Over renteperikelen gesproken

Over rente en disconteringsvoet kan oneindig veel worden geschreven. Economen, maar ook fiscalisten kunnen het er onderling hartgrondig over oneens zijn. Verbazingwekkend waar het de principes betreft, minder verbazingwekkend waar die principes moeten worden geconcretiseerd en derhalve subjectieve inzichten een belangrijke rol gaan spelen. Die principes komen hierna op hoofdlijnen aan de orde en worden geprojecteerd op een aantal concrete vraagstukken. Wie evenwel concrete, direct toepasbare percentages verwacht, moet ik op voorhand teleurstellen.

Ruud van den Dool
Dr. R.P. van den Dool is belastingadviseur en verbonden aan bureau vaktechniek SRA, het Fiscaal Economisch Instituut van de Erasmus Universiteit Rotterdam en of counsel Delissen Martens advocaten en belastingadviseurs te Den Haag

Rente is, zoals ook de Dikke Van Dale aangeeft, de vergoeding die men verschuldigd is voor het gebruik van geleend geld. Dat is echter een te eenvoudige voorstelling van zaken. De rentevergoeding bestaat namelijk uit diverse componenten. De basis van die componenten is veelal de risicovrije rentevoet. Maar welke is dat dan? Die voor Nederland, Duitsland, eurogebied, enzovoorts? Zelfs de risicovrije rente is dus al voor discussie vatbaar. Ook de verwachte geldontwaarding ligt in de rentevoet besloten. Die waardevermindering wordt vaak als vanzelfsprekend aangenomen, maar is dat zeker niet. Als bijvoorbeeld deflatie optreedt, is sprake van een waardevermeerdering van een valuta, die zich dan zou weerspiegelen in een negatieve rente.
Naast de geldontwaarding speelt uiteraard in leenverhoudingen ook een debiteurenrisico, dat afhankelijk is van de gegoedheid van de debiteur en uiteraard de aangeboden zekerheidsrechten. Dat debiteurenrisico wordt ingeprijsd in de rentevergoeding door middel van een risico-opslag. Hoe groter het wanbetalingsrisico, des te groter de risico-opslag zal zijn.

Verband met disconteringsvoet

De disconteringsvoet wordt veelal gedefinieerd als het rentepercentage dat wordt gebruikt om toekomstige kasstromen contant te maken. Het kan dan zowel gaan om toekomstige baten als om toekomstige lasten. Een contantewaardeberekening geeft tevens de mogelijkheid te bepalen welk bedrag thans nodig is om aan toekomstige verplichtingen tot betaling van een bepaald bedrag of bepaalde periodieke bedragen te kunnen voldoen. Dit roept direct de associatie op met de waardering van pensioenverplichtingen, en in het bijzonder de discussie over de rentevoet. De meningen hierover zijn sterk verdeeld (geweest) en voor de beeldvorming is deze discussie illustratief.
In de kern is het simpel. De pensioenverzekeraar – fonds, bv of stichting – dient in de opbouwfase premies te berekenen ten laste van degene die de pensioenverplichting wenst aan te gaan, c.q. daarvoor een afdoende voorziening wenst te treffen. De systematiek daarbij is dat in de periode tot aan de ingangsdatum van de pensioentermijnen voldoende vermogen wordt afgezonderd om vanaf de pensioeningangsdatum gedurende de statistisch verwachte levensduur van de pensioengerechtigde de pensioentermijnen te kunnen voldoen. Met de ingelegde premies kan een bepaald verwacht rendement worden behaald, zowel in de periode tot aan de pensioeningangsdatum als in de periode nadien.
Bij een eindloonregeling is het rendement in zowel opbouw- als uitkeringsfase van belang. Bij een beschikbarepremieregeling kan in de opbouwfase worden volstaan met het vaststellen van de ingelegde premies, te vermeerderen met het behaalde nettorendement. Bij deze regeling wordt het te verwachten rendement op de beleggingsportefeuille pas in de uitkeringsfase van belang, omdat het op de pensioeningangsdatum beschikbare vermogen wordt aangewend voor een nominale pensioenuitkering. Dan dient derhalve ook jaarlijks de actuele

