkbaarheid zou de rendementseis gelijk moeten zijn. Als bij de mezzanine lening een rente van 10% passend is, zou bij de pref-variant het dividend op 7,5% of 8% gesteld moeten worden, afhankelijk van het Vpb-tarief. Netto realiseert de 'geldverstrekker' dan in beide varianten hetzelfde rendement.

Het is de vraag of preferente aandelen in het mkb als aandelen of als obligaties moeten worden gewaardeerd. De houder van cumprefs of een mezzanine lening loopt geen risico van een lagere of geen betaling van vergoeding voor de vermogensverstrekking maar hij loopt slechts het risico van het failleren van de debiteur. De verschaffers van het eigen vermogen lopen het risico van zowel een lagere vergoeding bij tegenvallende kasstromen en het faillissementsrisico. Uiteraard profiteren zij ook van meevallende kasstromen. Op basis hiervan zijn wij van mening dat cumprefs economisch gezien gewaardeerd dienen te worden als obligaties.

3. Standpunt Belastingdienst

Bij familiebedrijven is de afgelopen 25 jaar vaak door middel van cumprefs een fiscaalvriendelijke vermogensovergang gerealiseerd. Daarbij werden de aandelen van vader omgezet in cumprefs met een dividend van 7% of nog lager. Het opvolgende kind verwierf een relatief gering belang in de vorm van gewone aandelen. Alle overwinst kwam toe aan het kind.

Wij laten een voorbeeld volgen van de door de Belastingdienst gewraakte opzet. De aandelen van de target genereren een vrije geldstroom van € 400.000. De aandelen zijn gewaardeerd op € 2.000.000. Dit impliceert een rendementseis van 20% wetende dat er geen vreemd vermogen in de onderneming aanwezig is. De aandelen worden omgezet in 7% prefs. Het kind verwerft voor

€ 10.000 gewone aandelen in de target.³ Op de prefs wordt jaarlijks een dividend uitgekeerd van € 140.000 (7% x 2.000.000). Aan het kind komt naar verwachting € 260.000 toe (400.000 minus 140.000). Het verwachte rendement voor het kind bedraagt maar liefst 2600% (€ 260.000/€ 10.000 x 100%)! Dit astronomische rendement wordt veroorzaakt door de enorme hefboomwerking. Dergelijke structuren zijn jarenlang met toestemming van de Belastingdienst toegepast. De laatste jaren is bij de Belastingdienst het besef gerezen dat deze wijze van overnamefinanciering onzakelijk is. De staatssecretaris merkt hierover in zijn besluit van 4 september 2012 het volgende op:

'Aan de hand van de tegenprestatie van deze toetreders kan diens (geprognosticeerde of feitelijk behaalde) rendement worden bepaald in de eerste jaren. Als dit rendement aanmerkelijk hoger is dan het rendement dat in zakelijke verhoudingen mogelijk zou zijn, is dit een aanwijzing dat de vergoeding waarop de preferente aandelen recht geven te laag is. Een relatief hoog rendement kan mede veroorzaakt worden door de kleine investering van de toetreders. In dergelijke gevallen is vaak duidelijk dat aan derden niet tegen dezelfde condities gewone aandelen zouden worden uitgereikt.'

In het voorbeeld is zowel sprake van een 'rendement dat aanmerkelijk hoger is dan ...' als van een 'kleine investering' door de toetreders.

Uitgaande van 50% rendement op de gewone aandelen, kan een rendement op de prefs worden berekend van 19,75%. $19,75\% \times € 2.000.000 = € 395.000$. Er resteert dan € 5.000 voor de toetreders, zijnde 50% van de investering. Dit zal voor de fiscus vermoedelijk niet aanvaardbaar zijn, en wel om de volgende reden. Als de toekomstige winst redelijk is geschat op € 400.000, is de kans dat de winst hoger uitvalt circa 50%.⁵ Het surplus ten opzichte van de € 400.000 is voor de volle 100% voor de toetreders. De participatie van de toetreders heeft bij deze vormgeving feitelijk het karakter van een calloptie en zou ook als zodanig moeten worden gewaardeerd. De houder van een calloptie met een uitoefenprijs gelijk aan de actuele waarde van de onderliggende aandelen profiteert van de koersstijging. Koersstijging treedt grosso modo op als de winst hoger uitvalt dan de verwachting.⁶ Een zakelijke vormgeving van de transactie vergt een hogere inbreng door de toetreders in de vorm van gewone aandelen.

