

Bedrijven waarderen met zelfstandige kwalificaties van vermogen

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM
Erasmus School of Economics

Bachelorscriptie Fiscale Economie

Naam student: Fabian Lips
Studentnummer: 416081

Begeleider: V.L. Meijerman
Tweede beoordelaar: R.P. van den Dool

Datum definitieve versie: 18 oktober 2019

Voorwoord

Met deze scriptie heb ik getracht om de disciplines van *corporate finance* en fiscale economie bij elkaar te brengen. Een uitdaging die ik graag ben aangegaan en waar ik drie jaar lang mijn aandacht aan heb besteed, ondanks de obstakels die ik ben tegengekomen. Ik ben zeer trots op het resultaat wat hier voor u ligt. Ik wil mijn vrienden en familie bedanken voor hun steun gedurende deze jaren en vooral mijn oprechte dank aan mijn begeleider Vincent Meijerman, die mij met geduld en deskundigheid geholpen heeft.

Samenvatting

Deze bachelorscriptie doet onderzoek naar de effecten van zelfstandige kwalificaties van vermogen op de waardering van een bedrijf met het *Discounted Cash Flow(DCF)*-model. De schijnlening, bodemloze-putlening, deelnemerschapslening en onzakelijke lening zijn vormen van vreemd vermogen die, vanwege hun voorwaarden en vorm volgens de Hoge Raad (gedeeltelijk) geherkwalificeerd moeten worden tot eigen vermogen, om op die manier te voorkomen dat er onzakelijk wordt gehandeld en de overeenkomsten bedrijfseconomisch juist zijn. In het *DCF*-model wordt een positieve waarde toegekend aan kosten van vreemd vermogen, omdat deze aftrekbaar zijn van de winstbelasting. Dit wordt ook wel het *tax shield* genoemd en deze is onder andere terug te vinden in de *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Door de herkwalificering verschuift het vermogen fiscaalrechtelijk van vreemd vermogen naar eigen vermogen, waardoor de rente niet meer aftrekbaar is van de belasting en de financiering van het bedrijf een andere ratio krijgt. Het *DCF*-model gebruikt de civielrechtelijke vorm van het vermogen, waardoor er een discrepantie ontstaat tussen de aftrek waar rekening mee wordt gehouden in het model en de werkelijke aftrek die een bedrijf mag toepassen.

De resultaten van dit onderzoek laten zien dat voor de schijnlening er geen discrepantie bestaat, omdat deze zowel fiscaalrechtelijk als civielrechtelijk geherkwalificeerd wordt. De herkwalificering van de bodemloze-putlening zorgt voor een toename van de bedrijfswaarde, terwijl de herkwalificering van een deelnemerschapslening de waarde juist erg doet afnemen, waardoor deze juist negatief kan worden. De onzakelijke lening kent een positief effect van de verplichte renteverhoging en een negatief effect van de renteaftrek van de zakelijke rente die moet worden toegepast op deze hybride vorm van vermogen. De opvallendste bevinding uit dit onderzoek is het effect van de verdiscontering met de *WACC* met betrekking tot de *tax shields*. De *WACC* kan namelijk het effect van de herkwalificatie en (niet meer toegestane) aftrek van rente verzwakken of versterken. Dit is afhankelijk van welke van de vier vormen wordt geherkwalificeerd.

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	1
Samenvatting	1
Lijst met gebruikte afkortingen.....	3
1. Inleiding.....	4
1.1 Probleemstelling	6
1.2 Deelvragen	6
1.3 Methodologie	7
2. Theoretisch Kader	8
2.1 <i>Law of One Price</i>	8
2.2 Modigliani-Miller	9
2.3 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	11
2.4 WACC.....	12
2.5 <i>Discounted Free Cash Flow</i> -model	13
2.6 <i>Tax shields</i>	15
3. Fiscaliteit van Vermogen	17
3.1 Belasting van Bedrijven in de Vennootschapsbelasting.....	17
3.1.1 <i>Arms length</i> -beginsel	18
4. De Zelfstandige Kwalificaties van Vermogen	19
4.1 Unilever-arrest	19
4.2 Schijnlening	20
4.3 Bodemloze-putlening	22
4.4 Deelnemerschapslening.....	24
3.2 Onzakelijke Lening.....	26
4.5 Vergelijking van de Vermogensvormen	28
4.5.1 Internationaal aspect.....	30
5. Casuïstiek	31
5.1 Algemeen.....	31
5.1.1. Groeiratio en (zakelijke) rentes	32
5.2 De schijnlening in het <i>DCF</i> -model.....	33
5.3 De bodemloze-putlening in het <i>DCF</i> -model.....	33
5.4 De deelnemerschapslening in het <i>DCF</i> -model	34
5.5 De onzakelijke lening in het <i>DCF</i> -model	35
6. Conclusie	37
7. Discussie.....	39

Literatuurlijst.....	41
Jurisprudentie & Kamerstukken.....	42
Gerechtshoven	42
Hoge Raad	42
Kamerstukken.....	42
Richtlijnen	42
Appendices	43

Lijst met gebruikte afkortingen

<i>CAPM</i>	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
c.q.	casu quo (vrij vertaald uit het Latijn: “in welk geval”)
<i>DFC</i>	<i>Discounted Cash Flow</i>
<i>EBIT</i>	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
<i>FCF</i>	<i>Free Cash Flow</i>
IB	Wet op de Inkomstenbelasting 2001
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
VPB	(wet op de) Vennootschapsbelasting (1969)
<i>WACC</i>	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

1. Inleiding

De waardering van bedrijven heeft een prominente rol in de wereld van *corporate finance*, zeker in het licht van fusies en overnames. Een verkopend bedrijf wil namelijk de meest nauwkeurige en reële waardering van zijn onderneming om risico en onzekerheid weg te nemen van een mogelijke verkooptransactie. Daarnaast wil de geïnteresseerde partij met de nieuwe deelneming geen kat in de zak kopen. Het Nederlandse vennootschapsbelastingstelsel lijkt er echter voor te zorgen dat er meer onzekerheid en risico ligt in het kwalificeren van vermogen doordat de mogelijkheden tot renteaftrek worden beperkt door onder meer de artikelen 10a, 10b, 13l en 15ad van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969 (hierna: VPB). Ook jurisprudentie van de Hoge Raad, zoals het Unilever-arrest¹, en Europese wet- en regelgeving² lijken aan die onzekerheid bij te dragen.

Voor de waardering van bedrijven is medebepalend de verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen van een bedrijf, omdat deze kapitaalvormen andere kosten en risicoprofielen met zich meebrengen. Het belang van kapitaalstructuur voor bedrijven werd in 2001 getest door Graham & Harvey. Zij³ tonen aan dat bedrijven hun kapitaalstructuur aanpassen door de *cost of equity* te vergelijken met de *cost of debt*. Eén van de meest gebruikte methodes om bedrijven te waarderen is de *Discounted Cash Flow (DCF)*-methode, waarbij rekening wordt gehouden met *tax shields*⁴. Hierbij beïnvloedt de fiscale aftrekbaarheid van vergoedingen op vreemd vermogen, afgezet tegen de niet-aftrekbaarheid van vergoedingen op eigen vermogen, de bedrijfswaarde, als resultante van de DCF-methode, positief.

Door het onverkort meerekenen van de bijdrage van renteaftrek kunnen er echter onjuiste waarderingen plaatsvinden, omdat als gevolg van de al genoemde Nederlandse wettelijk geregelde renteaftrekbeperkingen en in jurisprudentie ontstane zelfstandige fiscale kwalificatie van vermogen, rente toch niet aftrekbaar kan zijn. In deze bachelorscriptie wordt dit effect onderzocht.

Finance en fiscaliteit worden weinig in onderling verband wetenschappelijk onder de loep genomen. Dit maakt het een origineel onderzoeksonderwerp. In dit onderzoek wordt de focus gelegd op zelfstandige kwalificaties van vermogen. De renteaftrekbeperkingen worden buiten beschouwing gelaten, omdat de verwachting is dat zelfstandige kwalificaties de grootste

¹ Hoge Raad 27 januari 1988, nr. 23 939, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, *FED 1988/233*.

² Bijvoorbeeld: Richtlijn 2003/49/EG.

³ Graham, J. and Harvey, C., 2001, "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.

⁴ Berk, J. and P. DeMarzo, 2014, *Corporate Finance*, 4th edition, Pearson.

invloed op de waardering van een bedrijf zullen hebben van de hiervoor genoemde factoren. Als een bedrijf rekent op de renteaftrek van een bepaalde lening, maar deze wordt fiscaal gekwalificeerd als eigen vermogen, dan valt het aftrekrecht weg en daarmee ook de waarde van de *tax shields*. Dit maakt het doen van onderzoek naar de effecten van dergelijke zelfstandige kwalificaties relevant voor het bedrijfsleven en de fiscaal beleidsmakers. De invloed van het fiscale beleid van een land op de waardering van bedrijven legt een verband tussen enerzijds fiscale economie en anderzijds *corporate finance*. Met de resultaten uit dit onderzoek kunnen waarderingsmodellen nauwkeuriger worden opgesteld om te komen tot waarderingen die de belastingeffecten beter in kaart brengen in het desbetreffende land. Daarnaast worden de fiscale effecten van bepaalde regelgeving en jurisprudentie met dit onderzoek in kaart gebracht, waardoor deze regelgeving beter aan kan sluiten op de waarderingen. Tevens kan dit onderzoek bijdragen aan de verdere ontwikkeling van bedrijfswaardeberekeningen. Dat kan van pas komen bij fusies en overnames, zoals bijvoorbeeld het geval van Akzonobel⁵. Wanneer er voor bedrijven meer zekerheid is over de reële waarde van het bedrijf kunnen dit soort transacties soepeler verlopen.

Deze scriptie is als volgt opgebouwd. Allereerst wordt de probleemstelling gegeven met de bijbehorende deelvragen. Vervolgens zal een theoretisch kader geschetst worden waarin de theorie uit de *finance* behandeld zal worden met betrekking tot de verschillen tussen eigen vermogen en vreemd vermogen en de behandeling van *tax shields* in de *Discounted Cash Flow*-waarderingmethode. Na het theoretisch kader zullen de deelvragen beantwoord worden. Dit zal gedaan worden door analyse van de beschikbare literatuur en jurisprudentie, alsmede met een casusanalyse voor de effecten van zelfstandige kwalificaties. Er zal afgesloten worden met een conclusie en een discussie waarin de hoofdvraag beantwoord zal worden en de beperkingen en aanbevelingen worden gegeven.

⁵ "PPG brengt aanzienlijk hoger bod uit op AkzoNobel". Verkregen op 23 mei 2014 van <https://www.nrc.nl/nieuws/2014/04/24/ppg-brengt-aanzienlijk-hoger-bod-uit-op-akzonobel-a1555774>.

1.1 Probleemstelling

In dit onderzoek staat de volgende hoofdvraag centraal:

“Welk effect hebben de fiscale zelfstandige kwalificaties van vermogen in de vennootschapsbelasting op de waardering van bedrijven via het Discounted Cash Flow-model in Nederland?”

Met deze hoofdvraag wordt gefocust op de effecten van zelfstandige kwalificaties. Dit zijn kwalificaties, zoals deze zijn uitgelegd door de Hoge Raad in onder andere het Unilever-arrest en de arresten van 7 februari 2014⁶. Hierbij geeft de Hoge Raad aan dat in beginsel de civielrechtelijke vorm van het vermogen wordt aangehouden voor het bepalen van de fiscale vorm, tenzij voldaan wordt aan een aantal criteria, waardoor het vermogen fiscaalrechtelijk gekwalificeerd zal worden als eigen vermogen. Er bestaan tot op heden (nog) geen kwalificaties waarbij eigen vermogen wordt gekwalificeerd als vreemd vermogen.

De methode die door bedrijven het meest gebruikt wordt voor het waarderen van het bedrijf is volgens het onderzoek van Graham en Harvey uit 2001⁷ de *Discounted Cash Flow*-methode. Dat is de reden waarom voor deze scriptie de methode is gekozen om de effecten van de zelfstandige kwalificaties op de waardering van bedrijven te onderzoeken.

Er is ook gekozen voor de territoriale afbakening van Nederland, aangezien de zelfstandige kwalificaties uit jurisprudentie van de Hoge Raad alleen van toepassing zijn op bedrijven in Nederland. Waarbij wel opgemerkt dient te worden dat de herkwalificaties ook toepassing kunnen vinden op vermogen dat zich bevindt bij bedrijven in het buitenland voor zover deze (indirect) Nederlands belastingplichtig zijn.

1.2 Deelvragen

Om de hoofdvraag gestructureerd te kunnen beantwoorden, is er gekozen voor het opdelen van het onderzoek in deelvragen. Daarvoor zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

1. *“Hoe verhouden eigen vermogen en vreemd vermogen zich fiscaal met elkaar in de waardering van een bedrijf?”*

De eerste deelvraag is bedoeld om de theorieën uit de *finance* te verbinden met de fiscaliteit. De in het theoretisch kader behandelde stof zal gekoppeld worden aan de fiscale aspecten

⁶ Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, Hoge Raad 7 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:181 en Hoge Raad 7 februari 2014, ECLI:NL:HR:2014:224.

⁷ Graham, J. and Harvey, C., 2001, “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field”, *Journal of Financial Economics*, 60, p. 187-243.

van de verschillen tussen vreemd vermogen en eigen vermogen. Hiermee wordt een beeld geschetst van de fiscaliteit in Nederland omtrent bedrijfswaarderingen.

2. *“Welke regels geeft de Hoge Raad voor de herkwalificatie van vreemd vermogen in eigen vermogen?”*

De tweede deelvraag behandelt de theorie over de zelfstandige kwalificaties, zoals deze zijn uitgeweid in de jurisprudentie. Aangezien er drie verschillende vormen zijn van de herkwalificaties worden deze alle drie apart geanalyseerd naast de onzakelijke lening als hybride vorm.

3. *“Wat zijn tussen de drie vormen van zelfstandige kwalificaties de verschillen en overeenkomsten in effecten op de waardering?”*

De drie verschillende vormen van herkwalificaties worden bij de derde deelvraag met elkaar en de onzakelijke lening vergeleken met betrekking tot hun effecten op de waardering van een bedrijf via de *Discounted Cash Flow*-methode. Dit zal gedaan worden aan de hand van vergelijking van de onder 2 vergaarde informatie en een casusanalyse.

4. *“Hoe beïnvloeden de zelfstandige kwalificaties de waarde van een bedrijf?”*

Als laatste deelvraag worden de effecten van zelfstandige kwalificaties geanalyseerd op basis van een casusanalyse waarbij de resultaten uit de voorgaande drie deelvragen worden meegenomen, zodat met deze overkoepelende vraag een beantwoording op de probleemstelling gevormd kan worden.

1.3 Methodologie

Bij deze scriptie zal gebruik worden gemaakt van een literatuuronderzoek ter beantwoording van de hoofdvraag. Allereerst zal literatuur uit het vakgebied van *finance* geanalyseerd worden voor het waarderingsproces van bedrijven met de *DCF*-methode. Vervolgens zal deze gekoppeld worden met de fiscale literatuur over de zelfstandige herkwalificaties en de bijbehorende jurisprudentie. Wanneer deze koppeling vervolgens is gemaakt, zal aan de hand van casusanalyse een concreter beeld geschetst worden van de effecten van de herkwalificaties op de waardering van een bedrijf in de praktijk. De gebruikte formules en modellen zullen beschreven worden in hoofdstuk 5.1.⁸

⁸ Zie Appendix 0 voor het formuleblad.