waarde van die toekomstige verplichting te worden berekend op basis van het verwachte rendement. In beide gevallen bepaalt het verwachte rendement welk vermogen beschikbaar moet zijn om aan de verwachte toekomstige uitkeringen te kunnen voldoen.
Uiteraard moet dat verwachte rendement voorzichtig en dus niet te hoog worden ingeschat, zeker als men nog winst wil overhouden. Maar als het te behalen rendement en de winstmarge zijn bepaald, kan in elk geval de contante waarde van de toekomstige uitkeringen worden gewaardeerd. Naarmate de toekomstige uitkeringen meer kunnen fluctueren en derhalve het risico dat daarin besloten ligt toeneemt, zal men dit in de contante waarde terug moeten zien; men zal dat risico namelijk moeten inprijzen en de koopsom voor een meer risicovol uitkeringsverloop zal hoger liggen omdat dat risico zich veelal in een hoger geëist rendement (winst) vertaalt.
In de kern is de rekenrente evenwel te stellen op het te verwachten rendement dat op de koopsom kan worden behaald. Dat de aderen in de ogen van Bas Jacobs springen bij het lezen van het voorgaande, gaat wel ver.[1] Bij harde en zekere verplichtingen moet de disconteringsvoet niet, zoals hij bepleit, op de risicovrije rente worden bepaald, maar zodanig worden gesteld dat degene die de verplichtingen heeft, bij het redelijkerwijs door hem verwachte te behalen rendement voldoende vermogen heeft gereserveerd.
Dat redelijkerwijs te verwachten rendement is zeker niet per se de risicovrije rente. Als een fonds zijn beleggingsportefeuille minder risicovol maakt, waardoor het te verwachten rendement daalt, dient de disconteringsvoet te worden verlaagd ten opzichte van de situatie waarin een hoger verwacht rendement kan worden behaald. Als de kwaliteit van het beleggingsapparaat beter is en daadwerkelijk een hoger beleggingsrendement wordt behaald, kan een hogere disconteringsvoet worden gehanteerd dan wanneer sprake is van een slecht beleggingsapparaat.[2]

Waardering aandelen

Voor het vaststellen van de rente bij geldleningen geldt het risicovrije rendement als basis. Afhankelijk van het risico dat de geldverstrekker loopt, dient de prijs – lees: de rente – te worden verhoogd. Ten aanzien van de disconteringsvoet is dit feitelijk dezelfde afweging om te bepalen wat de contante waarde van de toekomstige kasverplichtingen is. Daarvoor kan degene die de verplichting aangaat ten minste het risicovrije rendement in aanmerking nemen. Als hij meent een hoger rendement te kunnen behalen, kan de disconteringsvoet als representant daarvan hoger worden gesteld en wordt de contante waarde die noodzakelijk is om aan de toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen, lager. De hoogte van de nagestreefde winst en het eventuele uitkeringsrisico vertalen zich eveneens in de rente die wordt berekend voor geldverstrekkingen (die wordt hoger) en de disconteringsvoet die geldt voor verplichtingen (die wordt lager).
Bij de waardering van aandelen doet zich een soortgelijk effect voor. Ook daarbij is bepalend wat de aandelen de aandeelhouder in de toekomst opleveren.[3] Die toekomstige netto-opbrengsten worden contant gemaakt met behulp van een disconteringsvoet. Deze wordt eveneens bepaald met het risicovrije rendement als grondslag, te verhogen met een risicovoet. Die is op zijn beurt afhankelijk van de geografische ligging (politieke en valutarisico's), de branche en de aard van de onderneming, de kwaliteit en continuïteit van het management, alsook van de bijzondere rechten – zoals een cumulatief dividendrecht – die aan de aandelen zijn verbonden.[4]

Analyse van prijsstelling, vastlegging

Waar de waarde van een actief of passief wordt bepaald door toekomstige geldstromen – ongeacht of dat dividend, geldverstrekkingen, aflossingen, rentebetalingen of zelfs omzet betreft – speelt de rente- of disconteringsvoet een rol. Zoals gezegd bestaat die in de basis uit het risicovrije rendement en een opslag of afslag die is gebaseerd op een analyse van de (on)zekerheden en eventuele (reële) garanties die worden verstrekt. Dat betekent dat die onzekerheden en risico's moeten worden geïnventariseerd.

> De disconteringsvoet wordt vaak gedefinieerd als het rentepercentage dat wordt gebruikt om toekomstige kasstromen contant te maken

In de praktijk komt dit helaas relatief weinig voor. Met name in de dga-praktijk en in het bijzonder ten aanzien van de inkomsten-, schenk- en erfbelasting lijkt het daaraan te ontbreken. Voor wat betreft de heffing van vennootschapsbelasting geldt een wettelijke plicht tot vastlegging en onderbouwing op grond van art. 8b Wet Vpb 1969. Bij schending daarvan komt de belastingplichtige in de onaantrekkelijke positie te verkeren dat onder meer de bewijslast ten gunste van de Belastingdienst verschuift. Desondanks leert de praktijk dat ook voor de vennootschapsbelasting de vastlegging van de relevante variabelen voor verbetering vatbaar is.

Consequenties analyse

Op grond van een analyse van de relevante variabelen en, indien voorhanden, de vastlegging daarvan, kan worden beoordeeld of een overeengekomen rente of toegepaste disconteringsvoet de in te prijzen risico's representeert. De analyse kan uitwijzen dat bepaalde risico's niet in aanmerking zijn genomen of te hoog zijn gewaardeerd. Voor zover dat het geval zou zijn, ligt het overigens voor de hand te beoordelen of de feitelijk gehanteerde rentevoet of disconteringsvoet per saldo te hoog of te laag is, dan wel of in de gegeven omstandigheden een beprijzing onmogelijk is.