Besef dat bij de geschetste vormgeving de pref-aandeelhouder opdraait voor verliezen van de target. Hij moet dan afzien van het dividend van € 140.000, terwijl de toetreders slechts een exposure heeft van € 10.000. De pref-aandeelhouder deelt niet in de upside maar wel in de downside. De aandelen zullen cumulatief preferent zijn. Een gepasseerd dividend zal dus worden ingehaald, maar dat kan uiteraard alleen maar bij voldoende winst in de toekomst.

4. Zakelijkheid pref-dividend hangt af van de totale financieringsconstructie

De fiscus toetst de zakelijkheid van een cumpref-constructie aan het rendement dat de koper realiseert op de gewone aandelen en of dat in haar ogen buitensporig zou zijn. De staatssecretaris geeft echter aan als norm dat het rendement aanmerkelijk hoger zou moeten zijn dan in normale zakelijke verhoudingen gerealiseerd zou kunnen worden. Naar onze mening worden er bij normale financieringsconstructies bij overnames ook rendementen op het eigen vermogen gerealiseerd die in eerste instantie extreem hoog lijken. Meestal daalt dit rendement binnen enkele jaren naar 'normale' waarden. De zakelijkheid van het rendement dat de gewone aandeelhouder realiseert is naar onze mening niet primair afhankelijk van het gerealiseerde rendement op de gewone aandelen, maar vooral van de zakelijkheid van het risico en het rendement voor de verschaffers van het vreemd vermogen.

Voor het bepalen van het te eisen rendement op het vreemd vermogen dient de totale financieringspositie van de debiteur en het daarbij behorende risico per categorie vreemd vermogen te worden bepaald. Dit kan door de financieringsratio's zoals de Debt Service Coverage Ratio (DSCR), Interest Coverage Ratio en Debt to Ebitda uit te rekenen. Het uitgangspunt dient te zijn dat op basis van een redelijke verwachting van de toekomstige kasstromen – waarop ook de ondernemingswaardering is gebaseerd – aan de rente en aflossingsverplichtingen moet kunnen worden voldaan. Daarbij dient te worden uitgegaan van normale aflossingstermijnen. De toegepaste financieringsverhoudingen en de rendementen van de overige financieringscomponenten bepalen dan in welke mate een financieringsconstructie al dan niet zakelijk is. De DSCR is het meest belangrijke kengetal, deze drukt uit in welke mate de operationele kasstroom toereikend is om aan de rente- en aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen. We kunnen de DSCR uitrekenen voor de sr. debt waarbij we de operationele kasstroom delen door de rente- en aflossingsverplichtingen van de sr. debt. We kunnen ook de DSCR voor de totale financiering uitrekenen. Hierbij is de DSCR het quotiënt van de operationele kasstroom en de totale rente- en aflossingsverplichtingen op alle schulden.

We zullen deze stelling onderbouwen aan de hand van Jansen Handelsbedrijf bv.

Voor de onderneming gelden de volgende cijfers welke stabiel en representatief worden verondersteld.

| | |
|---------------|---------|
| Ebit | 350.000 |
| Taks | 70.000 |
| Afschrijving | 200.000 |
| Investeringen | 200.000 |
| FCF | 280.000 |
| Ebitda | 550.000 |

Op basis van een rendementseis op het eigen vermogen van 16% en een verwachte inflatie van 2% wordt de vrije geldstroom (FCF) contant gemaakt.

$$\frac{280.000}{(16\% - 2\%)} = 2.000.000$$

De waarde van de onderneming komt op 2 miljoen. We abstraheren van een eventuele taxshield op vreemd vermogen omdat de huidige onderneming uitsluitend met eigen vermogen is gefinancierd.