2. Theoretisch Kader

Voor de waardering van bedrijven worden bepaalde theorieën en methodes gebruikt in de *finance*. In dit theoretisch kader zullen de theorieën aan bod komen waarop het *Discounted Cash Flow-model* is gebaseerd en de assumpties die daarbij worden genomen. Belangrijk om te laten zien, is dat deze theorieën vaak gebruik maken van assumpties om bepaalde uitspraken te doen over de uitkomsten van de modellen. Het kan dus ook voorkomen dat bepaalde theorieën uitgaan van de afwezigheid van belastingen. Om tot een inzicht te komen van de effecten van belasting op deze theorieën, zullen in het theoretisch kader van deze scriptie achtereenvolgens de *Law of One Price*, de Modigliani-Miller proposities, het *Capital Asset Pricing Model* en het *Discounted Cash Flow-model* worden behandeld, waarbij verdiepend wordt ingegaan op de manier waarop de verschillende modellen en theorieën omgaan met de invloed van belastingen, zodat vervolgens bij het beantwoorden van de deelvragen de fiscale regelgeving in Nederland met betrekking tot de herkwalificaties getoetst kan worden aan deze modellen met in het bijzonder het *Discounted Cash Flow-model*.

2.1 Law of One Price

In de klassieke economie wordt ervan uitgegaan dat markten veelal door een onzichtbare hand worden geleid. Vraag en aanbod zoeken elkaar op en er ontstaat een marktevenwicht met een bijbehorende prijs. Het is logisch dat een kilo zilver momenteel evenveel op de Nederlandse markt kost als op de Duitse markt. Als dit namelijk niet zo zou zijn, dan zouden mensen in Nederland tegen een goedkopere prijs het zilver kunnen kopen en in Duitsland weer doorverkopen om zo winst te maken. Voorgaand inzicht komt tot uitdrukking in de *Law of One Price*. Dat wil zeggen dat een product overal dezelfde prijs heeft, mits er sprake is van vrije competitie, volledige prijsflexibiliteit en afwezigheid van transactiekosten en handelsbarrières. Dit geldt niet alleen voor goederen, maar ook voor financiële producten. Als identieke producten, zoals vermogen of aandelen, worden aangeboden in verschillende geografische competitieve markten, dan hebben deze dezelfde prijs.⁹ In principe zou het dus niet uit moeten maken of een bedrijf met eigen vermogen of met vreemd vermogen wordt gefinancierd, want vermogen heeft dezelfde prijs voor het bedrijf dat opereert in een markt waarin bovengenoemde assumpties gelden. Echter moet er rente betaald worden over vreemd vermogen, want geld is nu meer waard dan in de toekomst.¹⁰ Dit brengt kosten met zich, waardoor er minder geld terug kan naar de verschaffers van eigen vermogen. Het

⁹ Berk & DeMarzo, 2014, p. 71.

¹⁰ Idem. p. 98.

bovenstaande toont dat vreemd vermogen en eigen vermogen andere kosten en opbrengsten hebben, waardoor de *Law of One Price* hier misschien niet voor geldt.

2.2 Modigliani-Miller

Modigliani en Miller gebruikten de *Law of One Price* om de vraag te beantwoorden of het uitmaakt voor een bedrijf of deze zich laten financieren met eigen of vreemd vermogen. Zij stelden dat in een perfecte kapitaalmarkt de waarde van een bedrijf niet afhankelijk is van de kapitaalstructuur, omdat de kasstromen uit de projecten van een bedrijf dezelfde waarde hebben, ondanks dat het met verschillend vermogen is gefinancierd.¹¹ Het klopt dat vreemd vermogen terugbetaald dient te worden aan de verschaffer met een bijkomende rente en er daardoor minder winst overblijft voor de eigen vermogensverschaffers. Alleen blijft onder de streep de totaalwaarde van het bedrijf gelijk. Hiervoor moeten wel een aantal assumpties worden gedaan met betrekking tot de perfecte kapitaalmarkt. Allereerst dienen bedrijven dezelfde set waardepapieren voor een competitieve prijs te kunnen verhandelen, die gelijk is aan de netto contante waarde van hun toekomstige kasstromen. Ten tweede moet er een afwezigheid zijn van belastingen, transactiekosten en overige kosten die bij effectenhandel zouden kunnen spelen. Als laatste moeten de financieringsbeslissingen van het bedrijf de kasstromen niet veranderen en mogen de beslissingen geen nieuwe informatie over de investeringen geven.¹² Met deze assumpties stelden zij hun eerste propositie op:

“In een perfecte kapitaalmarkt is de totale waarde van een bedrijf gelijk aan de marktwaarde van alle kasstromen die uit het vermogen voortvloeien en wordt de totale waarde niet beïnvloed door de kapitaalstructuur van het bedrijf.”¹³

Dit maakt het onmogelijk om arbitrage te gebruiken om winsten te behalen met het veranderen van de kapitaalstructuur. Mochten eigen vermogensverschaffers niet tevreden zijn met de kapitaalstructuur van het bedrijf, dan zouden zij zelf een lening af kunnen sluiten om hun geldverstrekking te financieren en daarmee wordt hetzelfde evenwicht bereikt, mits ze lenen tegen dezelfde rentes als het bedrijf. Het evenwicht stelt ons in staat om te berekenen wat de *unlevered* kapitaalskosten zijn. Deze bestaan namelijk uit de kapitaalskosten voor eigen vermogen voor het gedeelte eigen vermogen van het bedrijf en voor de kapitaalskosten voor vreemd vermogen voor het gedeelte vreemd vermogen van het bedrijf. Daarmee kan de volgende formule worden opgesteld:

¹¹ Modigliani, F. and Miller, M., 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48(3), p. 268.

¹² Berk & Demarzo, 2014, p. 483.

¹³ Modigliani & Miller, 1958, p. 268-269.

$$r_U = \frac{EV}{EV + VV} \times r_{EV} + \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV}$$

r_U = *unlevered* kapitaalskosten

VV = vreemd vermogen

EV = eigen vermogen

r_{EV} = kapitaalskosten van het eigen vermogen

r_{VV} = kapitaalskosten van het vreemd vermogen

Naast de proposities hebben Modigliani en Miller ook de balans op marktwaarde in het leven geroepen. Op deze balans staan alle huidige waarden van de bezittingen in plaats van de historische kostprijs. Naast alle bezittingen en schulden staan er ook posten op voor bijvoorbeeld de goodwill en het menselijke kapitaal. Deze ontbreken op een normale balans. De gedachte achter deze manier van boekhouden, ligt bij het creëren van waarde door bezittingen en investeringen. Door investeringen te doen met een positieve NCW kan het bedrijf diens waarde doen toenemen. Het maakt niet uit voor de bedrijfswaarde met welk vermogen de investeringen zijn gedaan, want dit laat alleen een verandering in de interne structuur zien. In de praktijk hebben eigen vermogen en vreemd vermogen andere kosten. Aandeelhouders kunnen bijvoorbeeld in een hypothetische situatie minimaal 15% verwacht rendement hebben, terwijl het bedrijf tegen 5% risicovrije rente kan lenen. Dan lijkt het vreemd vermogen goedkoper. Het verhogen van het vreemd vermogen brengt echter een groter risico met zich mee voor het bedrijf en daardoor stijgt diens kapitaalskosten.

Dit maakt de basis van de tweede propositie van Modigliani en Miller:

“De kapitaalskosten van levered equity stijgen met de vreemd vermogen/eigen vermogen ratio van de marktwaarde van het bedrijf.”¹⁴

Levered equity houdt in dat een bedrijf deels met eigen en deels met vreemd vermogen is gefinancierd. Een bedrijf dat volledig met eigen vermogen is gefinancierd heeft *unlevered equity*. Ze hebben dit wiskundig weergegeven met de volgende formule voor de kapitaalskosten van *levered equity*:

$$r_E = r_U + \frac{VV}{EV} (r_U + r_{VV})$$

r_E = kapitaalskosten

r_U = kapitaalskosten van *unlevered equity*

r_{VV} = kapitaalskosten van het vreemd vermogen

¹⁴ Modigliani & Miller, 1958, p. 271.

Deze formule laat zien dat de kapitaalskosten van een bedrijf dat deels door eigen en deels door vreemd vermogen is gefinancierd, bestaat uit de kapitaalskosten van een *unlevered* bedrijf plus het extra risico wat gelopen wordt door het aannemen van vreemd vermogen in de financiering.¹⁵ Modigliani en Miller tonen aan dat er wel degelijk een verschil ligt tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Waarbij de kapitaalskosten voor een bedrijf stijgen wanneer de kapitaalstructuur meer bestaat uit vreemd vermogen. Ondanks dat deze theorie uit 1958 komt en daarmee minder relevant lijkt, wordt deze theorie nog steeds als basis gebruikt voor veel theorieën in het *finance* vakgebied.

2.3 Capital Asset Pricing Model

Het *Capital Asset Pricing Model* (*CAPM*) brengt de risico's van vreemd vermogen in kaart ten opzichte van eigen vermogen of obligaties. Hierbij wordt gekeken naar de efficiënte portfolio's in de verschillende kapitaalmarkten. Het *CAPM* maakt net als de andere theorieën gebruik van een aantal assumpties. Allereerst kunnen investeerders alle waardepapieren en effecten kopen en verkopen tegen een competitieve prijs zonder belastingen en transactiekosten. Daarnaast kunnen zij (uit)lenen tegen de risicovrije rentevoet. Ten tweede zijn alle investeerders rationele individuen die streven naar winstmaximalisatie. Daarom houden zij alleen effecten en waardepapieren aan die het hoogste verwachte rendement hebben voor een bepaalde volatiliteit. Volatiliteit is de beweeglijkheid van de koers van financiële producten. Dit schatten zij zelf in op basis van historische patronen en andere informatie die publiek toegankelijk is. Aangezien alle investeerders hun beslissingen baseren op de informatie die publiek toegankelijk is, wordt er voor de derde assumptie aangenomen dat investeerders homogene verwachtingen hebben over de volatiliteit, correlaties en het verwachte rendement. Hierbij dient wel gezegd te worden dat in de praktijk dit natuurlijk niet voorkomt, maar er daardoor wel vanuit wordt gegaan dat ze dezelfde portfolio's aanmerken voor de hoogste Sharpe-ratio's, waardoor deze meer in trek zijn.¹⁶ Het aanbod van de effecten moet gelijk zijn aan de vraag, waarbij de optima liggen op de *Capital Market Line*. Op deze lijn liggen alle portfolio's met het hoogste verwachte rendement voor de bijbehorende volatiliteit. Dit verwachte rendement wordt berekend op basis van de marktrisico's en de bèta van de portfolio's. De bèta van een effect laat zien in hoeverre een effect meer of minder volatiliteit heeft dan de markt en wordt berekend door de covariantie van het effect met de markt te delen door de variantie van de markt:

¹⁵ Berk & DeMarzo, 2014, p. 489.

¹⁶ De Sharpe-ratio is een voor risico gecorrigeerde opbrengst van een investering. Dit is voor deze scriptie minder relevant. $S = E(R - R_f) / \sqrt{Var(R - R_f)}$

$$\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

$Cov(r_i, r_m)$ = de covariantie tussen het risico van het effect en het risico van de markt (de lineaire samenhang)

$Var(r_m)$ = de spreiding van de marktrisicowaarden

Vervolgens wordt deze bèta ingevuld in de formule van het *CAPM* voor het verwachte rendement van een portfolio. Deze formule berekent het verwachte rendement op basis van de risicovrije rentevoet plus de risico-opslag voor het portfolio:¹⁷

$$E[R_i] = r_i = r_f + \beta_i \times (E[R_m] - r_f)$$

r_i = risico van het effect i

r_f = risicovrije rentevoet

β_i = bèta van effect i

$E[R_m]$ = verwacht rendement van de markt

Dit model gebruikt net als Modigliani en Miller als basis de *Law of One Price*, waarbij gesteld wordt dat investeringen met hetzelfde risico ook hetzelfde verwachte rendement dienen op te leveren. Om geen onnodig risico te lopen, spreiden de investeerders hun portfolio over meerdere bedrijven, zodat er minder kans is om alles te verliezen wanneer een bedrijf failliet gaat. Vandaar dat in het model voor de risicoberekening het marktrisico (R_m) genomen wordt in plaats van het bedrijfsrisico. Als bèta van een portfolio wordt het gewogen gemiddelde genomen van alle bèta's van de effecten binnen een portfolio. Waar voor de bèta het gewogen gemiddelde wordt genomen, kan dit ook gedaan worden voor de kapitaalskosten. Aangezien eigen vermogen en vreemd vermogen in andere verhoudingen met elkaar staan in het bedrijf en allebei een eigen risico hebben, kan hiervan een gewogen gemiddelde genomen worden. Dit wordt de *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* genoemd.

2.4 WACC

Eerder zijn een aantal assumpties gedaan voor het Modigliani & Miller-model, alsmede het *CAPM*. Een van de assumpties was de perfecte kapitaalmarkt. In deze markt is er een afwezigheid van belasting, transactiekosten en andere drempels. De NCW en kapitaalskosten van een project werd hierdoor bepaald door de waarde van de kasstromen, waarbij het niet uitmaakte hoe het project gefinancierd is. De Nederlandse kapitaalmarkt is echter niet perfect.

¹⁷ Berk & DeMarzo, 2014, p. 381.

Er zijn hier namelijk belastingen en transactiekosten. Wanneer belasting in het spel komt, is het voor bedrijven aantrekkelijker om vreemd vermogen te gebruiken voor de financiering, omdat de rente hier voor de vennootschapsbelasting kan worden afgetrokken van de winst. Dit creëert extra kasstromen, waardoor de effectieve rentekosten op vreemd vermogen weergegeven kunnen worden met de volgende formule:

$$\text{Effectieve rentekosten na belasting: } r(1 - T_C)$$

r = rentekosten

T_C = tarief van de vennootschapsbelasting

Vandaar dat dit voordeel meegenomen kan worden in de waardering van kasstromen bij bedrijven. Dit kan met de gemiddeld gewogen kapitaalskosten, ofwel de *WACC* (na belasting):

$$r_{wacc} = \frac{EV}{EV + VV} \times r_{EV} + \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV} \times (1 - T_C)$$

r_{wacc} = gewogen gemiddelde van de kapitaalskosten

VV = vreemd vermogen

EV = eigen vermogen

r_{EV} = kapitaalskosten van het eigen vermogen

r_{w} = kapitaalskosten van het vreemd vermogen

T_C = relevante belastingtarief

De *WACC* is altijd lager dan het verwachte rendement van een bedrijf, omdat de rentekosten fiscaal aftrekbaar zijn. Zonder deze aftrekmogelijkheid zou de *WACC* gelijk zijn aan de *unlevered* kapitaalskosten in de perfecte kapitaalmarkt.

Het berekenen van deze verwachte rendementen is van belang voor de waardering van een bedrijf. Wanneer met deze verwachtingen de kasstromen van een bedrijf worden bepaald, kan het bedrijf gewaardeerd worden. Dit gebeurt veelal met het *DCF*-model.

