Beter inzicht met de bedrijfswaarde

Een reactie op het artikel van Vincent Gruis in MAB van oktober 2003

Paul de Bruijn

1 Inleiding

In zijn artikel in MAB van oktober 2003 brengt Gruis enkele vragen onder de aandacht die voortvloeien uit waardering op bedrijfswaarde door woningcorporaties. Deze vragen zijn:

- Moeten de kosten voor beheer en administratie ('overhead') in de bedrijfswaarde worden opgenomen?
- Moet een reserve voor waarderingsrisico's worden opgenomen in verband met onzekerheden in de bedrijfswaarde?
- Hoe moet in de waardering en presentatie worden omgegaan met restwaarde en met onrendabele toppen op vervangende nieuwbouw?

Gruis stelt terecht dat waardering op bedrijfswaarde vraagt om nadere uitwerking van specifieke vraagstukken. Ik denk overigens naast de door Gruis behandelde onderwerpen ook aan het volgende:

- Dienen (ongerealiseerde) waardemutaties in de bedrijfswaarde te worden verwerkt in de resultatenrekening en wat betekent dit voor de presentatie van het eigen vermogen?
- Op welk moment moet de waardesprong van historische kosten naar bedrijfswaarde in acht worden genomen voor activa in ontwikkeling?

In deze bijdrage zal ik mij echter beperken tot de door Gruis behandelde vraagstukken.

2 De behandeling van overhead

Gruis behandelt de vraag of de niet direct aan speci-

Drs. P. de Bruijn RA schreef in 2003 samen met Drs. S.W. Hartman RA een afstudeerscriptie voor de doctoraalopleiding Accountancy aan Nivra-Nyenrode. Deze scriptie had de verslaggeving door woningcorporaties als onderwerp.

fieke woningen toe te rekenen toekomstige uitgaven, ofwel de *overhead*, al dan niet in aanmerking moeten worden genomen bij het bepalen van de bedrijfswaarde. Ik onderschrijf de mening van Gruis dat het niet in aanmerking nemen van deze toekomstige uitgaven leidt tot een te hoge presentatie van de vermogenspositie. Met name omdat woningcorporaties zich vrijwel uitsluitend bezighouden met de exploitatie van de materiële vaste activa; de uitgaven aan *overhead* hebben hierdoor per definitie geheel betrekking op deze post. Bij waardering van deze activa op bedrijfswaarde mogen de toekomstige uitgaven aan *overhead* dan ook niet buiten beschouwing blijven.

Over de waardering verschil ik derhalve niet met Gruis van mening. Gruis stelt echter voor de contante waarde van de toekomstige uitgaven aan *overhead* niet te presenteren als (negatief) onderdeel van de balanspost 'materiële vast activa', maar als voorziening. Dit lijkt me geen goede zaak. De bedrijfswaarde wordt immers berekend als de contante waarde van toekomstige inkomsten én uitgaven. Zoals Gruis zelf al aangeeft is dit de reden dat de 'voorziening onderhoud' niet meer voorkomt bij waardering op bedrijfswaarde. Het is dan ook niet logisch om de uitgaven aan *overhead* wél als voorziening te presenteren.

Wel onderschrijf ik de behoefte aan inzicht in de afzonderlijke componenten van de bedrijfswaarde. Dat geldt overigens niet alleen voor de component *overhead*, maar ook voor huuropbrengsten, onderhoudsuitgaven, et cetera. Een specificatie van de bedrijfswaarde in deze verschillende componenten hoort naar mijn mening thuis in de toelichting.

3 De reserve waarderingsrisico's

De bedrijfswaarde bestaat uit contant gemaakte verwachte kasstromen in de toekomst. Waardering op bedrijfswaarde brengt derhalve een inherente onze-

kerheid met zich mee. Gruis stelt voor deze onzekerheid te kwantificeren door middel van twee scenario's. Het meest realistische scenario wordt gehanteerd voor de bepaling van de bedrijfswaarde en de omvang van het eigen vermogen. Het 'worst case scenario' wordt gehanteerd om het eigen vermogen te splitsen in een 'zeker eigen vermogen' (de *worst case*) en een 'risicoreserve' (het verschil met het realistische scenario). Gruis levert in zijn artikel zelf al de elementen voor mijn bezwaar tegen dit voorstel.