Vader Jan wil de aandelen van Jansen Handelsbedrijf bv overdragen aan zijn zoon Wim. De geconsolideerde financieringspositie van de overnameholding van Wim en Jansen Handelsbedrijf bv is als volgt.

| | |
|---------------------------|-------------|
| Werkkapitaal krediet | € 500.000 |
| Middellange lening 5 jaar | € 750.000 |
| Mezzaninefinanciering | € 600.000 |
| Eigen vermogen | € 150.000 |
| Totaal | € 2.000.000 |

Het rentepercentage voor het krediet en de middellange lening bedraagt 6% (Kd) per jaar. Het rendement op het eigen vermogen bedraagt 16% unlevered (betekent zonder inbreng van vreemd vermogen af te korten als: Keu). Omdat er ook met vreemd vermogen wordt gefinancierd, dienen we de rendementseis op het eigen vermogen levered (betekent met inbreng van vreemd vermogen af te korten als: Kel) te bepalen. De formule hiervoor is:

$$Kel = Keu + (Keu - Kd) \times VV/EV.$$

Om de Kel te kunnen berekenen dienen we de vergoeding op de mezzaninefinanciering te kennen om zo ook de gemiddelde kosten van het vreemd vermogen te kunnen bepalen. De hoogte van de zakelijke vergoeding van de mezzaninefinanciering is afhankelijk van het risicoprofiel. Voor de bepaling van het juiste rendement op de cumprefs kan worden gekeken naar de financieringsratio's. Op basis van de kwaliteit van de ratio's zou een (subjectief) rendement aan de mezzaninefinanciering moeten worden toegekend.

Dit rendement dient tussen de kostenvoet vreemd vermogen en kostenvoet eigen vermogen in te liggen. Wij denken dat bij het eigen vermogen dient te worden uitgegaan van Keu. Immers, de theorie van Miller & Modigliani leert ons dat het risico voor de eigenvermogensverschaffers toeneemt door de preferentie van de verschaffers van het vreemd vermogen en dat dit uitgedrukt dient te worden in een extra rendement voor de verschaffers van het eigen vermogen conform de formule die we hiervoor bespraken. De verstrekker van de mezzaninefinanciering, ongeacht of het cumprefs of een vorm van een (achtergestelde) lening is, loopt feitelijk geen risico van non-betaling, maar alleen een faillissementsrisico, net als de vreemdvermogensverschaffers.

Een aanknopingspunt voor het rendement zou kunnen worden gevonden bij de in de Verenigde Staten gebruikte junk bonds. Dit zijn obligaties waar een groter risico aan kleeft dan normale obligaties. Dit grotere risico wordt beloond met een hogere rente. Uit de koersen van junk bonds op de Amerikaanse kapitaalmarkt blijkt dat het rendement op junk bonds circa 5% à 6% hoger is dan het risicovrije rendement (government bonds).

De 5% à 6% opslag voor junk bonds in de VS kan echter niet één op één naar de Nederlandse mkb-markt worden vertaald. In de VS is de kapitaalmarkt veel transparanter, risk free is de basis vermeerderd met een opslag, afhankelijk van de rating. Bij Nederlandse mkb- bedrijven loopt de kredietverlening primair via de banken. Tarifiering is daardoor minder transparant. Banken hanteren een debiteurenopslag voor het debiteurenrisico. Het uiteindelijke tarief is opgebouwd uit de inkoopprijs voor de bank plus de debiteurenopslag, die zich in de range van 1% en 2,5% beweegt. Voornoemde inkoopprijs is voor het mkb meestal niet het kapitaalmarkt of geldmarktstarief. Als we veronderstellen dat overnamefinancieringen als zeer risicovol worden beschouwd geldt de maximale debiteurenopslag.⁷ De opslag voor junkbonds zou dan circa 3,5% zijn. Bij een kostenvoet vreemd vermogen van 6%, zou voor junk bonds de kostenvoet dan op 9,5% uitkomen (6% +/- 2,5% + 6%). Tweede punt is dat junk bonds een externe rating krijgen. Het uitgangspunt voor junk bonds is dat zij een rating hebben lager dan tripple B. Dat impliceert een hoog risico waarbij de onderneming naar verwachting nog net aan haar financiële verplichtingen kan voldoen. Nederlandse mkb-bedrijven kennen geen vergelijkbare ratingssystematiek. Als we veronderstellen dat bij een overnamefinanciering het uitgangspunt wordt gehanteerd dat de onderneming naar verwachting aan haar verplichtingen kan voldoen dan kunnen we bij de bepaling van de hoogte van het rendement op mezzaninefinanciering de volgende richtlijn hanteren.

