



Peter Paul Buijsrogge  
(Alias Corporate Search)

## De economische waarde van schulden

**Bij de waardering van aandelen in een vennootschap kunnen schulden een belangrijke rol spelen. In de praktijk wordt hier niet altijd goed mee omgegaan.**

De waarde van een onderneming kan het beste worden bepaald door gebruik te maken van een *discounted cash flow* methode (DCF-methode). Hierbij worden toekomstige operationele vrije geldstromen contant gemaakt tegen een rendementseis. Het beste kan men eerst redeneren vanuit de veronderstelling dat de onderneming alleen maar is gefinancierd met eigen vermogen. Dus simpel gesteld: indien de onderneming jaarlijks € 1.000 aan vrije geldstromen genereert en een koper heeft een rendementseis van 20%, dan is de onderneming voor die koper € 1.000 / 20% is € 5.000 waard. Stel dat deze onderneming ondergebracht is in een besloten vennootschap. De B.V. heeft een bancaire lening van € 1.000. Wat is nu de waarde van de aandelen in die B.V.? Ogenscheinlijk een simpele vraag. Men is geneigd te antwoorden dat de waarde van de aandelen € 5.000 -/ - € 1.000 = € 4.000 bedraagt. Dat is echter niet juist.

### Tax shield

Stel dat het een lening is met een rente van 5%. Indien men de toekomstige aflossingen en rentebetalingen contant maakt tegen 5% wordt inderdaad een waarde van € 1.000 gevonden. Als gevolg van fiscale wetgeving is het echter meestal zo dat de aandeelhouder minder geld kwijt is aan die lening. Uiteraard betaald de aandeelhouder wel de contractuele rente en aflossingen aan de bank, maar de rente is doorgaans aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting. De aandeelhouder krijgt dus geld terug van de staat. Die geldstroom is geen onderdeel van de operationele vrije geldstroom en dient dus nog te worden gewaardeerd. In het bovenstaande voorbeeld moet er dus iets minder dan € 1.000 van de € 5.000 afgetrokken worden. Dit verschil wordt *tax shield* genoemd.

### Economische waarde van schulden

Los van het tax shield kan de economische waarde van een schuld ook afwijken van de nominale waarde. Die situatie ontstaat indien de contractrente afwijkt van de marktrente. Banken lenen op dit moment tegen hogere rentes, als ze al bereid zijn om geld te lenen. Stel nu, in bovenstaand voorbeeld, dat de marktrente 8% bedraagt in plaats van de contractrente van 5%. Dan is de economische waarde van de schuld minder dan € 1.000. Dit verhoogt dus de waarde van de aandelen in die vennootschap. Waarderen van aandelen stopt dus niet bij het waarderen van toekomstige geldstromen. In een geschil kan het soms zinvol zijn om ook nog eens te kijken naar de economische waarde van rentedragende schulden. ■

*Peter Paul Buijsrogge RV is register valuator en werkzaam bij Alias Corporate Search, een landelijk werkend adviesbureau op het gebied van business valuation en corporate finance.*

## Notaris: let op uw pensioen!

**Door de economische crisis zijn ook de pensioenfondsen getroffen. Beleggingsrendementen vallen tegen en hierdoor is de zogenoemde dekkinggraad van veel pensioenfondsen sterk afgenomen. De dekkinggraad bepaalt in welke mate een pensioenfonds kan voldoen aan zijn toekomstige verplichtingen. De toezichthouder op de pensioenfondsen, De Nederlandsche Bank (DNB), eist een dekkinggraad van 105 procent. In de media is inmiddels uitgebreid gerapporteerd over de fondsen die onder dit vereiste niveau zijn gekomen.**

Notarissen en kandidaat-notarissen nemen verplicht deel aan de beroepspensioenregeling die wordt uitgevoerd door de Stichting Notarieel Pensioenfonds (SNPF). De notariële pensioenregeling, die in het verleden al een aantal keren is aangepast, is een basisregeling en pretendeert niet een volledige oudedagsvoorziening voor de beroepsgroep te zijn. Zo bedraagt het gemiddeld op te bouwen pensioen bij 40 opbouwjaren voor een notaris circa 31.000 euro. Voor kandidaat-notarissen die in loondienst werkzaam zijn, kan het opbouwbedrag lager uitvallen. De pensioenregeling kent voor hen namelijk een begrenzing op basis van het salaris.

### Herstelplan

Ook het SNPF verkeert sinds de kredietcrisis in zwaar weer. Een van de eerste maatregelen was het stopzetten van de indexering. Maar dit heeft niet kunnen voorkomen dat ook de dekkinggraad van het SNPF onder het vereiste niveau is gezakt. Pensioenfondsen in de problemen zijn verplicht een herstelplan in te dienen bij de DNB. Een korting op de pensioenuitkering of een premieverhoging kan hierin een optie zijn.

Ook de SNPF heeft inmiddels een plan van aanpak ingediend bij DNB waarin wordt beschreven op welke wijze het fonds de dekkinggraad meent te kunnen herstellen. Vier jaar geleden is de premie echter al eens met 10% verhoogd voor het verbeteren van de dekkinggraad, dus men wil nu de premie niet weer verhogen en de rekening bij vooral de jonge notarissen neerleggen. In het herstelplan is dan ook een korting op de pensioenopbouw en uitkering voorgesteld. SNPF wilde de korting in 2012 laten ingaan, maar DNB heeft geëist dat dit al per 1 januari 2011 zou plaatsvinden.

### Verdere korting

Bent u (kandidaat-)notaris, dan wordt u dus al in 2011 geconfronteerd met een lagere opbouw van uw pensioen; de korting bedraagt 1,97%. Daarbij komt dat in het herstelplan de effecten van de langere levensverwachting nog niet zijn meegenomen, hetgeen kan leiden tot een verdere korting in de volgende jaren. Het is dan ook belangrijk de ontwikkelingen rond de beroepspensioenregeling goed in de gaten te houden. Daarnaast is het meer dan ooit noodzakelijk uw pensioeninkomsten goed in kaart te brengen en na te gaan of het zelf treffen van aanvullende voorzieningen noodzakelijk is. Uiteraard zijn wij u hierbij graag van dienst. ■



Niels Kieft is  
accountmanager  
bij Niehoff  
Werning &  
Kooij, verzekeringsadviseurs  
voor advocatuur  
en notariaat  
(www.mwk.nl)