2.5 Discounted Free Cash Flow-model

Het *Discounted Free Cash Flow*-model berekent de gehele waarde van een bedrijf voor eigen - en vreemd vermogensverschaffers. Dit gebeurt allereerst door een schatting te maken van de ondernemingswaarde¹⁸ van het bedrijf:

$$\text{Ondernemingswaarde} = \text{marktwaarde eigen vermogen} + \text{schulden} - \text{liquide midelen}$$

De ondernemingswaarde kan geïnterpreteerd worden als de netto kosten van het kopen van het eigen vermogen van het bedrijf en diens liquide middelen en het aflossen van alle

¹⁸ Berk & DeMarzo, 2014, p. 284.

schulden. Oftewel het bezitten van het *unlevered* bedrijf. Om tot deze waarde te komen moet allereerst de marktwaarde van het eigen vermogen worden geschat. Dit wordt gedaan door de netto contante waarde van de *Free Cash Flows (FCF)* of vrije kasstroom te berekenen. Dit zijn de liquide middelen die gegenereerd worden voordat er uitbetaald wordt aan eigen - en vreemd vermogensverschaffers en gaat aan de hand van de volgende formule:

$$FCF = EBIT \times (1 - T_c) - \text{netto investeringen} - \text{toename in netto werkkapitaal}$$

EBIT = Earnings Before Interest and Taxes

T_c = relevant belastingtarief

Netto investeringen = kapitaaluitgaven - afschrijvingen

Net als bij het berekenen van de netto contante waarde van een project, wordt de waarde van een bedrijf volgens dit model berekend door de netto contante waarde te berekenen van de *FCF*. Hiervoor worden de toekomstige vrije kasstromen verdisconteerd naar de huidige waarde en bij elkaar opgeteld. Voor het verdisconteren wordt gebruik gemaakt van de *WACC*, aangezien het de vrije kasstromen betreft die uitbetaald kunnen worden aan eigen - en vreemd vermogensverschaffers. De *WACC* reflecteert op deze manier als het ware het gemiddelde risico van de investeringen van bedrijven. De formule voor het berekenen van de ondernemingswaarde¹⁹ is als volgt:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots + \frac{FCF_N + V_N}{(1 + r_{wacc})^N}$$

V_0 = ondernemingswaarde op tijdstip 0

FCF = vrije kasstroom

r_{wacc} = gewogen gemiddelde kapitaalkosten

Aangezien deze formule doorgetrokken kan worden tot het oneindige, wordt meestal een eindwaarde voor N aangenomen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van een constante lange termijn groeiratio g_{FCF} voor de jaren na N , die gebaseerd is op de verwachte lange termijnopbrengsten van het bedrijf, waardoor de volgende formule ontstaat voor V_N :

$$V_N = \frac{FCF_{N+1}}{r_{wacc} - g_{FCF}} = \left(\frac{1 + g_{FCF}}{r_{wacc} - g_{FCF}} \right) \times FCF_N$$

Door de formule voor V_N in te vullen in de formule voor de ondernemingswaarde kan uiteindelijk de waarde van het bedrijf berekend worden. Het is belangrijk voor een bedrijf om deze waarde zo nauwkeurig mogelijk te kunnen berekenen. Daarom wordt bij het berekenen van vrije

¹⁹ Berk & DeMarzo, 2014, p. 285.

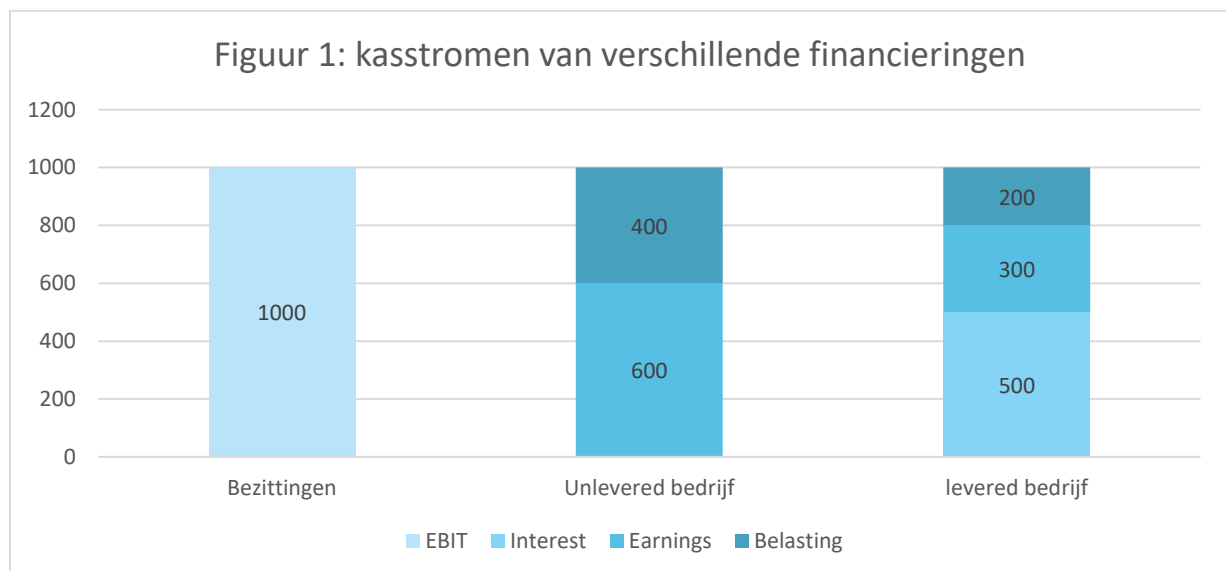
kasstromen van bedrijven rekening gehouden met de *tax shields* die gecreëerd worden door het aantrekken van vreemd vermogen.

2.6 Tax shields

Wanneer een bedrijf zichzelf (deels) financiert met vreemd vermogen, dient deze hierover rente te betalen. Deze rentekosten kunnen in mindering gebracht worden op de winst waarover vennootschapsbelasting betaald moet worden. Dit levert een voordeel op voor het bedrijf dat het *tax shield*²⁰ genoemd wordt.

$$\text{Interest Tax Shield} = \text{relevant belastingtarief} \times \text{rentekosten}$$

Het bedrijf betaalt jaarlijks de rentes op het vreemd vermogen en genereert daarmee (uitgaande) kasstromen. Deze kasstromen hebben een hogere waarde dan de kasstromen die het bedrijf uitbetaalt aan de eigen vermogensverschaffers, aangezien de waarde van de *interest tax shields* erbij wordt toegevoegd en er geen belastingvoordeel is voor de kasstromen van het eigen vermogen. Dit is beter te begrijpen aan de hand van een figuur:



In het bovenstaande figuur is er een fictief belastingpercentage gebruikt van 40%. Van het *EBIT* van €1000 blijft bij het *unlevered* bedrijf €600 over en wordt er €400 belasting betaald over de winst. Bij het *levered* bedrijf is de totale waarde van de bezittingen €800 en wordt er slechts €200 belasting betaald. Het verschil van €200 tussen de €800 en €600 wordt gecreëerd door het *tax shield* op de interest en is dus een voordeel voor het bedrijf.

Deze berekening laat zien dat de waarde van de optelsom van vrije kasstromen van een bedrijf wat deels gefinancierd wordt met vreemd vermogen (*unlevered*), gelijk is aan de optelsom van de vrije kasstromen van een bedrijf dat volledig gefinancierd is met eigen vermogen (*levered*)

²⁰ Berk & DeMarzo, 2014, p. 510.

opgeteld met de *interest tax shields*. Door de eerder behandelde *Law of One Price* geldt deze gelijkstelling ook voor de contante waarde van deze kasstromen, waardoor de volgende formule²¹ ontstaat voor de ondernemingswaarde van een *levered* bedrijf:

$$V^L = V^U + PV(\text{Interest Tax Shield})^{22}$$

V^L = ondernemingswaarde van een *levered* bedrijf

V^U = ondernemingswaarde van een *unlevered* bedrijf

Uit het bovenstaande valt op dat de waarde van een bedrijf wat deels gefinancierd wordt met vreemd vermogen hoger is dan de waarde van een bedrijf wat volledig met eigen vermogen gefinancierd wordt. Dit kan verwerkt worden in de gewogen gemiddelde kapitaalkosten, want het bedrijf kan een voordeel halen uit het financieren met vreemd vermogen om zo tot een hogere bedrijfswaarde te komen. De formule van de *WACC* is, zoals eerder vermeld, als volgt:

$$r_{\text{wacc}} = \frac{EV}{EV + VV} \times r_{EV} + \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV} \times (1 - T_C)$$

Het effect van de *tax shields* op de *WACC* is zichtbaar als de formule wordt omgeschreven naar de volgende:

$$r_{\text{wacc}} = \frac{EV}{EV + VV} \times r_{EV} + \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV} - \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV} \times T_C$$

Het gedeelte van de formule voor de min is de *WACC* voor belasting. Het gedeelte na de min is de invloed van de *Interest Tax Shield* op de *WACC* na belasting. Door de formule op deze manier vorm te geven, is duidelijk te zien dat de *WACC* na belasting altijd lager is dan de *WACC* voor belasting, omdat de *tax shields* het gewogen gemiddelde van de kapitaalkosten omlaag brengen. Een bedrijf kan dus ook zelf de *WACC* doen dalen door meer vreemd vermogen aan te trekken, wat weer een invloed heeft op de verdiscontering en daarmee de contante ondernemingswaarde volgens het *DCF*-model.

²¹ Berk & DeMarzo, 2014, p. 511.

²² De contante waarde (*PV*) van de *tax shields* wordt berekend door de interest te vermenigvuldigen met het relevante belastingtarief en dit te verdisconteren met de rentevoet. $\frac{T_C \times \text{Interest}}{r}$

3. Fiscaliteit van Vermogen

In het voorgaande deel is de wiskundige waardering van een bedrijf besproken aan de hand van het *DCF*-model. Om dit model te kunnen gebruiken voor het onderzoek in deze bachelorscriptie, moet onderzocht worden wat de fiscale behandeling van vermogen is in Nederland en wat de effecten daarvan zijn op het model. Het volgende gedeelte zal een uitweiding geven over de fiscale behandeling van vermogen en voornamelijk de vormen van vreemd vermogen die een andere behandeling aangemeten hebben gekregen door de wetgever en de Hoge Raad.

3.1 Belasting van Bedrijven in de Vennootschapsbelasting

Alle bedrijven die in Nederland gevestigd zijn²³ en/of Nederlands inkomen genieten,²⁴ zijn belastingplichtig voor de VPB. Dat betekent dat zij voor de eerste €200.000 winst 19% belasting verschuldigd zijn en op alle winst boven de €200.000 een tarief²⁵ van 25% moeten betalen. Het belastbare bedrag is de in een jaar genoten belastbare winst minus de te verrekenen verliezen. Artikel 8 lid 1 VPB laat zien dat het winstbegrip uit artikel 3.8 van de Wet op de Inkomstenbelasting 2001 (hierna: IB), naast andere artikelen uit hetzelfde hoofdstuk, wordt gebruikt voor het bepalen van de winst van het bedrijf, zodat deze alle gezamenlijke voordelen verkregen uit onderneming behelst. Het winstbegrip uit de IB is niet helemaal hetzelfde als in de VPB wat verduidelijkt wordt in de leden 3 tot en met 15 van artikel 8 van de VPB, waarin bijzondere regels en vrijstellingen worden gesteld voor onder andere de fiscale eenheid en beleggingsinstellingen. Voor het berekenen van de genoten jaarwinst wordt gebruikgemaakt van het goed koopmansgebruik.²⁶ De invulling van dit begrip heeft de wetgever aan de belastingrechter overgelaten.²⁷ De rechter heeft dit ingevuld door het – vrij vertaald – te definiëren als “wat bedrijfseconomisch als juist wordt beschouwd”.²⁸ Doch is goed koopmansgebruik een opzichzelfstaand fiscaal begrip dat rekening houdt met de ontwikkelingen in de bedrijfseconomie alsmede het belastingstelsel.²⁹ Het goed koopmansgebruik legt de link tussen het bedrijfsleven en de fiscaliteit. Op die manier kunnen de bedrijfskosten, zoals kostprijzen, overheadkosten en rentekosten afgetrokken worden van de winst en valt het belastbare bedrag in lijn met het voeren van de onderneming.

²³ Art. 2 lid 1 VPB.

²⁴ Art. 3 lid 1 VPB.

²⁵ Art. 22 VPB.

²⁶ Art. 8 lid 1 VPB jo. Art. 3.25 IB

²⁷ Kamerstukken II 1998/99, 26 727, nr. 3, p. 70 en 106-107.

²⁸ Hoge Raad 8 mei 1957, ECLI:NL:HR:1957:AY2274.

²⁹ Hoge Raad 18 december 1991, ECLI:NL:HR:1991:BH8011.

3.1.1 *Arms length*-beginsel

Voor het voeren van de onderneming is er financiering nodig. Bij het aantrekken van vermogen van een ander lichaam door een bedrijf dient er gehandeld te worden, zoals dat in het gebruikelijke economische verkeer gaat. Wanneer voorwaarden voor de rechtsverhouding worden afgesproken die daarvan afwijken, moet getoetst worden of dit wel *at arm's length* gebeurt. Dit houdt in dat onafhankelijke partijen in de normale marktsfeer dezelfde keuzes gemaakt zouden kunnen hebben. Het *arms length*-beginsel vindt zijn oorsprong in artikel 9 van het OESO-modelverdrag en is in Nederland gecodificeerd in artikel 8b VPB voor de verrekenprijzen. De afwijkende rechtsverhouding wordt voor bepaling van de winst behandeld alsof het de gewoonlijke overeenkomsten tussen onafhankelijke derden in het economische verkeer behelst. Deze *at arm's length*-toets heet ook wel de zakelijkheidstoets en door het gebruik van deze toets worden onzakelijke handelingen, zoals onzakelijke rentes en kredietvoorwaarden, gecorrigeerd voor de belastingheffing op de winst, want het komt voor dat leningen tussen partijen een onzakelijk karakter hebben, wat een invloed kan hebben op de winst.

4. De Zelfstandige Kwalificaties van Vermogen

De Wet op de Vennootschapsbelasting geeft bedrijven de mogelijkheid om de kosten van vreemd vermogen af te trekken van het belastbare bedrag van de winst³⁰ van het bedrijf. De Hoge Raad heeft in 1950 in haar uitspraak³¹ uitgeweid dat het begrip 'kapitaal' bij kapitaalverstrekkingen breder moet worden geïnterpreteerd, zodat daar ook bepaalde vorderingen, oftewel vormen van vreemd vermogen, onder kunnen vallen. In opvolgende uitspraken³² heeft de Hoge Raad aansluitend bepaald dat niet alle rentes van vreemd vermogen kunnen worden afgetrokken van de fiscale winst en dat bepaalde vormen van vermogen fiscaal op een materieelrechtelijke wijze anders gekwalificeerd kunnen worden dan de civiele vorm die het vermogen in kwestie heeft. Dit worden ook wel de totaalwinstbewakers genoemd als parapluterm, of zelfstandige kwalificaties. De drie vormen van de totaalwinstbewakers zijn de deelnemerschapslening, de schijnlening en de bodemlozeputlening. Deze worden in dit deel van de bachelorscriptie tezamen met de onzakelijke lening behandeld met allereerst het Unilever-arrest van de Hoge Raad, die als het ware een samenvattende opsomming geeft voor de drie vormen.

4.1 Unilever-arrest³³

In dit arrest betreft het een moederbedrijf die geldleningen heeft verstrekt aan een dochterbedrijf, omdat deze in zwaar weer verkeert. Vervolgens maakt het moederbedrijf een voorziening aan ten laste van haar winst voor de verlieslijdende dochter. Deze voorziening werd echter afgekeurd door de inspecteur, omdat deze van mening is dat de geldlening eigenlijk informeel verstrekt kapitaal behelst, aangezien vanuit een zakelijk oogpunt een willekeurig bedrijf een dergelijke lening nooit zou hebben verstrekt. Dit mag volgens hem, op basis van artikel 13 eerste lid VPB, niet in mindering worden gebracht op de winst, aangezien dat valt onder de deelnemersvrijstelling.

Het Hof laat blijken, zo blijkt uit rechtsoverweging 4.2 van het arrest van de Hoge Raad, dat er in de regel een formeel criterium moet worden aangelegd, waarbij de civielrechtelijke vorm beslissing is voor de fiscale gevolgen. In de rechtsoverweging daarop geeft de Hoge Raad weer dat het Hof hierop twee uitzonderingen had geformuleerd. De eerste betreft een uitzondering voor geldverstrekkingen die alleen de schijn opwekken een lening te zijn, maar als doel van de partijen een kapitaalverstrekking behelst. De tweede uitzondering is voor leningen die onder zulke voorwaarden zijn aangegaan dat de schuldeiser eigenlijk deelheeft

³⁰ Art. 8 lid 1 VPB jo. art. 3.8 Inkomstenbelasting

³¹ Hoge Raad 18 oktober 1950, ECLI:NL:HR:1950:82.