Als een verantwoorde financieringsstructuur wordt opgezet met een deel bancaire financiering of het risicoprofiel van sr. debt, een deel mezzaninefinanciering en de rest met eigen vermogen en de ratio's zijn verantwoord, zou de koper geacht moeten worden om aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen. Dan zou een opslag voor de mezzaninefinanciering maximaal 3,5% kunnen zijn bovenop de kostenvoet van het vreemd vermogen.

Als het risico lager is dan die van junk bonds, dan zou een lagere opslag, meer in de richting van KV, passend zijn. Is het risico hoger en zijn de ratio's wat mager, dan zou de opslag hoger moeten zijn en richting Keu tenderen. Is de financieringsstructuur echter zodanig opgezet dat de kans groot is dat de vennootschap niet aan haar verplichtingen jegens de mezzaninefinancier zal kunnen voldoen, dan zouden wij het als volledig risicodragend vermogen beschouwen en de mezzaninefinanciering op Kel prijzen. Dit, omdat dan feitelijk hetzelfde risico wordt gelopen als van de verschaffers van het eigen vermogen.

Aan de hand van het voorbeeld van Jansen Handelsbedrijf bv zullen we het bovenstaande nader toelichten. In de cijferbijlage op pag. 32 is de financieringsstructuur weergegeven. De geconsolideerde financieringsstructuur voor de holding van Wim en Jansen Handelsbedrijf bv bestaat uit een krediet van € 500.000 ter financiering van het werkkapitaal, een vijfjarige lening van € 750.000, een mezzaninefinanciering van € 600.000 waarvan de aflossingen pas starten nadat de middellange lening afgelost is en het krediet tot het afgesproken niveau met de bank is teruggebracht. Ten slotte is er € 150.000 eigen vermogen.

Uit de kengetallen blijkt dat bij de gekozen financieringsstructuur de financieringskengetallen voor de bancaire financiering of sr. debt alleszins aanvaardbare waarden kennen, we hebben de gangbare vuistregel of normratio opgenomen in het overzicht. De Debt Service Coverage Ratio bedraagt 1,38. Met andere woorden, de beschikbare cashflow is 38% hoger dan nodig is om aan de verplichtingen jegens de bank te kunnen doen. Dit kengetal houdt rekening met de achtergestelde positie van de mezzaninefinanciering waarop de rente en aflossing pas mag worden voldaan nadat de verplichtingen aan de bank zijn voldaan. Rekenen we de DCSR uit voor de totale financiering, dan blijkt er nog steeds 10% marge te zitten in de beschikbare cashflow en de financiële verplichtingen. Kijken we ook naar de Interest coverage ratio en debt/ebitda, dan stellen we vast dat ook deze waarden op een acceptabel niveau liggen.

Op basis van deze vaststelling kunnen we concluderen dat de mezzaninefinanciering weliswaar risicovoller is dan de bankfinanciering, maar dat op basis van de redelijke verwachtingen de mezzaninefinanciering binnen tien jaar kan worden terugbetaald. Nu kunnen we aan de hand van het risico ook de rendementseis bepalen. Wij gaan uit van de eerdergenoemde opslag van 3,5% op de kostenvoet van de bankfinanciering omdat de mezzaninefinanciering geen zekerheden heeft en vijf jaar moet wachten voordat er terugbetaald wordt. De terugbetaling lijkt echter naar redelijke verwachting mogelijk. De kosten voor de mezzaninefinanciering bedragen dus 9,5%. Op basis hiervan kunnen we nu ook de gemiddelde kostenvoet van het totale vreemd vermogen uitrekenen en de kostenvoet op het eigen vermogen levered.

Als we naar de gemiddelde kosten van het vreemd vermogen kijken, dan valt op dat deze bewegen tussen de 7% en 8%. De Kel lijkt in het eerste jaar een extreme waarde van 121% te hebben, maar dit rendement neemt als gevolg van de aflossingen in de loop van de jaren snel af tot normale waarden. Dit verschijnsel zien we ook bij transacties tussen onafhankelijke derden. Het aanvangsrendement op het eigen vermogen is niet de graadmeter voor de zakelijkheid. Het rendement op het eigen vermogen lijkt onzakelijk hoog maar de rendementen voor de verschaffers van het vreemd vermogen zijn wel degelijk zakelijk. In de onderhavige casus heeft het verhogen van het rendement op de mezzaninefinanciering maar een gering effect op de hoogte van de Kel. De verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen heeft

daarentegen wel een beduidende impact. Bij een rente van 13,5% bedraagt de Kel nog steeds 107% in het eerste jaar. Het verlagen van de bancaire financiering met € 200.000 en het navenant verhogen van het eigen vermogen zorgt ervoor dat de Kel in het eerste jaar daalt naar 55%.