Een vast percentage dat in alle gevallen als preferentiepercentage zakelijk moet worden geacht, laat zich niet vaststellen

Als per saldo de risico's niet, te laag of te hoog zijn ingeschat, is sprake van een onzakelijke beprijzing en dient een correctie of herkwalificatie plaats te vinden, althans waar de wet daar de mogelijkheid toe biedt. Als bijvoorbeeld een lening is aangegaan tegen een rente van 100%, terwijl onder de gegeven omstandigheden de relevante risico's een rente van slechts 5% impliceren, is voor het verschil geen sprake van een rentevergoeding. Als de debiteur failleert en daaraan voorafgaande de onzakelijk hoge rente van 100% aan een geldgever is voldaan, ligt het voor de hand dat de curator voor het verschil zo mogelijk pauliana stelt, omdat de desbetreffende geldgever is bevoordeeld ten koste van andere crediteuren.[5]
Verder kan bij rechtspersonen sprake zijn van een tegenstrijdig belang. En ook bij enquête- en uitkoopprocedures kan een analyse noodzakelijk zijn.[6] Als de debiteur overlijdt en zijn vermogen door een onzakelijk hoge rente is uitgehold ten koste van een of meer erfgenamen, zouden ook die een correctiepoging kunnen ondernemen. Dat ligt zeker voor de hand als de geldgever een van de erfgenamen is en de hoge rente de legitieme portie van de andere erfgenamen heeft aangetast. Denk verder aan de situatie dat de erflater een aandelenpakket tegen een te lage prijs heeft vervreemd als gevolg van het hanteren van een te hoge disconteringsvoet. Naarmate het verschil tussen een reële beprijzing en de feitelijk overeengekomen vergoeding kleiner is, zal het met name doordat subjectieve inzichten altijd zullen verschillen, lastiger worden te bewijzen dat sprake is van paulianeus handelen of aantasting van de legitieme portie.

Fiscale zaken

In fiscale zaken speelt het voorgaande eveneens. Een onzakelijk hoge rente vormt een bevoordeling van de geldgever, en wel in de vorm van een recht op een periodieke uitkering, bestaande uit het bedrag aan rente dat de zakelijke rente te boven gaat.[7] Een te lage rente vormt mutatis mutandis een bevoordeling van de geldnemer.[8] In ondernemingsrechtelijke zaken geldt mogelijk een zwaardere bewijslast voor degene die stelt dat een te hoge of te lage vergoeding of disconteringsvoet is over-

eengekomen. Afhankelijk van de omstandigheden van het geval kan de bewijslast voor de Belastingdienst die een afwijking stelt, juist lichter zijn. Dat zal vooral het geval zijn wanneer de belastingplichtige art. 8b Wet Vpb 1969 heeft veronachtzaamd of wanneer een tussen gelieerde partijen overeengekomen vergoeding reeds op het eerste oog merkwaardig voorkomt en de bewijslast daarom bij deze partijen wordt gelegd.
Hoewel dus in theorie een individuele en gedetailleerde analyse noodzakelijk is, bestaat toch ook behoefte aan bepaalde zakelijke bandbreedtes, bijvoorbeeld ten aanzien van de rentevoet op een lening ter financiering van de eigen woning van een dga door zijn bv. De reguliere hypothecaire tarieven van banken zullen daarbij in het algemeen maatgevend zijn, omdat deze naar mag worden aangenomen de relevante risico's en de hardheid van verstrekte zekerheden representeren. Echter, bij banken maakt de winstdoelstelling mede deel uit van de tarifering en die zal veelal zijn geënt op de achterliggende aandeelhouders. Dat roept de vraag op of een lagere winstopslag door de eigen bv onzakelijk is, bezien vanuit het perspectief van die bv. Naar mijn mening is dat niet het geval. Als de bv het geld slechts tegen een flink lager rendement kan uitzetten, kan de winstopslag beperkt blijven. Rendementen die de bv, anders dan een bank, zelfstandig nooit zou kunnen behalen, hoeven niet in aanmerking te worden genomen.[9] Daar staat tegenover dat bij een eigen bv mogelijk minder snel en hard zal worden ingegrepen als de debiteur in gebreke blijft. De bancaire tarieven zouden voor deze factoren moeten, c.q. kunnen worden gecorrigeerd. De mate waarin dat gebeurt, blijft helaas grotendeels subjectief.