³² Hoge Raad 5 juni 1957, ECLI:NL:HR:1957:AY1891.

³³ Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744.

in de onderneming van de schuldenaar. Echter vindt de Hoge Raad dat het Hof dat met slechts het formuleren van deze twee uitzonderingen een te beperkte opvatting heeft gegeven. De Hoge Raad voegt hieraan toe in rechtsoverweging 4.4 dat er ook een uitzondering geldt in het geval waarin een aandeelhouder van een bedrijf waar deze een deelneming in heeft een geldlening verstrekt aan dit bedrijf, *“onder zodanige omstandigheden dat aan de uit die lening voortvloeiende vordering, naar hem reeds aanstonds duidelijk moet zijn geweest, voor het geheel of voor een gedeelte geen waarde toekomt omdat het door hem ter leen verstrekte bedrag niet of niet ten volle zal kunnen worden terugbetaald, zodat het geheel of gedeeltelijk zijn vermogen - voor zover dat niet bestaat uit de aandelen in de dochtervennootschap - blijvend heeft verlaten”*. In zijn conclusie voorafgaand aan deze uitspraak zette Advocaat-Generaal mr. Verbrug³⁴ uiteen dat er zijns inziens niet alleen getoetst moeten worden of de afhankelijkheid van de schuldaflossing van de resultaten van het bedrijf, maar ook of de aflossing daarvan op den duur afhankelijk kan worden en of de schuldvordering achtergesteld zou kunnen worden op vorderingen van derden. Daarbij zijn niet alleen de voorwaarden van belang, maar ook de feiten, omstandigheden en het tijdstip van de geldverstrekking. Dit noemt hij de theorie van inwendige betrekking, waarbij de essentie van de overeenkomst belangrijker is dan de vorm.

Daar ligt de kern van de totaalwinstbewakers. Aangezien daarbij niet wordt gekeken naar de civielrechtelijke vorm, maar de inhoud tezamen met de feiten en omstandigheden wordt getoetst aan de voorwaarden van eigen resp. vreemd vermogen. Hieronder volgt een uitwerking van de drie verschillende uitzonderingen die genoemd zijn door de Hoge Raad.

4.2 Schijnlening

De eerste vorm van zelfstandige kwalificaties van eigen vermogen die genoemd wordt in het Unilever-arrest, is de schijnlening. Dit is een lening, die alleen de schijn opwekt een lening te zijn, terwijl partijen in werkelijkheid hebben beoogd een kapitaalverstrekking tot stand te brengen. De Hoge Raad definieerde ‘schijn’ in een arrest in 1954.³⁵ Hierin oordeelde hij dat de vorm en de naam van de transactie niet beslissend zijn, maar dat dat slechts de schijn is. Voor de eigenlijke vorm van de rechtsverhouding, dient beoordeeld te worden naar burgerlijk recht aan hand van de werkelijke handelingen en gedragingen van de partijen.

Een belangrijk arrest³⁶ waar een in mijn ogen vroege variant op de schijnlening in het geding is, stamt uit 1964. In de casus betreft het transacties tussen een N.V. en diens directeur-

³⁴ Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744, Conclusie mr. Verbrug.

³⁵ Hoge Raad 3 november 1954, ECLI:NL:HR:1954:AY3410.

³⁶ Hoge Raad 24 juni 1964, ECLI:NL:HR:1964:AX7622.

grootaandeelhouder, die in het bezit is van alle aandelen van deze N.V. en bij dit bedrijf op de rekening-courant stond. Over deze zogenoemde lening waren geen afspraken gemaakt over de zekerheid en er was geen rente overeengekomen. Er was alleen rente overgemaakt, omdat een accountant de persoon in kwestie erop wees dat dit wenselijk was voor het aanhouden van een lening. Het Hof wijst ook op het feit dat, wanneer er sprake zou zijn van liquidatie of overname van de N.V., de vordering van de lening niet opgeëist zou worden, tenzij de directeur-grootaandeelhouder hier zelf het initiatief voor zou nemen. De lening was gebruikt om privé-uitgaven te maken, die geen zakelijk karakter hadden. Er zou dus nooit sprake zijn van een terugbetaling van de lening, aangezien daar de financiële middelen ook niet voor aanwezig waren.

Uit deze feiten en omstandigheden van het geval oordeelde het Hof dat hier geen sprake was van een geldlening, maar een uitdeling van winst, waarbij niet belangrijk is in welke vorm of in welke naam deze gedaan is en de rente niet in aftrek genomen mag worden van de winst. In cassatie oordeelde de Hoge Raad dat een dergelijke herkwalificatie tot de mogelijkheden behoort, maar dat het Hof in dat geval niet voldoende inzicht had gegeven wat hier exact aan de orde was. Dit anders voorstellen van de zaken wordt ook wel relatieve simulatie genoemd.

³⁷ Verseput legt dit begrip uit als een afspraak die tussen partijen is gemaakt, waarbij naar buiten toe iets anders wordt voorgesteld. De schijn, of relatieve simulatie, die hier wordt beschreven is civielrechtelijk. De civielrechtelijke vorm is uiteraard leidend voor de behandeling van het vermogen. Aangezien de fiscaalrechtelijke vorm van het vermogen belangrijk is voor de belasting daarvan, introduceert Haberman³⁸ de fiscaalrechtelijke schijn, waarbij in de algemene regel het fiscale wezen van het vermogen voor de schijn moet worden geplaatst. Dit lijkt erg op het zakelijkheids- c.q. *arm's length*-beginsel. Er wordt primair beoordeeld of bedrijfseconomisch 'juist' is gehandeld, maar dit kan verworpen worden in het belang van het fiscale systeem. Dit wordt bevestigd in een arrest³⁹ uit 1999, waarin de Hoge Raad het volgende oordeelt:

“Voor een zelfstandige fiscaalrechtelijke kwalificatie, met als consequentie daarvan andere fiscale gevolgen dan de contracterende partijen op grond van de civielrechtelijke vorm verwachten, kan plaats zijn indien de aan de gekozen rechtsvorm verbonden fiscale gevolgen

³⁷ J.G. Verseput, De totale winst in de vennootschapsbelasting, Fed Fiscale Brochures, Kluwer Deventer, vierde druk 2014, p. 39-40.

³⁸ Haberman, Fiscale aspecten van vreemd vermogen verstrekt door aandeelhouders, FM nr. 65, blz. 159-160.

³⁹ Hoge Raad 15 december 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA3862.

niet aanvaardbaar zijn gezien het economische resultaat ervan en gelet op de strekking van de belastingwet.”

De jurisprudentie geeft hier een voorbeeld van de mogelijkheid om af te kunnen wijken van de civielrechtelijke kwalificatie van het vermogen. De wetgever reageerde hierop door te stellen dat zelfs in het bedrijfsleven (civielrechtelijk) een dergelijke lening niet als lening gekwalificeerd zou worden.⁴⁰ Een schijnlening is daarmee zowel civielrechtelijk als fiscaalrechtelijk geen lening. De voorwaarden van het aanmerken van een schijnlening moeten per casus bekeken worden, aangezien de jurisprudentie geen vaste criteria geeft. Allereerst moet er een aflossingsverplichting ontbreken als uiterlijke schijn en ten tweede moeten de werkelijke overeenkomsten van de partijen worden onderzocht. Wanneer beide partijen de bedoeling hebben om de lening aan te duiden als aandelenkapitaal, wordt deze geherkwalificeerd.⁴¹

4.3 Bodemloze-putlening

De tweede totaalwinstbewaker is de bodemloze-putlening. De terminologie van deze financieringsvorm werd vastgelegd in het Unilever-arrest, waarbij een moederbedrijf geld verstrekte aan een dochterbedrijf.⁴² Daarbij werd de bodemloze-putlening gedefinieerd als een onzakelijke lening met een extra voorwaarde. Zo is de lening een transactioneel onzakelijke lening, aangezien de economische werkelijkheid van de transactie verschilt van de vorm van de transactie. Het rijtje cumulatieve voorwaarden is als volgt:

1. Er moet sprake zijn van een geldverstrekking door een belastingplichtige in zijn hoedanigheid als aandeelhouder in de vennootschap.
2. Er blijkt uit de omstandigheden dat de vordering in zijn geheel of gedeeltelijk geen waarde toekomt, omdat deze niet (helemaal) zal kunnen worden terugbetaald.
3. Het moet de geldverstrekker ‘reeds aanstonds duidelijk’ zijn dat de terugbetaling geheel of gedeeltelijk niet zal plaatsvinden.

De eerste voorwaarde wordt ook wel de aandeelhouderseis genoemd. Dit houdt in dat de bodemloze-putlening alleen geldt in een concern. Met ‘hoedanigheid als aandeelhouder’ kan bedoeld worden door de Hoge Raad dat het geld niet in een zakelijke verhouding is verstrekt. Hier komt weer het *arm’s length*-beginsel terug. De bodemloze-putlening is een lening die een onafhankelijke derde niet zou hebben verstrekt, maar dat dit in de dergelijke situatie alleen gebeurt om de positie als aandeelhouder te bevorderen. Hier dient wel te worden vermeld dat vanuit zakelijk oogpunt een moederbedrijf ervoor kan kiezen om een dochterbedrijf niet failliet

⁴⁰ Kamerstukken II 2006/07, 30 572, nr. 8, blz. 44.

⁴¹ Hof Arnhem 31 januari 1975, ECLI:NL:GHARN:1975:AX4033.

⁴² Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744.

te laten gaan om diens reputatie (naamsverbondenheid) niet te laten schaden. Dit moet wel getoetst worden door de rechter, zoals op te maken valt uit het arrest van de Hoge Raad uit 1987.⁴³ Ten tweede moet uit de omstandigheden zijn af te leiden dat de waarde van de vordering niet de werkelijkheid weergeeft, aangezien deze (gedeeltelijk) niet terugbetaald zal worden. Andere indicatoren voor de tweede voorwaarde zijn bijvoorbeeld de afwezigheid van positief vermogen bij de debiteur, de kredietwaardigheid van het bedrijf, de omvang en duur van de verliezen en de achterstelling van de vordering ten opzichte van vorderingen van andere crediteuren. Voor de derde voorwaarde is het belangrijk dat het voor de geldverstrekker bij het aangaan van de lening duidelijk is dat (een gedeelte van) de lening niet afgelost zal kunnen worden.⁴⁴ Het begrip “reeds aanstonds duidelijk” lijkt in de praktijk lastig te bewijzen. Het is echter wel wat de bodemloze-putlening onderscheid van andere herkwalificatievormen. Deze extra voorwaarde voor de bodemloze-putlening zorgt ervoor dat er een herkwalificering naar eigen vermogen (veelal een winstuitdeling of een informele kapitaalstorting) plaatsvindt.

Een dergelijke bodemloze-putlening kan ook bestaan in het geval van een dochterbedrijf die een moederbedrijf (omhoog) geld verstrekt. Dit blijkt uit het arrest van de Hoge Raad uit 2004.⁴⁵ Allereerst stelt de Hoge Raad dan niet zonder meer het Unilever-arrest op de omgekeerde situatie kan worden toegepast, omdat de dochter geen kapitaalstorting kan doen aan de moeder uit een aandeelhouderspositie. Belangrijk bij de geldverstrekking van de dochter naar de moeder is de positie van de dochter in het vermogen van de moeder. De Hoge Raad stelt dat een dochterbedrijf met voldoende actieve middelen, die geld verstrekt aan het moederbedrijf weet dat de moeder op die manier voldoende activa heeft om het geld terug te betalen (namelijk de aandelen in de dochter) en dat het daarbij niet blijvend haar vermogen heeft verlaten. Dit is niet het geval bij de moeder die geld stort in de insolvable dochter (omlaag). De criteria uit de bodemloze-put arresten blijken niet onverkort toegepast te kunnen worden. Het is nodig om aanvullend te toetsen of de moeder niet alleen kan terugbetalen door middel van een verrekening van dividenduitkering, maar dat dit ook zal gebeuren. Anders is er daadwerkelijk sprake van een blijvende verschuiving van het vermogen van de dochter en kan de afwaardering niet afgetrokken worden van de winst.⁴⁶

Naast de twee bovengenoemde vormen van de bodemloze-putlening, bestaat ook de bodemloze-putlening ‘opzij’, die behandeld wordt in het arrest van de Hoge Raad uit 1992.⁴⁷

⁴³ Hoge Raad 18 februari 1987, ECLI:NL:PHR:1987:BH6857.

⁴⁴ Hoge Raad 29 oktober 2004, ECLI:NL:HR:2004:AR4761.

⁴⁵ Hoge Raad 29 oktober 2004, ECLI:NL:HR:2004:AR4761.

⁴⁶ Hoge Raad 29 oktober 2004, ECLI:NL:HR:2004:AR4761, zie punt 2 van de noot van P.H.J. Essers.

⁴⁷ Hoge Raad 21 oktober 1992, ECLI:NL:HR:1992:ZC5129.

In dit arrest leende een dochter geld uit aan zusterbedrijven. De casus wordt in rechtsoverweging 6.4 getoetst aan de criteria uit het Unilever-arrest, waarbij de volgende feiten en omstandigheden van belang waren. Allereerst was het aandelenkapitaal van de zusterbedrijven erg klein. Daarnaast was er geen zekerheid gesteld, werd er geen rente gevraagd en was er geen aflossingsplan. De zusterbedrijven werden ook hoofdelijk aansprakelijk gesteld voor de hypotheek die afgesloten waren, waardoor de lening hierop achtergesteld werd en de afgesproken exploitatie van de boten was naar verwachting verlieslijdend. Het was dus *apert* voor de dochter dat er geen terugbetaling plaats zal vinden en dat het vermogen blijvend verschoven was. Naast de criteria van het Unilever-arrest, toetst het Hof ook aan het *arm's length*-beginsel. De boten hadden namelijk aan een onafhankelijke derde kunnen worden verkocht en dan had de dochter geen verlies geleden. De Hoge Raad gaat in rechtsoverweging 6.5 mee in de redenering van het Hof dat dit geen zakelijke handeling is en dat de dochter de verliezen voor zich neemt, waardoor geconcludeerd moet worden dat dit een middellijke uitdeling van winst is aan het moederbedrijf, ook al heeft de dochter geen deelneming in de zuster.

Uit het bovenstaande is te concluderen dat bodemloze-putleningen kunnen bestaan van een moeder naar een dochter (omlaag), van een dochter naar een moeder (omhoog) en tussen dochters (opzij). Elke vorm krijgt ongeveer eenzelfde behandeling door de Hoge Raad, waarbij steeds getoetst wordt aan het Unilever-arrest en soms ook rechtstreeks aan het *arm's length*-beginsel. De leningen worden na deze toetsing geherkwalificeerd tot winstuitdeling of informele kapitaalstorting.

4.4 Deelnemerschapslening

De laatste vorm van zelfstandige kwalificaties van vermogen is de deelnemerschapslening. Deze wordt ook genoemd in het Unilever-arrest⁴⁸ uit 1988. De deelnemerschapslening is een vorm van vermogen waarbij de geldverstrekker een lening verstrekt met dusdanige voorwaarden dat deze als het ware deelneemt in de onderneming. De toetsing aan de voorwaarden die opgaan voor deze vorm van de totaalwinstbewakers wordt duidelijk aan de hand van een arrest⁴⁹ van de Hoge Raad uit 1998. In de casus van het arrest waren de schulden van een N.V. omgezet in cumulatief preferente aandelen, die in de winst deelden en in obligaties, die achtergesteld waren op de winst. Deze obligaties konden afgelost worden na 50 jaar tegen pari of het gemiddelde van de beurskoersen van de voorgaande drie jaar van de cumulatief preferente aandelen, als dit bedrag hoger zou liggen. De (stem)rechten van de obligatiehouders waren sterk overeenkomend met de aandeelhouders. Toen de obligaties

⁴⁸ Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744.