Het extreme rendement op het eigen vermogen in de beginjaren wordt veroorzaakt door de hoge mate van leverage. Een hoge mate van leverage is op zich niet onzakelijk. Wel onzakelijk zou zijn het achterwege blijven van aflossingen op het vreemd vermogen. Het cijferoverzicht illustreert dat het hoge rendement op het eigen vermogen al snel daalt naar 'normale' waarden als gevolg van de aflossing op het vreemd vermogen. Hierdoor verbetert de verhouding economische waarde van het eigen vermogen ten opzichte van de economische waarde van het vreemd vermogen.

5. De echte wereld

Op basis van de eerder genoemde berekeningen en ratio's kan men een (fiscaal) optimale financieringsstructuur ontwerpen. Waar men in de echte wereld op uitkomt, zal een kwestie van onderhandelen zijn. De geringe financieringsbereidheid van banken versterkt de positie van de mezzaninefinancier. Daar staat tegenover dat de moeilijke markt voor ondernemingen veel verkopers dwingt om tegen (te) zachte voorwaarden kopers te financieren. De 9,5% voor de mezzaninefinanciering is op het eerste gezicht wellicht een forse vergoeding maar de gemiddelde kostenvoet met de bancaire financiering samen komt tussen de 7,1% en 8,2% uit. Als binnen familieverband de verkoper ook de sr. debt financiert tegen dezelfde voorwaarden als een bank zou doen, dan blijkt dat 7% dividend op de oude cumpref-constructies helemaal niet zo onzakelijk zijn; uitgaande van een gemiddelde kostenvoet vreemd vermogen van 8,2% wat na belasting 6,15% bedraagt. Waar het in de oude constructies naar onze mening mis ging, is het ontbreken van zekerheden en een zakelijk aflossingsschema.

Uit het voorgaande volgt dat vooral de constructie van de totale overnamefinanciering het risico bepaalt of een opvolger de overnamefinanciering kan terugbetalen. De financieringsstructuur bepaalt primair de zakelijkheid van de financiering en pas in de tweede plaats de rentevergoeding.

Bij bedrijfsopvolging in de familiesfeer heeft men een extra mogelijkheid om de opvolger van voldoende eigen vermogen te voorzien. Met toepassing van de bedrijfsopvolgingsregeling kan men op fiscaalvriendelijke wijze een deel van de gewone aandelen in de target schenken. In het voorbeeld zou dat neerkomen op gewone aandelen ter waarde van € 150.000. Afhankelijk van de financiële situatie van de overdrager kan dit bedrag worden aangepast. De behandeling van de fiscale aspecten hiervan valt buiten het bestek van dit artikel.

In de praktijk komt het voor dat een onderneming aan een derde wordt verkocht met een vendor loan van vrijwel 100%

| Hoofdsom | jaar 0 | jaar 1 | jaar 2 | jaar 3 | jaar 4 | jaar 5 | jaar 6 | jaar 7 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Krediet | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 | 500.000 |
| Middellang | 750.000 | 600.000 | 450.000 | 300.000 | 150.000 | - | - | - |
| Mezzanine | 600.000 | 600.000 | 600.000 | 600.000 | 600.000 | 600.000 | 600.000 | 600.000 |
| Economische waarde EV | 150.000 | 340.000 | 450.000 | 600.000 | 750.000 | 900.000 | 900.000 | 900.000 |
| Totaal | 2.000.000 | 2.040.000 | 2.080.800 | 2.122.416 | 2.164.864 | 2.208.162 | 2.252.325 | 2.297.371 |