Preferente aandelen

Preferente aandelen vormen een ander discussiepunt en dan in het bijzonder de hoogte van het in aanmerking te nemen dividendpercentage. Van belang is dat preferente aandelen eigenvermogensverstrekking vormen, zodat het te verwachten rendement mede een beprijzing voor het ondernemingsrisico moet bevatten. Vergeleken met reguliere aandelen is dat risico lager, aangezien sprake is van een, al dan niet cumulatief, preferent recht. In zakelijke verhoudingen wordt de hoogte van het preferente dividend begrensd door enerzijds de hoogste rentevergoeding over het vreemd vermogen in het concrete geval en anderzijds het geëiste rendement voor de meer achtergestelde verschaffers van eigen vermogen. Het moge duidelijk zijn dat die vermogensverschaffers geen genoegen zullen nemen met een zodanig preferentiepercentage dat voor hen op de lange termijn geen winstaandeel meer resteert. Vanwege het feit dat deze meer achtergestelde vermogensverschaffers meer risico lopen, zou het geëiste rendement op het gewone aandelenkapitaal op de lange termijn hoger moeten zijn dan dat op het preferente aandelenkapitaal.[10] Naarmate het risicoprofiel van de onderneming lager ligt, zal de zakelijke vergoeding op het preferente aandelenkapitaal lager liggen. Die vergoeding zal daarbij mede worden bepaald door de mate waarin de preferente aandelen ook meedelen in de winst na aftrek van het preferente dividend – zo niet, dan zal de geldverschaffer een hoger preferentiepercentage bedingen – en de mate van zeggenschap. Een vast percentage dat in alle gevallen als preferentiepercentage zakelijk moet worden geacht, laat zich om die reden niet vaststellen.

Conclusie

Rente en disconteringsvoet worden opgebouwd uit diverse componenten. Het risicovrije rendement vormt de basis en daarnaast dient voor het concrete geval een risicoanalyse plaats te vinden. Afhankelijk daarvan komt de zakelijke rente of disconteringsvoet tot stand. In het individuele geval kan deze op grond van genoemde analyse afwijken van hetgeen in de markt gebruikelijk is, bijvoorbeeld omdat bancaire tarieven veelal grote cohorten personen als grondslag kennen. Door die individuele analyse van de risico's is het helaas onmogelijk om concrete percentages te noemen. Wel zal een grotere afwijking ten opzichte van bijvoorbeeld bancaire tarieven de bewijslast meer bij de belastingplichtige leggen. In alle gevallen is een goede schriftelijke vastlegging van de relevante risico's noodzakelijk. <<<

Noten

1 Bas Jacobs, Borgdorff en de rekenrente, www.economie.nl/weblog/borgdorff-en-de-rekenrente.
2 Bernard van Praag, 'Hoe fabels over de rekenrente het pensioendebat doen ontsporen', Me Judice, 15 september 2012, alsmede David Hollanders, Bernard van Praag, 'Houd toegezegde pensioenuitkering in stand, het kan!', Me Judice, 29 maart 2013. Zie ook mijn column 'Pensioen en rekenrente', http://taxlive.nl/-/pensioen-en-rekenrente, V-N 2014/11.0
3 Als waardering plaatsvindt volgens de zogenoemde klassieke accountantsmethoden, zijn de toekomstige opbrengsten in eerste aanleg niet van belang. Dat is niet terecht, omdat ook daarbij toekomstige (over)winst in de beschouwing wordt betrokken. Zie mijn 'Aandelenwaardering voor de belastingheffing', FED-brochure, Kluwer, Deventer, 2009.
4 Zie bijvoorbeeld de website van prof. A. Damodaran, www.damodaran.com; zie voorts Shannon P. Pratt en Roger J. Grabowski, Cost of Capital, 5e druk, Wiley, Hoboken, New Jersey, 2014, in het bijzonder Part 2.
5 Zie ook mr P. Blokland, De papieren schenking en de erfrechtelijke renteovereenkomst als schenking ter zake des doods, Het Register, juni 2013, nr. 3, blz. 17, alsmede de door hem in voetnoot 8 aangehaalde literatuur.
6 Zie bijvoorbeeld mr. F.J.P. van den Ingh, De Naamlooze Vennootschap, Intra-groepstransacties en de positie van minderheidsaandeelhouders, De NV 1994/1, p. 15.
7 Vergelijk HR 25 juni 1986, nr. 23 791, FED 1986/1163. Ik ga voor het principe voorbij aan de werking van het huidige art. 15 SW.
8 Vergelijk HR 25 april 1990, nr. 26 856, V-N 1991/2653, 21.
9 Vergelijk bijvoorbeeld HR 22 november 1989, nr. 25 565, V-N 1990/132, 20.
10 Zie Henry Meijer en Chris Denneboom, De rendementseis voor preferente aandelen bij bedrijfsopvolging, Tijdschrift voor bedrijfsopvolging, nummer 3, juli 2014, blz. 27 e.v.