⁴⁹ Hoge Raad 11 maart 1998, ECLI:NL:HR:1998:AA2453.

omgezet werden in cumulatieve preferente aandelen, rees de vraag of dit ten laste van de winst gebracht kon worden, aangezien het een kostenpost was voor het bedrijf. Om deze vraag te kunnen beantwoorden, liep de Hoge Raad in rechtsoverweging 3.3 een lijstje met criteria af om te toetsen of dit een deelnemerschapslening betrof. Allereerst dient daarvoor een lening te zijn aangegaan, waarbij de rente afhankelijk is van de winst. Ten tweede moet de lening zijn achtergesteld op alle concurrente schuldhouders en als laatste dient de schuld pas opeisbaar te worden bij faillissement, surséance van betaling of liquidatie. Aangezien in casu de obligaties een looptijd van 50 jaar hadden, was er sprake van een vaste looptijd en dat betekende dat het onderhavige geval geen deelnemerschapslening betrof. Het maakte voor de Hoge Raad tevens niet uit dat de looptijd van 50 jaar redelijk lang is, omdat de vaste looptijd volgens hen betekent dat er geen deelneming in het bedrijf is.

In een later arrest⁵⁰ brengt de Hoge Raad een nuance in de deelnemerschapslening. In casu was er sprake van een Frans bedrijf dat onder het mom van een *prêt participatif* een bedrag had verstrekt aan een dochter waarin zij 99,99% van de aandelen bezat. Voor deze geldverstrekking was een vergoeding van 1% per jaar afgesproken met een looptijd van 95 jaar. Volgens de voorwaarden uit het arrest van 1998 zou deze constructie niet kunnen kwalificeren als een deelnemerschapslening, omdat de vergoeding niet geheel afhankelijk is van de winst en er een vaste looptijd is. De Hoge Raad overweegt in rechtsoverweging 3.2 dat de afgesproken vergoeding ver beneden de normale rentestanden lag. Daarnaast is de periode van 95 jaar zo lang dat hiervan de zelfstandige betekenis moet worden ontzegd. In de noot⁵¹ geeft Juch aan dat naar Frans recht een vennootschap na 99 jaar wordt ontbonden, tenzij er om verlenging wordt gevraagd. Ook kon er te allen tijde afgelost worden (wat gebeurd is), waardoor in casu niet gesproken kan worden van een vaste looptijd. Met dit arrest sluit de Hoge Raad aan op artikel 4 lid 1 onder d van de royalty en interestrichtlijn.⁵² Dit artikel stelt dat de richtlijn niet van toepassing is op interest van schuldvorderingen die een looptijd hebben van meer dan 50 jaar en dat brengt het lijstje voorwaarden tot de volgende:

1. Er moet sprake zijn van een vergoeding die (deels) afhankelijk is van de winst.
2. De vordering moet achtergesteld worden op alle concurrente schuldeisers.
3. De vordering heeft een onbeperkte looptijd of heeft een vaste looptijd van langer dan 50 jaar.

⁵⁰ Hoge Raad 25 november 2005, ECLI:NL:PHR:2005:AT5958.

⁵¹ Hoge Raad 25 november 2005, ECLI:NL:PHR:2005:AT5958, noot D. Juch.

⁵² Richtlijn 2003/49/EG.

Wanneer aan alle bovengenoemde criteria is voldaan, wordt de lening gekwalificeerd als deelnemerschapslening en wordt deze gezien als eigen vermogen (meestal een informele kapitaalstorting). Dat verhoogt de kostprijs van de deelneming.

3.2 Onzakelijke Lening

Naast de totaalwinstbewakers bestaat er nog een hybride vorm van zelfstandige kwalificaties van vermogen. Een bedrijf sluit leningen af voor de financiering voor diens bedrijfsvoering. Deze leningen kunnen in concernverband worden afgesloten, maar ook bij derden. In het eerste geval kan het voorkomen dat de leningen onder gunstigere voorwaarden worden afgesloten dan dat dat door een onafhankelijke derde partij zou zijn gedaan. Dit is het concept van een onzakelijke lening. In onder andere het arrest van 9 mei 2008⁵³ buigt de Hoge Raad zich over dit probleemstuk. In dit arrest betreft het een lening die het bedrijf in kwestie heeft afgesloten met een holding van certificaathouders van de aandelen van de holdinggroep. Zij wilden namelijk de andere groep certificaathouders, die hun aandeel in het bedrijf wilden afstoten, uitkopen. Aangezien de holding hier zelf geen middelen voor had, werd de lening afgesloten en werd afgesproken dat deze terugbetaald zou worden met een verwachte dividendstroom vanuit het bedrijf. Het bedrijf boekte jaarlijks de rente op de lening bij en er werd af en toe geld afgelost. De lening kende echter geen aflossingsplan en er stonden geen zekerheden voor de lening bij de holding, dit terwijl de holdinggroep in zijn geheel al jaren verlies draaide.

De Hoge Raad oordeelt dan ook in rechtsoverweging 3.4 dat eventueel verlies op een geldverstrekking/lening aan een aandeelhouder niet in mindering kan worden gebracht op de winst van een vennootschap, wanneer deze onder zodanige voorwaarden en omstandigheden plaatsvindt, dat er een debiteurenrisico wordt gelopen dat een onafhankelijke derde niet zou hebben genomen. Er wordt er dan vanuit gegaan dat dit debiteurenrisico door de vennootschap is aanvaard om de belangen van de aandeelhouders te dienen. In de daaropvolgende rechtsoverweging 3.5 geeft de Hoge Raad het toetsingskader op, dat ze gebruikt heeft bij de beoordeling van de casus. Allereerst de afwezigheid van zekerheidsverstrekking. Ten tweede het feit dat de Holding geen activa of andere financiering had en ten derde daardoor de aflossing moest bekostigen vanuit een dividendstroom uit de holdinggroep. Tot slot bevestigt de Hoge Raad dat een onafhankelijke derde een dergelijke lening niet zou zijn aangegaan en dat deze is verleend om de hoedanigheid van de aandeelhouders te dienen, waarbij er geen sprake is van bijzondere omstandigheden die een ander licht op de zaak zouden brengen.

⁵³ Hoge Raad 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108.

In zijn noot⁵⁴ bij het arrest, laat Albert zien dat bij een onzakelijke lening gekeken moet worden of dit een informele kapitaalstorting is (aan de dochter) of een winstuitdeling (aan een aandeelhouder). In beide gevallen zal bijna altijd fiscaalrechtelijk de geldverstrekking als lening geclassificeerd worden, aangezien er een terugbetalingsverplichting is en dit het doorslaggevende kenmerk van een lening is, waarbij het volgens de Hoge Raad niet uitmaakt of een onafhankelijke derde de lening al dan niet had afgesloten en er daarmee niet *at arm's length* getoetst wordt.⁵⁵ Het opmerkelijke aan de onzakelijke leningen is, zoals Albert aangeeft in zijn noot en artikel⁵⁶, het feit dat het afwaarderingsverlies van de onzakelijke lening niet aftrekbaar is. De onzakelijke lening wordt, in tegenstelling tot de totaalwinstbewakers, niet geherkwalificeerd tot informeel kapitaal of winstuitdeling en er bestaat geen tussenvorm tussen eigen vermogen (kapitaalsfeer) en vreemd vermogen (winstsfeer). Er zou hooguit een rentecorrectie toegepast kunnen worden. Daarbij vult hij aan dat er onder omstandigheden een splitsing⁵⁷ gemaakt kan worden tussen het zakelijke en onzakelijke deel van de lening, waardoor het zakelijke gedeelte aftrekbaar is en het onzakelijke gedeelte als onttrekking wordt beschouwd, die niet aftrekbaar is van de winst, maar dat dit in de praktijk vrijwel onmogelijk is.

In de hoofdregel moet op een lening met een onzakelijke rente (*arm's-length-beginsel*) alsnog een zakelijke rente in aanmerking genomen worden. Als dat echter niet kan, omdat dan de rente in wezen winstdelend zou worden, is er sprake van een onzakelijke lening. De onzakelijke lening in de bovengenoemde vorm wordt niet geherkwalificeerd naar eigen vermogen, maar het afwaarderingsverlies op een dergelijke lening is niettemin niet-aftrekbaar en wordt dus in wezen wel weer in de (eigen vermogens- c.q.) kapitaalsfeer afgewikkeld. De Hoge Raad heeft in diens arrest⁵⁸ uit 2011 in rechtsoverwegingen 3.3.3 en 3.3.4 bepaald dat op de onzakelijke lening alsnog een aftrekbare rente moet worden vastgesteld. Die rente moet worden vastgesteld op de rente die de gelieerde vennootschap zou moeten vergoeden indien zij met een borgstelling van de concernvennootschap onder overigens gelijke voorwaarden van een derde zou lenen. De onzakelijke lening is als het ware een tussenvorm tussen de totaalwinstbewakers en leningen verstrekt door onafhankelijke derden. De herkwalificatie vindt alleen plaats bij de schijnlening, bodemloze-putlening en deelnemerschapslening. Deze leningen zijn vormen van onzakelijke leningen die niet '*at arm's length*' zijn en aan extra voorwaarden voldoen die de Hoge Raad voor elk van de drie heeft opgesteld.

⁵⁴ Hoge Raad 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108, noot P.G.H. Albert.

⁵⁵ Hoge Raad 8 september 2006, ECLI:NL:PHR:2006:AV2327.

⁵⁶ P.G.H. Albert, Is de afwaardering van een onzakelijke lening aftrekbaar?, NTFR 2007/1160.

⁵⁷ Op te maken uit de bewoording van r.o. 3.4 "indien en voor zover" en "in zoverre" van het arrest Hoge Raad 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108.

⁵⁸ Hoge Raad 25 november 2011, ECLI:NL:HR:2011:BN3442.

4.5 Vergelijking van de Vermogensvormen

In de vorige paragrafen zijn de verschillende vormen van de totaalwinstbewakers individueel behandeld. Om de effecten van de zelfstandige kwalificaties van vermogen te onderzoeken is het van belang om de verschillen en overeenkomsten tussen de drie vormen uiteen te zetten. In eerste instantie is de civielrechtelijke vorm leidend, waarmee volgens Haberman de naam van de overeenkomst bedoeld wordt.⁵⁹ De Hoge Raad gaat in diens arrest⁶⁰ uit 2006 echter in op de materiële civiele werkelijkheid en bekijkt met die bril de geldverstrekking. De fiscale werkelijkheid volgt daar de civiele werkelijkheid, maar die kan daarvan afwijken, zoals we zien bij de drie totaalwinstbewakers. Het onderscheid bij deze drie ligt voornamelijk bij de toetsing. Bij de schijnlening staat de wil van de partijen centraal. Dit is een subjectieve toets. De bodemloze-putlening wordt getoetst of een lening niet terugbetaald zou kunnen worden aan de hand van een objectieve benadering van de feiten en omstandigheden. Als laatste staan bij de deelnemerschapslening de leningsvoorwaarden centraal, welke objectief getoetst worden.⁶¹ Zoals blijkt uit het arrest⁶² van de Hoge Raad uit 2008 worden de financieringsvormen getoetst aan het *arm's length*-beginsel. De zakelijkheid van de verstrekkingen staat centraal en of deze wel door een onafhankelijke derde zou worden verstrekt. Eerder was dit beginsel minder van belang⁶³ bij de herkwalificaties, maar de laatste jaren neemt het belang toe, mede door internationale/Europese wetgeving.

Bij alle drie de vormen wordt de kwalificatie getoetst op de grond van de feiten en omstandigheden van het moment van de geldverstrekking. De Hoge Raad gaf wel in hun arrest⁶⁴ uit 1996 de aanvulling dat de toets ook kan plaatsvinden op het moment dat tijdens de looptijd de leningsvoorwaarden veranderen, zoals te lezen is in rechtsoverweging 3.6 en de noot van Essers. Het nadeel aan deze retrospectieve benadering is dat het achteraf voor de inspecteur of rechter gemakkelijker is aan te tonen dat een bepaalde geldverstrekking niet terugbetaald zou kunnen worden of dat er onzakelijk is gehandeld, omdat dan ook de

⁵⁹ Haberman, A.M, Fiscale aspecten van vreemd vermogen verstrekt door aandeelhouders (FM nr. 65), blz. 159-160, Deventer: Kluwer 1993.

⁶⁰ Hoge Raad 8 september 2006, ECLI:NL:PHR:2006:AV2327.

⁶¹ Peeters, P.J.J.M, De "onzakelijke lening" bij de crediteur: één term met verschillende betekenissen?! - Deel 3 At arm's length, WFR 2010/1580, p. 3.

⁶² Hoge Raad 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108.

⁶³ Hoge Raad 8 september 2006, ECLI:NL:PHR:2006:AV2327, conclusie van A-G Van Ballegooije onder punt 2.8.

⁶⁴ Hoge Raad 4 september 1996, ECLI:NL:HR:1996:AA1699, met noot van P.H.J. Essers.

informatie uit volgende jaren beschikbaar is. Dit komt vooral in het geding bij de objectieve terugbetalingstoets van de bodemloze-putlening. Ook de bewijslast is hetzelfde bij de totaalwinstbewakers. Degene die stelt dat een vorm van vermogen op een bepaalde manier gekwalificeerd dient te worden, moet daar het bewijs voor aandragen. De Hoge Raad zegt dit onder andere in rechtsoverweging 3.3 uit een arrest⁶⁵ van 1995.

Een bodemloze-putlening kan niet bestaan tussen niet-gelieerde partijen, aangezien het aandeelhoudersaspect hier een vereiste voor is. Voor de andere twee vormen geldt dat deze wel kunnen bestaan tussen niet-gelieerde partijen. In zijn noot⁶⁶ geeft Daniëls in de punten vier en vijf aan dat de voorwaarden van een verstrekte geldlening kunnen leiden tot een zeer nauwe betrokkenheid van de crediteur bij het bedrijf, waardoor er als het ware een deelneming ontstaat. Voor het bedrijf is de rente van de lening dan niet aftrekbaar op basis van artikel 10c VPB en voor de crediteur blijft de lening bestaan naast diens deelneming. Bij de schijnlening zou het theoretisch voor kunnen komen dat deze is afgesloten tussen niet-gelieerde partijen, aangezien hierbij gekeken wordt naar het financiershandelen en niet zo zeer het aandeelhoudershandelen maar de praktijk leert dat deze vooral bij aandeelhouders plaatsvindt.⁶⁷

In zijn noot⁶⁸ haalt Albert aan dat de onzakelijke lening als hybride vorm door de bewoording van de Hoge Raad in rechtsoverweging 3.4 gesplitst zou kunnen worden in een zakelijk en een niet-zakelijk gedeelte. Deze splitsing is volgens hem praktisch niet uitvoerbaar, omdat het lastig te bepalen is welk deel wel door een onafhankelijke derde zou zijn afgesloten en onder welke rente. Het onzakelijke gedeelte van de lening zal dan geherkwalificeerd worden en het andere deel zal nog als lening beschouwd worden. Hierover wijdt hij uit in zijn artikel in onderdeel 4.⁶⁹ De rente die 'met inachtneming van de borgstellingsanalogie is bepaald, mag afgetrokken worden van de winst, maar de afwaarderingsverliezen vallen onder het onzakelijke debiteurenrisico en daarmee in de onbelaste (niet-aftrekbare) sfeer. De totaalwinstbewakers worden daarentegen in hun geheel geherkwalificeerd.