| Rentelasten | jaar 0 | jaar 1 | jaar 2 | jaar 3 | jaar 4 | jaar 5 | jaar 6 | jaar 7 |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Krediet | | 30.000 | 30.000 | 30.000 | 30.000 | 30.000 | 30.000 | 30.000 |
| Middellang | | 45.000 | 36.000 | 27.000 | 18.000 | 9.000 | - | - |
| Mezzanine | | 57.000 | 57.000 | 57.000 | 57.000 | 57.000 | 57.000 | 57.000 |
| Taxshield | | -27.650 | -26.657 | -25.671 | -24.693 | -23.721 | -21.750 | -21.750 |
| Rendement EV | | 181.250 | 194.969 | 208.809 | 222.774 | 236.864 | 250.075 | 256.382 |
| Kel | | 121% | 57% | 46% | 37% | 32% | 28% | 28% |

| Cashflow jaar | jaar 0 | jaar 1 | jaar 2 | jaar 3 | jaar 4 | jaar 5 | jaar 6 | jaar 7 |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net profit | 350.000 | 225.000 | 241.140 | 257.423 | 273.851 | 290.428 | 307.157 | 324.040 |
| Tax | 70.000 | 46.250 | 50.285 | 54.356 | 58.463 | 62.607 | 66.789 | 71.010 |
| Profit after tax | 280.000 | 178.750 | 190.855 | 203.067 | 215.388 | 227.821 | 240.368 | 253.030 |
| Interest | 0 | 132.000 | 123.000 | 114.000 | 105.000 | 96.000 | 87.000 | 78.000 |
| Operationele cashflow | 280.000 | 310.750 | 313.855 | 317.067 | 320.388 | 323.821 | 327.368 | 331.030 |
| Rente en aflossing | | 282.000 | 273.000 | 264.000 | 255.000 | 246.000 | 237.000 | 228.000 |
| Marge in betalingscapaciteit | | 28.750 | 40.855 | 53.067 | 65.388 | 77.821 | 90.368 | 103.030 |
| Gemiddelde kosten vreemd vermogen | | 7,14% | 7,24% | 7,35% | 7,50% | 7,68% | 7,91% | 8,21% |

| Financieringskengetallen | vuistregel/ normratio | jaar 1 | jaar 2 | jaar 3 | jaar 4 | jaar 5 | jaar 6 | jaar 7 |
|--------------------------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Interest coverage ratio | >1,5 | 2,70 | 2,96 | 3,26 | 3,61 | 4,03 | 4,53 | 5,15 |
| Total debt/Ebitda | <5 | 3,36 | 3,09 | 2,82 | 2,55 | 2,27 | 2,00 | 1,73 |
| Sr. debt/Ebitda | <3 | 2,27 | 2,00 | 1,73 | 1,45 | 1,18 | 0,91 | 0,64 |
| DSCR | >1,1 | 1,10 | 1,15 | 1,20 | 1,26 | 1,32 | 1,38 | 1,45 |
| DSCR sr. debt | >1,3 | 1,38 | 1,45 | 1,53 | 1,62 | 1,71 | 1,82 | 15,76 |

van de koopsom. Dit is feitelijk de situatie die de fiscus in familieverbanden als onzakelijk kwalificeert. Dit illustreert nogmaals dat de wat zwaardere financieringsconstructies bij overnames in de familiesfeer niet bij voorbaat als onzakelijk kunnen worden aangemerkt. Wij denken dat een ondernemer alleen bereid is de koper voor vrijwel 100% te financieren bij afwezigheid van betere alternatieven. Als het alternatief is de onderneming te liquideren, dan zal het doorgaans de voorkeur verdienen om te verkopen tegen een 100% vendor loan. Gezien de vigerende houding van banken, doet deze situatie zich regelmatig voor.

