



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 $\text{€ } 1.000 / 20\%$ 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 $\text{€ } 5.000 - \text{€ } 1.000 = \text{€ } 4.000$ 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.