⁶⁵ Hoge Raad 15 november 1995, ECLI:NL:HR:1995:BI5453, met noot van J.A.G. Van der Geld.

⁶⁶ Hoge Raad 28 juni 1995, ECLI:NL:HR:1995:AA1610, met noot van A.H.M. Daniëls.

⁶⁷ Hoge Raad 25 november 2011, ECLI:NL:PHR:2011:BN3442, met noot van P.G.H. Albert onder punt 4.4.

⁶⁸ Hoge Raad 25 november 2011, ECLI:NL:PHR:2011:BN3442, met noot van P.G.H. Albert onder punt 4.5.

⁶⁹ Albert, P.G.H, Is verlies op onzakelijke lening "omlaag" aftrekbaar?, WFR 2008/1226.

4.5.1 Internationaal aspect

Net als bij binnenlandse geldverstrekkingen is bij internationale verstrekkingen de civiele vorm van het vermogen leidend met betrekking tot de totaalwinstbewakers. In het Unilever-arrest⁷⁰ was er sprake van een herkwalificatie van een verstrekking die de kostprijs van de deelneming in een buitenlandse dochter verhoogde. In het arrest werd echter niet behandeld wat dit betekent voor de onderworpenheid aan de Nederlandse belasting met betrekking tot de deelnemingsvrijstelling wanneer er sprake zou zijn geweest van fiscale renteaftrek. In internationale situaties speelt het 'ne bis in idem'-beginsel⁷¹ een belangrijke rol voor het voorkomen van dubbele belasting. Als bijvoorbeeld de rente in het ene land niet aftrekbaar is, moet dat ook niet worden belast in het buitenland, want dan wordt er dubbel belasting geheven op hetzelfde stuk vermogen. Dit heeft echter ook een keerzijde wanneer in een land de rente aftrekbaar is en in een ander land het vermogen niet wordt belast, waardoor er een belastingvoordeel ontstaat. De herkwalificatie van de totaalwinstbewakers zorgt ervoor dat er een discrepantie ontstaat tussen enerzijds de fiscale vorm in Nederland en anderzijds de civiele vorm in het buitenland. In combinatie met het 'ne bis in idem'-beginsel levert dit problemen op voor de belasting van vermogen, aangezien op een later moment wordt bepaald dat een bepaalde rente niet aftrekbaar is, maar dit daarvoor wel is gedaan, waardoor in het buitenland de rente is belast, terwijl dit eigenlijk niet dubbel belast zou mogen worden. Dit probleem vindt niet plaats als bij voorhand al duidelijk was geweest dat een lening gekwalificeerd zou worden als vreemd vermogen. Om de bovenstaande problematiek op te lossen is in 2015 de Moeder-dochterrichtlijn geïmplementeerd⁷² waardoor de deelnemersvrijstelling niet van toepassing is voor een crediteur, wanneer de rente op een lening in het land van de debiteur wel aftrekbaar is. Dit is enkel een geschikte oplossing voor de internationale problematiek omtrent de belasting van vermogensverschaffing tussen gelieerde partijen, aangezien de deelnemersvrijstelling niet van toepassing is bij derden. In theorie zou de schijnlening verstrekt door een niet-gelieerde partij hier buiten kunnen vallen, waardoor de rente niet aftrekbaar is en de inkomsten uit de geldverstrekking belast worden.

⁷⁰ Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744.

⁷¹ Snoeij, R, De Kunst van het kwalificeren van geldverstrekkingen voor fiscale doeleinden op basis van de civielrechtelijke vorm, WFR 2009/1582.

⁷² Artikel I Wet implementatie wijzigingen Moederdochterrichtlijn 2015.

5. Casuïstiek

In het voorgaande stuk is beschreven dat de drie vormen van totaalwinstbewakers een invloed hebben op de renteaftrek op vreemd vermogen en de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen van een bedrijf. Dit heeft een effect op de waardering van het bedrijf met behulp van het *DCF*-model. Dit hoofdstuk van de bachelorscriptie zal aan de hand van casussen de effecten van de verschillende vormen van de totaalwinstbewakers op de waardering wiskundig onderzoeken. Uit de jurisprudentie van de Hoge Raad, die behandeld is in het vorige hoofdstuk blijkt dat de totaalwinstbewakers verschillende gevolgen kunnen hebben voor de herkwalificatie van het vermogen, daarom zullen deze apart van elkaar behandeld worden in de casuïstiek.

5.1 Algemeen

Het *Discounted Cash Flow*-model maakt, zoals behandeld is in het theoretisch kader, gebruik van de volgende formule voor de waardering van een bedrijf op tijdstip 0:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots + \frac{FCF_N + V_N}{(1 + r_{wacc})^N}$$

Waar de *Free Cash Flow (FCF)* wordt berekend als:

$$EBIT \times (1 - T_c) - \text{netto investeringen} - \text{toename in netto werkkapitaal}$$

En V_n gelijk is aan:

$$V_N = \frac{FCF_{N+1}}{r_{wacc} - g_{FCF}} = \left(\frac{1 + g_{FCF}}{r_{wacc} - g_{FCF}} \right) \times FCF_N$$

Voor de verdiscontering van de *Free Cash Flows* wordt gebruik gemaakt van de *WACC* en een constante lange termijn groeiratio g_{FCF} , waarbij voor de *WACC* de volgende formule gehanteerd wordt:

$$r_{wacc} = \frac{EV}{EV + VV} \times r_{EV} + \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV} - \frac{VV}{EV + VV} \times r_{VV} \times T_c$$

Uit de formules is op te maken dat belastingen op verschillende manieren een effect hebben op de uitkomst van de berekening. Belastingen beïnvloeden de *FCF* en het *tax shield* in de *WACC*. Uit hoofdstuk vier is daarnaast gebleken dat de totaalwinstbewakers en de onzakelijke lening vreemd vermogen (gedeeltelijk) kunnen herkwalificeren als eigen vermogen, doordat dit bijvoorbeeld een informele kapitaalstorting of kostprijs van de deelneming wordt. Dit beïnvloedt de kapitaaluitgaven die geschaard worden onder de netto-investeringen in de *FCF* en het verandert de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, waardoor de *WACC* een andere uitkomst krijgt en er daarmee met een andere rente verdisconteerd wordt in de *DCF*-waardering. Alle vier de vormen van zelfstandige kwalificaties kunnen hierdoor een ander effect hebben op de waardering van een bedrijf aan de hand van dit model. Dit zal

hieronder uiteengezet worden. Bij de casuïstiek wordt gebruik gemaakt van *ceteris paribus* om de effecten te kunnen isoleren.

5.1.1. Groeiratio en (zakelijke) rentes

In het *DCF*-model moeten bepaalde rentes en ratio's gebruikt worden om tot de waardering van het bedrijf te komen. Allereerst voor de finale waarde van een bedrijf wordt er in het model een constante groeiratio gebruikt. Als groeiratio zal in deze bachelorscriptie de meest recente groei van de Nederlandse economie in 2019 worden aangehouden, omdat er berekeningen worden gedaan voor een fictief bedrijf in Nederland. Deze groei is volgens de Miljoenennota uit hetzelfde jaar 2,6%.⁷³

Voor het berekenen van de *WACC*, waarmee de vrije kasstromen verdisconteerd worden, gebruikt het model de risicovrije rente en de rente op vreemd vermogen. Voor de risicovrije rente wordt het rendement op staatsobligaties gebruikt. De huidige koers van de Nederlandse 10-jarige staatsobligaties staat op ongeveer -0,5%⁷⁴. Een negatieve rente op eigen vermogen zal ervoor zorgen dat geen enkele investeerder in het bedrijf zal willen investeren. Bij deze rente wordt een risico-opslag geteld met een fictieve marktrente en *levered* bèta om tot de kapitaalskosten⁷⁵ voor eigen vermogensverschaffers te komen.

Voor de rente op vreemd vermogen wordt in deze bachelorscriptie gebruikgemaakt van de actuele rentestanden⁷⁶ in Nederland, die ongeveer tussen de 4% en 10% liggen voor bedragen boven de €10.000. De hoogte van de rente ligt aan een aantal variabelen. De belastingdienst vermeldt op hun website⁷⁷ een aantal criteria waarop de rente moet zijn gebaseerd naar aanleiding van jurisprudentie van de Hoge Raad. Deze criteria zijn allereerst de rente op de markt van particuliere beleggers, ten tweede het risico dat de lening niet wordt terugbetaald en als laatste of de rente vast of variabel is. Albert noemt in zijn artikel⁷⁸ over het arrest van 5 februari 1997⁷⁹ dat deze rente vanuit het perspectief van de vennootschap moet worden bepaald en dat de particuliere belegger door de Hoge Raad zijns inziens wordt uitgelegd als een risicoavers natuurlijk persoon die eigen geld belegt voor de korte/middellange termijn.

⁷³ Miljoenennota 2019, Hoofdstuk 1.1.

⁷⁴ Staatsobligaties Nederland (IEX), Rente Nederland 10 jaar, via: <https://www.iex.nl/Rente-Koers/190118356/Nederland-10-jaar.aspx>.

⁷⁵ $r_f + \beta_i \times (r_m - r_f)$

⁷⁶ Actuelerentestanden.nl, via <https://www.actuelerentestanden.nl/>.

⁷⁷ Belastingdienst.nl, een zakelijke rente bepalen, via https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/privewerk_en_inkomen/bijzondere_situaties/geld_lenen_van_uw_bv/zakelijke_voorwaarden/een_zakelijke_rente_bepalen.

⁷⁸ Albert, P.G.H, Lening BV-aandeelhouder: zakelijke rente, WFR 1997/709, onderdeel 4.

⁷⁹ Hoge Raad 5 februari 1997, ECLI:NL:HR:1997:AA3236.

In deze bachelorscriptie zullen rentes op vreemd vermogen gebruikt worden tussen de 4% en 10% die bepaald worden aan de hand van de bovenstaande criteria.

5.2 De schijnlening in het *DCF*-model

De schijnlening is een van de totaalwinstbewakers, waarbij er sprake is van relatieve simulatie. Dat wil zeggen dat de partijen andere bedoelingen hebben dan dat naar buiten toe wordt overgedragen. Bij een schijnlening is bepaald dat de geldverstrekking zowel fiscaalrechtelijk als civielrechtelijk niet als lening gekwalificeerd zal worden. Voor de berekening van de waarde volgens het *DCF*-model betekent dit dat er geen discrepantie zal ontstaan bij de waardering, aangezien de fiscaalrechtelijke vorm niet afwijkt van de civielrechtelijke vorm. Doordat er geen vaste criteria zijn voor de schijnlening wordt per casus bekeken hoe de financiering fiscaal behandeld moet worden.

5.3 De bodemloze-putlening in het *DCF*-model

De bodemloze-putlening is een transactioneel onzakelijke lening, waarbij het voor de geldverstrekking partij in diens hoedanigheid van aandeelhouder reeds aanstonds duidelijk moest zijn dat de lening niet (geheel) terugbetaald zal worden. Dit kan 'omhoog', 'omlaag' of 'opzij' plaatsvinden binnen een concern. Een dergelijke lening wordt vervolgens geherkwalificeerd als een informele kapitaalstorting of winstuitdeling, waarbij de eventueel gevraagde rente niet aftrekbaar is. Aangezien een bedrijf waaraan een bodemloze-putlening wordt verstrekt meestal in zwaar weer verkeert, is het mijns inziens een realistische aanname dat deze tegen de hoogste rentetarieven moet lenen. Als het bedrijf een aantal jaar verlies draait, zal het aandeel eigen vermogen in het bedrijf gering zijn. Om de effecten van de bodemloze-putlening te onderzoeken wordt gebruik gemaakt van de casus uit Appendix 1.

In casu zijn er jaarlijkse cashflows van €200.000⁸⁰ en is er een gelijke verdeling tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Er wordt een rente van 10% op het vreemd vermogen aangehouden, omdat een bedrijf waaraan een bodemloze-putlening wordt verstrekt meestal in dusdanig zwaar weer verkeert dat er een hoge risico-opslag op de rente komt. In de beginsituatie is de waarde van het bedrijf ongeveer 6,7 miljoen euro. Stel nu dat door de fiscus bepaald is dat voor 10% van het vreemde vermogen geherkwalificeerd moet worden, omdat er sprake is van een bodemloze-putlening. In Appendix 2 valt af te lezen dat de waarde van het bedrijf volgens de *DCF*-methode stijgt naar ongeveer 9,5 miljoen, wat bijna anderhalf keer de oorspronkelijke waarde van het bedrijf is. Bij een herkwalificatie van 5% neemt de waarde toe van 6,7 miljoen naar 7,9 miljoen (zie Appendix 3). Deze discrepantie is veel minder dan bij

⁸⁰ Het is niet aannemelijk dat een bedrijf dat het financieel moeilijk heeft dergelijke kasstromen genereert, maar de gebruikte bedragen zijn puur gebruikt om een effect in kaart te brengen.

10%, omdat de WACC in het model een samenstelling is van een lage rente op eigen vermogen en een hoge rente op vreemd vermogen. Dit effect is voor alle kasstromen tot 200.000 hetzelfde, omdat daarvoor hetzelfde belastingtarief geldt. Wanneer een bedrijf kasstromen zou hebben van een half miljoen neemt de waarde van het bedrijf bij een herkwalificatie van 10% toe met ongeveer 45% van de waarde uit de oorspronkelijke situatie, zoals blijkt uit Appendix 4. Het progressieve belastingstelsel voor de Nederlandse vennootschappen heeft een versterkend effect op de waardering van een bedrijf bij herkwalificatie, omdat de *tax shields* in de WACC de verdiscontering beïnvloeden. Daarnaast mag de rente niet meer worden afgetrokken van de winst. Dit betekent dat de vrije kasstromen een hogere waarde zullen hebben en de bedrijfswaarde door de herkwalificering nog hoger zal worden. In appendix 5 valt af te lezen dat de waarde van het bedrijf met ongeveer 3,2 miljoen toeneemt wanneer elk jaar €50.000 aan rente niet meer afgetrokken mag worden.

5.4 De deelnemerschapslening in het DCF-model

De deelnemerschapslening is een achtergestelde lening, die een rente heeft die afhankelijk is van de winst en die een looptijd heeft van langer dan 50 jaar. Wanneer een lening een deelnemerschapslening is, wordt de geldverstrekking gekwalificeerd als eigen vermogen en verhoogt dat de kostprijs van de deelneming via een informele kapitaalstorting. Bij de geldverstrekker verplaatst de lening van debiteuren naar de deelneming in de dochter op de balans. Bij de dochter verplaatst de lening van de balanspost crediteuren naar het eigen vermogen. Onttrekkingen uit een bedrijf moeten worden opgeteld bij de winst en stortingen in het bedrijf moeten van de winst worden afgetrokken. Een herkwalificatie tot informele kapitaalstorting zorgt daarmee voor een verlaging van de winst. Wanneer de geldverstrekking een hogere waarde heeft dan de winst in hetzelfde jaar, kan het bedrijf de verliezen verreken op basis van artikel 20 VPB. Dit moet allereerst met het voorafgaande jaar en daarna als *carry forward* voor de zes opvolgende jaren. Dit kan de kasstromen aanzienlijk beïnvloeden, wanneer de geldverstrekking van hoge waarde is. Daarnaast mag de winstafhankelijke rente niet worden afgetrokken van de vennootschapsbelasting. Aangezien de rente variabel is, ligt deze hoger dan wanneer een rente vastligt, omdat daar meer risico voor de geldverstrekker mee wordt gecreëerd, dus zal gewerkt worden met een rente van 5% op vreemd vermogen.