6. Conclusies

- Mezzaninefinanciering kan worden gebruikt als financieringsinstrument bij bedrijfsopvolging. Dit type financiering kan worden vormgegeven met cumulatief preferente aandelen of met een achtergestelde lening.
- Beide vormen behelzen in bedrijfseconomische zin een vorm van financiering die qua risico tussen bancaire financiering c.q. sr. debt en eigen vermogen in ligt, waardoor een hoge rendementseis passend is. De hoogte van deze rendementseis is vooral afhankelijk van de totale financieringsconstructie.
- De fiscus is kritisch op opvolgingsstructuren in de familiesfeer waarbij de toetreders nauwelijks kapitaal inbrengt en alle bestaande aandelen worden omgezet in preferente aandelen met een zeer lage dividendvergoeding.
- Voor een reële, fiscaal aanvaardbare propositie moet de totale financieringsstructuur worden geconstrueerd naar algemeen aanvaardbare financieringsnormen. De zakelijke hoogte van de mezzaninefinanciering is afhankelijk van het risico dat rust op de mezzaninefinanciering. Een vergelijk kan worden getrokken met Amerikaanse junkbonds.
- Een rekenkundige benadering leert dat bij een normale financieringsstructuur de gemiddelde kostenvoet van het totale vreemd vermogen meevalt. Als in familieverband ook het deel van de sr. debt wordt gefinancierd dan zijn de vermeend voordelige fiscale constructies naar onze mening nog steeds goed verdedigbaar, mits de onderliggende constructie van zekerheden en aflossing verantwoord is.

Noten

- 1 Vergelijk het recente arrest over 'redeemable preference shares' uitgegeven door een Australische dochter van een Nederlandse moeder. Laatstgenoemde merkte het daarop ontvangen dividend aan als vrijgesteld deelnemingsdividend. In Australië was het instrument echter als lening gepresenteerd en de desbetreffende 'rente' afgetrokken. De Hoge Raad ziet geen aanleiding af te wijken van de juridische vormgeving, HR 7 februari 2014, nr. 12/03540. Het benutten van de keuzevrijheid bij de vorm van financiering van een vennootschap waarin zij deelneemt, vormt geen fraus legis. In de Wet op belastingen van rechtsverkeer worden voor de zogenoemde art. 4-vennootschappen preferente aandelen niet geacht een belang te vertegenwoordigen. De verkrijging van preferente aandelen in een vastgoedexploitatievennootschap leidt daarom als zodanig niet tot heffing van overdrachtsbelasting. Feitelijk worden hier preferente aandelen als lening gekwalificeerd.
- 2 Sr. debt is de verzamelnaam voor vreemd vermogen dat verstrekt is met de vestiging van zekerheidsrechten. Meestal zijn dit in het mkb de gewone bankleningen. De zekerheidsrechten kunnen uitgewonnen worden wanneer de debiteur niet aan zijn verplichtingen voldoet. De verkoopopbrengst van het onderpand wordt aangewend voor de aflossing van de schuld aan de sr. deelhouders. Hierdoor wordt sr. debt beschouwd als laag risico vreemd vermogen met een relatief lage rentevergoeding.
- 3 Ervan uitgaande dat het kind via een holding participeert, zal er vanwege de deelnemingsvrijstelling voor moeten worden gezorgd dat het een belang van minimaal 5% verkrijgt.
- 4 MvF 4 september 2012, nr. BLKB2012/101M, onderdeel 4.4, V-N 2012/4710 (<http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/besluiten/2012/09/04/blkb-2012-101-vpbwi-ab-besluit.html>). Als een te laag pref-dividend wordt gehanteerd, gaat de fiscus ervan uit dat de in prefs omgezette aandelen zijn ingekocht, hetgeen gepaard zal gaan met ab-afrekening. Zie H. Hoeve & J. Ganzeveld, 'Simpele verlettering is geen aanmerkelijkbelangvervreemding', *NtFR* 2006/1753. Verder moet bij een onzakelijke omzetting in preferente aandelen rekening worden gehouden met schenkbelastingaspecten.
- 5 De schatting van de winsten zal zijn gebaseerd op een gemiddelde van mogelijke uitkomsten. Bij een normale verdeling is de kans op een uitkomst groter dan het gemiddelde 50%.
- 6 Zo'n optie heeft geen intrinsieke waarde, maar louter verwachtingswaarde. Te denken valt aan waardering volgens de Black & Scholes-formule. In het oude waarderingmodel voor personeelsopties in de loonbelasting werd een optie met een uitoefenprijs gelijk aan de actuele koers en een looptijd van tien jaar gewaardeerd op 35% van de onderliggende waarde (art. 2bis-oud Uitv.besl. LB 1965). Onder de huidige wet wordt bij personeelsopties het gerealiseerde voordeel in de heffing betrokken in plaats van de verwachtingswaarde.
- 7 De werkelijke debiteurenopslag hangt af van de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen, de betalingscapaciteit en de zekerheidspositie.