Het effect van de deelnemerschapslening is te vinden in Appendix 6. Hierbij is te zien dat de WACC net iets hoger is dan de groeiratio, waardoor het bedrijf een hoge waarde krijgt van 307,5 miljoen euro door de invloed van de terminale waarde van V_n . Het bedrijf wordt na herkwalificering een enorme waarde toegekend, terwijl dit eerst niet het geval was. Wanneer het bedrijf meer gefinancierd is met eigen vermogen wordt de bedrijfswaarde erg negatief,

omdat de *WACC* afneemt en lager wordt dan de groeiratio.⁸¹ Dit effect ligt bij de verdiscontering van de negatieve eindwaarde, die versterkt wordt door de *WACC*, die net onder de groeiratio is komen te liggen door de veranderde vermogensverhouding. Dit gebeurt ook bij winsten boven de €200.000, zoals af valt te lezen uit Appendix 8. Net als bij de bodemloze-putlening mag de rente op een deelnemerschapslening niet (meer) worden afgetrokken van de winst, waardoor deze wordt opgeteld bij de vrije kasstromen. Door de hogere waarde van de kasstromen neemt ook de laatste waarde van het bedrijf (V_n) toe en versterkt dat het positieve effect van de herkwalificering op de waarde van het bedrijf, zoals blijkt uit appendix 9. De *WACC* wordt sterk beïnvloed door de herkwalificering, wanneer deze onder de groeiratio komt te liggen, heeft dat een vergroot effect op de terminale waarde, waardoor de totale bedrijfswaarde vooral bestaat uit de terminale waarde.

5.5 De onzakelijke lening in het *DCF*-model

De onzakelijke lening betreft een lening die onder zulke voorwaarden en omstandigheden is overeengekomen, dat deze nooit door een onafhankelijke derde onder dezelfde voorwaarden zou zijn afgesloten. De lening is dan niet *at arm's length*. De wet op de vennootschapsbelasting verwacht wel van ondernemers dat zij zakelijk handelen, ook met betrekking tot financiering. Vandaar dat de onzakelijke lening fiscaal omgevormd moet worden om op een geschikte manier belasting te kunnen heffen over de lening. Anders dan bij de totaalwinstbewakers wordt de onzakelijke lening niet geherkwalificeerd, maar is het afwaarderingsverlies op een dergelijke lening niettemin niet-afteikbaar en dit verhoogt dus de kasstromen van het bedrijf. Daarnaast moet er een zakelijke rente bepaald worden met gebruikmaking van de in hoofdstuk 4 beschreven borgstellingsanalogie en deze is vervolgens afteikbaar van de winst, terwijl in eerste instantie misschien geen of een lage rente was afgesproken. De onzakelijke lening is hiermee een hybride vorm van vermogen.

Stel dat twee partijen een lening zijn overeengekomen waarop een rente van 1% moet worden betaald, terwijl de eigenlijk rente die met gebruikmaking van de borgstellingsanalogie 7% zou zijn, maar het bedrijf heeft voor de rest geen vreemd vermogen met rentes boven de 1%. Daarnaast zijn de afwaarderingsverliezen van de helft van de lening in aftrek gebracht van de winst. In principe zou de civiele vorm gevolgd worden in het *DCF*-model, waardoor er een rente van 1% wordt opgenomen in het model en de lening volledig kwalificeert als lening. In appendix 10 valt af te lezen dat de waarde van het bedrijf stijgt van -10 miljoen naar 14,9 miljoen wanneer de rente op een zakelijk tarief wordt gesteld. Het bedrijf gaat van een negatieve waarde naar een positieve waarde en opnieuw zorgt de verdiscontering van de eindwaarde voor een versterkt effect op de waarde van het bedrijf, omdat de *WACC* in eerste

⁸¹ Zie Appendix 7.

instantie lager is dan de groeiratio en daarna hoger, waardoor de terminale waarde positief wordt. De borgstellingsrente op de onzakelijke lening mag worden afgetrokken van de winst, waardoor de kasstromen in waarde dalen. Het effect hiervan staat opgenomen in appendix 11. De waarde van het bedrijf neemt met ongeveer 2 miljoen af, doordat de vrije kasstromen afnemen en het effect versterkt wordt door de verdiscontering. De waarde van het bedrijf wordt door de fiscale behandeling van de onzakelijke lening positief beïnvloedt, zolang de WACC boven de groeiratio ligt. Dit is sowieso een vereiste voor de waarde van het bedrijf, omdat dit een van de assumpties is bij de berekening van de terminale waarde.⁸²

⁸² Wallstreet Mojo, *Explanation of the Terminal Value Formula*, via <https://www.wallstreetmojo.com/terminal-value-formula/>.

6. Conclusie

Nu onderzocht is wat de effecten zijn van de schijnlening, bodemloze-putlening, deelnemerschapslening en onzakelijke lening in het *Discounted Cash Flow*-model, kan worden overgegaan tot de beantwoording van de hoofdvraag van deze bachelorscriptie. Allereerst valt op dat alle vier de verschillende vormen een ander effect hebben op de waardering van een bedrijf volgens het *DCF*-model. De schijnlening heeft geen effect op de waardering, omdat de fiscale vorm niet afwijkt van de civiele vorm, omdat civielrechtelijk de schijnlening ook niet als lening wordt gezien en daarom geen fiscale herkwalificatie nodig is.

Ten tweede laat de analyse zien dat in het geval van de bodemloze-putlening de waarde van een bedrijf door de herkwalificering anderhalf keer hoger kan liggen. Bij hogere winsten zorgt dit voor eenzelfde soort effect op de bedrijfswaarde. Door het niet meer mogen aftrekken van de rente neemt de waarde van het bedrijf ook toe. Er is dus sprake van een dubbel positief effect op de bedrijfswaarde wanneer een bodemloze-putlening wordt geherkwalificeerd naar eigen vermogen. Een oorzaak hiervan kan zijn, dat de rentes op vreemd vermogen die gelden voor bedrijven in zwaar weer erg hoog liggen, waardoor er verdisconteerd wordt met een relatief hoge *WACC*, wanneer deze *WACC* procentueel meer gebaseerd wordt op de rente op eigen vermogen, wordt er verdisconteerd tegen een lager percentage en zal de contante waarde van het bedrijf hoger uitvallen.

Ten derde werd in de casuïstiek bij de deelnemerschapslening duidelijk dat de herkwalificatie een sterke invloed had op de bedrijfswaarde. Door de verschuiving van de vermogensratio in de *WACC* was deze eerst net iets hoger dan de groeiratio, waardoor uiteindelijk de waarde van het fictieve bedrijf onrealistisch hoog werd. Wanneer een bedrijf meer gefinancierd wordt door eigen vermogen valt de *WACC* onder de groeiratio, waardoor de waarde van het bedrijf enorm negatief wordt. Dit gebeurt ook wanneer het bedrijf winsten heeft boven de €200.000, aangezien dan een hoger marginaal belastingtarief geldt, waardoor de *Tax shields* een afzwakkend effect hebben op de verdiscontering. De renteaftrekbeperking heeft juist een positief effect op de bedrijfswaarde door de verhoging van de kasstromen, waardoor concluderend een hogere waarde van het bedrijf wordt berekend dan voor de herkwalificering.

Ten vierde valt op te maken uit de analyse van de onzakelijke lening dat de hybride vorm een positief effect heeft op de bedrijfswaarde met betrekking tot het niet meer mogen aftrekken van de afwaarderingsverliezen, doordat de *WACC* relatief hoog blijft en daardoor de verdiscontering sterk wordt beïnvloed. Met betrekking tot de renteaftrek heeft deze een negatief effect op de waarde van het bedrijf. Het effect van de verdiscontering wordt dan afgezwakt, omdat de kasstromen minder hoog zijn.

Al met al is er geen eenduidig antwoord te geven op de onderzoeksvraag. Elke vorm van herkwalificatie van vermogen brengt een ander effect met zich mee op de waardering volgens het *DCF*-model. Het opvallendste aan de effecten is de invloed van de *WACC* op de verdiscontering bij de herkwalificatie. Dat kan ervoor zorgen dat de bedrijfswaarde exorbitant toeneemt of juist negatief om kan slaan. Wanneer de rente niet meer afgetrokken mag worden in het geval van de totaalwinstbewakers versterkt dat het effect van de herkwalificering. Bij de onzakelijke lening zorgt het mogen aftrekken van de zakelijke rente voor een negatief effect op de bedrijfswaarde.

7. Discussie

Tijdens het onderzoek voor deze bachelorscriptie zijn een aantal zaken opgevallen. Allereerst worden de herkwalificeringen retrospectief beoordeeld door de inspecteur. Dat wil zeggen dat achteraf bekeken wordt of een geldverstrekking al dan niet geherkwalificeerd moet worden. Het *DCF*-model gebruikt toekomstige vrije kasstromen die gebaseerd zijn op de bedrijfsvoering. Het is moeilijk in te schatten of een dergelijke vorm van vermogen op een later moment geherkwalificeerd gaat worden en dat daardoor de waarde van het bedrijf verandert. De waardering met herkwalificaties zorgt echter wel voor een waarde die aansluit op de reële waarde van het bedrijf.

Bij dit onderzoek zijn de overige renteaftrekbeperingen buiten beschouwing gelaten. De VPB kent verschillende vormen van renteaftrekbeperingen en deze kunnen ook een invloed hebben op de waardering van een bedrijf volgens het *DCF*-model. Voor een vervolgonderzoek is het interessant om deze renteaftrekbeperingen te betrekken in de modellen. Ook is er in dit onderzoek niet verder ingegaan op het internationale aspect van bedrijfsfinanciering en de verschillende vormen van vermogen die andere landen kennen. De discrepanties die kunnen ontstaan tussen de fiscale behandeling van bepaald vermogen in verschillende landen kan ook een invloed hebben op de waardering volgens het *DCF*-model.

De behandelde vormen van zelfstandige kwalificaties van vermogen komen vooral voor in aandeelhouderrelaties. Dit kan bij dochters, moeders en zusters voorkomen, maar komt nauwelijks voor in andere relaties. Wanneer bedrijven gewaardeerd worden voor fusies en overnames wordt meestal de waarde van het moederbedrijf berekend, aangezien deze de kostprijs van de deelnemingen op de balans heeft staan en daar de kasstromen uit ontvangt. Op die manier hebben de herkwalificaties een ander effect op de waardering van het concern wat onderzocht kan worden in een vervolgonderzoek.

In dit onderzoek is de focus gelegd op de renteaftrekbeperingen en de *tax shields*. Opvallend aan de behandelde vormen van zelfstandige kwalificaties is dat er standaard weinig rente wordt betaald op de leningen. Dat is mede de reden waarom het vermogen geherkwalificeerd wordt. Aangezien een bedrijf alleen betaalde rente mag aftrekken, is de invloed op de waardering van een bedrijf in praktijk daarom beperkt. Vandaar dat in dit onderzoek vooral gefocust is op de effecten van verandering van de *WACC*.

De actuele rentestanden en groeiratio's van de Nederlandse economie waren een uitdaging voor dit onderzoek. De Nederlandse risicovrije rentevoet is in 2019 negatief geworden, waardoor in de modellen gerekend moest worden met een negatieve rente, terwijl het model daar in eerste instantie geen rekening mee hoefde te houden. Doordat de groei van de Nederlandse economie 2,6% bedroeg in 2019 kwam in de berekeningen de *WACC* soms lager te liggen dan de groeiratio, waardoor er sprake was van negatieve verdiscontering van bedrijfswaardes. In ander onderzoek kan gebruik worden gemaakt van historische rentestanden om de effecten van de huidige rentestanden buiten het model te houden of er kan juist onderzocht worden wat deze effecten zijn. Voor dit onderzoek is toch besloten om wel de huidige standen te gebruiken, aangezien er naar gestreefd werd om de meest reële waarde te berekenen.

Voor een vervolgonderzoek zou een wiskundige benadering van de effecten aan te raden zijn. De bachelorscriptie leent zich niet om een algebraïsche uiteenzetting te maken van de verschillende effecten en daarom zijn deze in dit onderzoek enkel benoemd, maar het is interessant om te onderzoeken of er bepaalde modellen te bouwen zijn voor de invloed van de herkwalificaties op de waardering via het *DCF*-model.

Literatuurlijst

Actuelerentestanden.nl. Geraadpleegd op 23 augustus 2019 via <https://www.actuelerentestanden.nl/>.

Albert, P.G.H, Is verlies op onzakelijke lening "omlaag" aftrekbaar?, WFR 2008/1226.

Albert, P.G.H, Is de afwaardering van een onzakelijke lening aftrekbaar?, NTFR 2007/1160.

Albert, P.G.H, Lening BV-aandeelhouder: zakelijke rente, WFR 1997/709.

Belastingdienst.nl, een zakelijke rente bepalen. Geraadpleegd op 23 augustus 2019 via https://www.belastingdienst.nl/wps/wcm/connect/bldcontentnl/belastingdienst/privewerk_en_inkomen/bijzondere_situaties/geld_lenen_van_uw_bv/zakelijke_voorwaarden/een_zakelijke_rente_bepalen.

Berk, J. and DeMarzo, P., 2014, *Corporate Finance*, 3rd edition, Pearson.

Haberham, A.M, Fiscale aspecten van vreemd vermogen verstrekt door aandeelhouders (FM nr. 65), blz. 159-160, Deventer: Kluwer 1993.

Graham, J. and Harvey, C., 2001, "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, 60, p. 187-243.

Miljoenennota 2019. Geraadpleegd op 23 augustus 2019 via <http://www.rijksbegroting.nl/2019/voorbereiding/miljoenennota>.

Modigliani, F. and Miller, M., 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), p. 261-297.

Snoeijs, R, De Kunst van het kwalificeren van geldverstrekkingen voor fiscale doeleinden op basis van de civielrechtelijke vorm, WFR 2009/1582.

Staatsobligaties Nederland (IEX), Rente Nederland 10 jaar. Geraadpleegd op 23 augustus 2019 via <https://www.iex.nl/Rente-Koers/190118356/Nederland-10-jaar.aspx>.

Verseput, J.G, De totale winst in de vennootschapsbelasting, Fed Fiscale Brochures, Kluwer Deventer, vierde druk 2014, p. 39-40.

Wallstreet Mojo, 'Explanation of the Terminal Value Formula'. Geraadpleegd op 23 augustus 2019 via <https://www.wallstreetmojo.com/terminal-value-formula/>.

Jurisprudentie & Kamerstukken

Gerechtshoven

Hof Arnhem 31 januari 1975, ECLI:NL:GHARN:1975:AX4033.

Hoge Raad

Hoge Raad 18 oktober 1950, ECLI:NL:HR:1950:82.

Hoge Raad 3 november 1954, ECLI:NL:HR:1954:AY3410.

Hoge Raad 5 juni 1957, ECLI:NL:HR:1957:AY1891.

Hoge Raad 24 juni 1964, ECLI:NL:HR:1964:AX7622.

Hoge Raad 8 mei 1957, ECLI:NL:HR:1957:AY2274.

Hoge Raad 18 februari 1987, ECLI:NL:PHR:1987:BH6857.

Hoge Raad 27 januari 1988, ECLI:NL:HR:1988:ZC3744.

Hoge Raad 18 december 1991, ECLI:NL:HR:1991:BH8011.

Hoge Raad 21 oktober 1992, ECLI:NL:HR:1992:ZC5129.

Hoge Raad 28 juni 1995, ECLI:NL:HR:1995:AA1610.

Hoge Raad 15 november 1995, ECLI:NL:HR:1995:BI5453.

Hoge Raad 4 september 1996, ECLI:NL:HR:1996:AA1699.

Hoge Raad 5 februari 1997, ECLI:NL:HR:1997:AA3236.

Hoge Raad 11 maart 1998, ECLI:NL:PHR:1998:AA2453.

Hoge Raad 15 december 1999, ECLI:NL:HR:1999:AA3862.

Hoge Raad 29 oktober 2004, ECLI:NL:HR:2004:AR4761.

Hoge Raad 29 oktober 2004, ECLI:NL:HR:2004:AR4761.

Hoge Raad 25 november 2005, ECLI:NL:PHR:2005:AT5958.

Hoge Raad 8 september 2006, ECLI:NL:PHR:2006:AV2327.

Hoge Raad 9 mei 2008, ECLI:NL:HR:2008:BD1108.

Hoge Raad 25 november 2011, ECLI:NL:PHR:2011:BN3442.

Kamerstukken

Kamerstukken II 1998/99, 26 727, nr. 3.

Kamerstukken II 2006/07, 30 572, nr. 8.

Richtlijnen

Richtlijn 2003/49/EG.

Appendices

Appendix 0: Het formuleblad

Discounted Cash Flow-model		Formule blad	
Bedrijfswaarde (V0):	$=B4/(1+E10)+B5/(1+E10)^2+B6/(1+E10)^3+B7/(1+E10)^4+(B8+B10)/(1+E10)^5$		
FCF1:	$=D4*(1-H10)-F4-H4$	EBIT1: 200000	Netto-investeringen1: 0 toename werkkapitaal1: 0
FCF2:	$=D5*(1-H11)-F5-H5$	EBIT2: 200000	Netto-investeringen2: 0 toename werkkapitaal2: 0
FCF3:	$=D6*(1-H12)-F6-H6$	EBIT3: 200000	Netto-investeringen3: 0 toename werkkapitaal3: 0
FCF4:	$=D7*(1-H13)-F7-H7$	EBIT4: 200000	Netto-investeringen4: 0 toename werkkapitaal4: 0
FCF5:	$=D8*(1-H14)-F8-H8$	EBIT5: 200000	Netto-investeringen5: 0 toename werkkapitaal5: 0
V5: $=(1+B11)/(E10-B11)*B8$ gfcf: 0,026		rwacc: $=E11/(E11+E12)*E13$	Tc1 =ALS(D4<200000;0,19;((38000+((D4-200000)*0,25))/D4)) Tc2 =ALS(D5<200000;0,19;((38000+((D5-200000)*0,25))/D5)) Tc3 =ALS(D6<200000;0,19;((38000+((D6-200000)*0,25))/D6)) Tc4 =ALS(D7<200000;0,19;((38000+((D7-200000)*0,25))/D7)) Tc5 =ALS(D8<200000;0,19;((38000+((D8-200000)*0,25))/D8))
		EV 50	
		VV 50	
		rev -0,005	
		rvv 0,1	

Appendix 1: Begincasus

Discounted Cash Flow-model		Begin casus	
Bedrijfswaarde (V0):	€ 6.681.582,13		
FCF1:	€ 162.000,00	EBIT1:	€ 200.000,00 Netto-investeringen1: € 0,00 toename werkkapitaal1: € 0,00
FCF2:	€ 162.000,00	EBIT2:	€ 200.000,00 Netto-investeringen2: € 0,00 toename werkkapitaal2: € 0,00
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00 Netto-investeringen3: € 0,00 toename werkkapitaal3: € 0,00
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00 Netto-investeringen4: € 0,00 toename werkkapitaal4: € 0,00
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00 Netto-investeringen5: € 0,00 toename werkkapitaal5: € 0,00
VN:	€ 7.555.090,91	rwacc:	4,80%
gfcf:	2,60%	EV	50
		VV	50
		rev	1,50%
		rvv	10%
		Tc1	19,00%
		Tc2	19,00%
		Tc3	19,00%
		Tc4	19,00%
		Tc5	19,00%

Appendix 2: Herkwalificatie van 10% bij bodemloze-putlening met FCF van €200.000

Discounted Cash Flow-model		Bodemloze put 1	
Bedrijfswaarde (V0):	€ 9.529.947,55		
FCF1:	€ 162.000,00	EBIT1:	€ 200.000,00 Netto-investeringen1: € 0,00 toename werkkapitaal1: € 0,00
FCF2:	€ 162.000,00	EBIT2:	€ 200.000,00 Netto-investeringen2: € 0,00 toename werkkapitaal2: € 0,00
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00 Netto-investeringen3: € 0,00 toename werkkapitaal3: € 0,00
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00 Netto-investeringen4: € 0,00 toename werkkapitaal4: € 0,00
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00 Netto-investeringen5: € 0,00 toename werkkapitaal5: € 0,00
VN:	€ 10.792.987,01	rwacc:	4,14%
gfcf:	2,60%	EV	60
		VV	40
		rev	1,50%
		rvv	10%
		Tc1	19,00%
		Tc2	19,00%
		Tc3	19,00%
		Tc4	19,00%
		Tc5	19,00%

Appendix 3: Herkwalificatie van 5% bij bodemloze-putlening met FCF van €200.000

Discounted Cash Flow-model		Bodemloze put 1+	
Bedrijfswaarde (V0):	€ 7.854.477,50		
FCF1:	€ 162.000,00	EBIT1:	€ 200.000,00 Netto-investeringen1: € 0,00 toename werkkapitaal1: € 0,00
FCF2:	€ 162.000,00	EBIT2:	€ 200.000,00 Netto-investeringen2: € 0,00 toename werkkapitaal2: € 0,00
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00 Netto-investeringen3: € 0,00 toename werkkapitaal3: € 0,00
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00 Netto-investeringen4: € 0,00 toename werkkapitaal4: € 0,00
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00 Netto-investeringen5: € 0,00 toename werkkapitaal5: € 0,00
VN:	€ 8.888.342,25	rwacc:	4,47%
gfcf:	2,60%	EV	55
		VV	45
		rev	1,50%
		rvv	10%
		Tc1	19,00%
		Tc2	19,00%
		Tc3	19,00%
		Tc4	19,00%
		Tc5	19,00%

Appendix 4: Herkwalificatie van 10% bij bodemloze-putlening met FCF van €500.000

Discounted Cash Flow-model		Bodemloze put 2							
Bedrijfswaarde (V0):		€ 17.376.407,77							
FCF1:	€ 387.000,00	EBIT1:	€ 500.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00		
FCF2:	€ 387.000,00	EBIT2:	€ 500.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00		
FCF3:	€ 387.000,00	EBIT3:	€ 500.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00		
FCF4:	€ 387.000,00	EBIT4:	€ 500.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00		
FCF5:	€ 387.000,00	EBIT5:	€ 500.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00		
VN:	€ 19.656.534,65	rwacc:	4,62%			Tc1	22,60%		
gfcf:	2,60%	EV	50			Tc2	22,60%		
		VV	50			Tc3	22,60%		
		rev	1,50%			Tc4	22,60%		
		rvv	10%			Tc5	22,60%		

Discounted Cash Flow-model		Bodemloze put 2							
Bedrijfswaarde (V0):		€ 25.105.483,59							
FCF1:	€ 387.000,00	EBIT1:	€ 500.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00		
FCF2:	€ 387.000,00	EBIT2:	€ 500.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00		
FCF3:	€ 387.000,00	EBIT3:	€ 500.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00		
FCF4:	€ 387.000,00	EBIT4:	€ 500.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00		
FCF5:	€ 387.000,00	EBIT5:	€ 500.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00		
VN:	€ 28.442.836,68	rwacc:	4,00%			Tc1	22,60%		
gfcf:	2,60%	EV	60			Tc2	22,60%		
		VV	40			Tc3	22,60%		
		rev	1,50%			Tc4	22,60%		
		rvv	10%			Tc5	22,60%		

Appendix 5: effect van de renteaftrek bij herkwalificatie van 5% bij de bodemloze-putlening

Discounted Cash Flow-model		Bodemloze put 3							
Bedrijfswaarde (V0):		€ 9.958.968,80							
FCF1:	€ 199.500,00	EBIT1:	€ 250.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00		
FCF2:	€ 199.500,00	EBIT2:	€ 250.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00		
FCF3:	€ 199.500,00	EBIT3:	€ 250.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00		
FCF4:	€ 199.500,00	EBIT4:	€ 250.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00		
FCF5:	€ 199.500,00	EBIT5:	€ 250.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00		
VN:	€ 11.271.310,57	rwacc:	4,42%			Tc1	20,20%		
gfcf:	2,60%	EV	55			Tc2	20,20%		
		VV	45			Tc3	20,20%		
		rev	1,50%			Tc4	20,20%		
		rvv	10%			Tc5	20,20%		

Appendix 6: Herkwalificatie van 5% bij deelnemerschapslening met FCF van €0 en €200.000

Discounted Cash Flow-model		Deelnemerschapslening 1							
Bedrijfswaarde (V0):		€ 307.500.438,27							
FCF1:	€ 0,00	EBIT1:	€ 0,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00		
FCF2:	€ 0,00	EBIT2:	€ 0,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00		
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00		
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00		
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00		
VN:	€ 349.920.000,00	rwacc:	2,65%			Tc1	19,00%		
gfcf:	2,60%	EV	55			Tc2	19,00%		
		VV	45			Tc3	19,00%		
		rev	1,50%			Tc4	19,00%		
		rvv	5%			Tc5	19,00%		

Appendix 7: Herkwalificatie van 10% bij deelnemerschapslening met FCF van €0 en €200.000

Discounted Cash Flow-model	Deelnemerschapslening 2						
Bedrijfswaarde (V0):	-€ 183.014.896,40						
FCF1:	€ 0,00	EBIT1:	€ 0,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00
FCF2:	€ 0,00	EBIT2:	€ 0,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00
VN:	-€ 207.765.000,00		rwacc	2,52%		Tc1	19,00%
gfcf:	2,60%		EV	60		Tc2	19,00%
			VV	40		Tc3	19,00%
			rev	1,50%		Tc4	19,00%
			rvv	5%		Tc5	19,00%

Appendix 8: Herkwalificatie van 10% bij deelnemerschapslening met FCF van €0 en €500.000

Discounted Cash Flow-model	Deelnemerschapslening 3						
Bedrijfswaarde (V0):	€ 410.958.945,81						
FCF1:	€ 387.000,00	EBIT1:	€ 500.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00
FCF2:	€ 387.000,00	EBIT2:	€ 500.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00
FCF3:	€ 387.000,00	EBIT3:	€ 500.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00
FCF4:	€ 387.000,00	EBIT4:	€ 500.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00
FCF5:	€ 387.000,00	EBIT5:	€ 500.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00
VN:	€ 467.131.764,71		rwacc	2,69%		Tc1	22,60%
gfcf:	2,60%		EV	50		Tc2	22,60%
			VV	50		Tc3	22,60%
			rev	1,50%		Tc4	22,60%
			rvv	5%		Tc5	22,60%

Discounted Cash Flow-model	Deelnemerschapslening 3						
Bedrijfswaarde (V0):	-€ 437.202.252,52						
FCF1:	€ 0,00	EBIT1:	€ 0,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00
FCF2:	€ 0,00	EBIT2:	€ 0,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00
FCF3:	€ 387.000,00	EBIT3:	€ 500.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00
FCF4:	€ 387.000,00	EBIT4:	€ 500.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00
FCF5:	€ 387.000,00	EBIT5:	€ 500.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00
VN:	-€ 496.327.500,00		rwacc	2,52%		Tc1	19,00%
gfcf:	2,60%		EV	60		Tc2	19,00%
			VV	40		Tc3	22,60%
			rev	1,50%		Tc4	22,60%
			rvv	5%		Tc5	22,60%

Appendix 9: Effect van het niet mogen aftrekken van de rente op een deelnemerschapslening bij een herkwalificatie van 5%

Discounted Cash Flow-model	Deelnemerschapslening 4						
Bedrijfswaarde (V0):	€ 378.758.988,47						
FCF1:	€ 40.500,00	EBIT1:	€ 50.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00
FCF2:	€ 40.500,00	EBIT2:	€ 50.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00
FCF3:	€ 199.500,00	EBIT3:	€ 250.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00
FCF4:	€ 199.500,00	EBIT4:	€ 250.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00
FCF5:	€ 199.500,00	EBIT5:	€ 250.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00
VN:	€ 430.920.000,00		rwacc	2,65%		Tc1	19,00%
gfcf:	2,60%		EV	55		Tc2	19,00%
			VV	45		Tc3	20,20%
			rev	1,50%		Tc4	20,20%
			rvv	5%		Tc5	20,20%

Appendix 10: De onzakelijke lening met een renteverhoging van 6%

Discounted Cash Flow-model		Onzakelijke lening 1						
Bedrijfswaarde (VO):		-€ 10.078.025,69						
FCF1:	€ 162.000,00	EBIT1:	€ 200.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00	
FCF2:	€ 162.000,00	EBIT2:	€ 200.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00	
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00	
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00	
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00	
VN:	-€ 11.502.560,55	rwacc:	1,16%			Tc1	19,00%	
gfcf:	2,60%	EV	50			Tc2	19,00%	
		VV	50			Tc3	19,00%	
		rev	1,50%			Tc4	19,00%	
		rvv	1%			Tc5	19,00%	

Discounted Cash Flow-model		Onzakelijke lening 1						
Bedrijfswaarde (VO):		€ 14.879.203,82						
FCF1:	€ 162.000,00	EBIT1:	€ 200.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00	
FCF2:	€ 162.000,00	EBIT2:	€ 200.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00	
FCF3:	€ 162.000,00	EBIT3:	€ 200.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00	
FCF4:	€ 162.000,00	EBIT4:	€ 200.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00	
FCF5:	€ 162.000,00	EBIT5:	€ 200.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00	
VN:	€ 16.874.314,72	rwacc:	3,59%			Tc1	19,00%	
gfcf:	2,60%	EV	50			Tc2	19,00%	
		VV	50			Tc3	19,00%	
		rev	1,50%			Tc4	19,00%	
		rvv	7%			Tc5	19,00%	

Appendix 11: De onzakelijke lening met renteaftrek bij kasstromen van €400.000 en een renteverhoging van 6%

Discounted Cash Flow-model		Onzakelijke lening 2						
Bedrijfswaarde (VO):		€ 32.067.026,06						
FCF1:	€ 312.000,00	EBIT1:	€ 400.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00	
FCF2:	€ 312.000,00	EBIT2:	€ 400.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00	
FCF3:	€ 312.000,00	EBIT3:	€ 400.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00	
FCF4:	€ 312.000,00	EBIT4:	€ 400.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00	
FCF5:	€ 312.000,00	EBIT5:	€ 400.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00	
VN:	€ 36.376.363,64	rwacc:	3,48%			Tc1	22,00%	
gfcf:	2,60%	EV	50			Tc2	22,00%	
		VV	50			Tc3	22,00%	
		rev	1,50%			Tc4	22,00%	
		rvv	7%			Tc5	22,00%	

Discounted Cash Flow-model		Onzakelijke lening 3						
Bedrijfswaarde (VO):		€ 29.989.114,56						
FCF1:	€ 294.000,00	EBIT1:	€ 376.000,00	Netto-investeringen1:	€ 0,00	toename werkkapitaal1:	€ 0,00	
FCF2:	€ 294.000,00	EBIT2:	€ 376.000,00	Netto-investeringen2:	€ 0,00	toename werkkapitaal2:	€ 0,00	
FCF3:	€ 294.000,00	EBIT3:	€ 376.000,00	Netto-investeringen3:	€ 0,00	toename werkkapitaal3:	€ 0,00	
FCF4:	€ 294.000,00	EBIT4:	€ 376.000,00	Netto-investeringen4:	€ 0,00	toename werkkapitaal4:	€ 0,00	
FCF5:	€ 294.000,00	EBIT5:	€ 376.000,00	Netto-investeringen5:	€ 0,00	toename werkkapitaal5:	€ 0,00	
VN:	€ 34.018.639,47	rwacc:	3,49%			Tc1	21,81%	
gfcf:	2,60%	EV	50			Tc2	21,81%	
		VV	50			Tc3	21,81%	
		rev	1,50%			Tc4	21,81%	
		rvv	7%			Tc5	21,81%	