Ten eerste is het gebruik van schattingen bij het proces van waardebepaling niet uitsluitend aan de orde bij waardering op bedrijfswaarde. Terecht geeft Gruis op pp. 432-433 aan dat bij waardering op basis van historische kosten de hoogte van de afschrijving vrij arbitrair bepaald wordt door een 'gebruikelijke' afschrijvingsmethode te kiezen. De daadwerkelijk verwachte (resterende) economische levensduur, gekoppeld aan het niveau van onderhoud, komt hierin veelal niet tot uitdrukking. Ook waardering op basis van historische kosten brengt dus substantiële onzekerheden en arbitraire veronderstellingen met zich mee. Ik erken dat deze onzekerheden in de praktijk meer algemeen aanvaard lijken dan de onzekerheden voortvloeiend uit waardering op bedrijfswaarde. Toch zie ik geen principieel verschil tussen het bestaan van de onzekerheden bij beide waarderingsgrondslagen, en dus ook geen reden om uitsluitend bij waardering op bedrijfswaarde over te gaan tot expliciete kwantificering van deze onzekerheden in de balans.

Ten tweede denk ik dat de berekening van een *worst case* scenario nog altijd grote onzekerheden met zich mee zal brengen. Want wat is precies *worst case*? Een leegstand van 25%? Of een leegstand van 80%? Een stijging van de rente op lange termijn naar 10%? Of naar 15%? Het is dan ook geen toeval dat Gruis op p. 434 aanhalingstekens plaatst om het woord 'zekere', wanneer hij aangeeft dat het *worst case* scenario zou moeten leiden tot het zekere eigen vermogen. Presentatie van een 'zeker eigen vermogen' suggereert naar mijn mening namelijk een mate van zekerheid die niet kan worden waargemaakt.

Beter is het naar mijn mening om het meest realistische scenario inderdaad te gebruiken voor de waardering, en in de toelichting de gevoeligheden voor de wijziging van veronderstellingen aan te geven. Het lijkt me voor de gebruiker van een jaarrekening relevanter om de marginale effecten van gehanteerde veronderstellingen te kennen dan uitsluitend de uitkomst van een door het management opgesteld *worst*

case scenario. Wanneer de gebruiker weet wat het effect op de bedrijfswaarde zou zijn van 1% additionele verwachte leegstand, van 1% additionele verwachte huurstijging, et cetera, kan hij voor zichzelf een gevoeligheidsanalyse naar eigen inzicht maken en een veel zuiverder vergelijking met andere corporaties uitvoeren.

Verder zou ik graag een relativerende opmerking plaatsen met betrekking tot de onzekerheden die voortvloeien uit waardering op bedrijfswaarde. Indien alle activa en passiva op bedrijfswaarde worden gewaardeerd, en alle gehanteerde veronderstellingen gerealiseerd worden, zal het resultaat in enig boekjaar nihil zijn. Een analyse van het gerealiseerde resultaat, ofwel een analyse van de mutatie in de individuele componenten van de bedrijfswaarde, zal dus aangeven op welke componenten afwijkingen zijn gerealiseerd ten opzichte van de verwachting. De huurinkomsten kunnen bijvoorbeeld lager zijn geweest dan in de bedrijfswaarde voor het betreffende jaar was verwacht. Wanneer gedurende enkele jaren eenzelfde patroon zichtbaar is (bijvoorbeeld constant minder huurinkomsten dan bij de bepaling van de bedrijfswaarde verwacht was), zal dit als vanzelf leiden tot herbezinning van deze component in de bedrijfswaarde. De vrijheid voor het kiezen van de veronderstellingen wordt hierdoor ingeperkt en er ontstaat een iteratief proces waarin de veronderstellingen steeds verder worden 'fijngeslepen'.

4 Restwaarde

Ten aanzien van de restwaarde van sociale huurwoningen stelt Gruis terecht dat een corporatie constant de afweging kan maken of vervanging door (eveneens sociale) nieuwbouw financieel gunstiger is dan het doorexploiteren van de bestaande woning. Hiertoe zou de corporatie de bedrijfswaarde bij doorgaande verhuur vergelijken met de 'grondwaarde bij sociale nieuwbouw', minus de sloopkosten voor de huidige opstal. Hieruit concludeert Gruis dat de restwaarde van sociale huurcomplexen bestaat uit de 'sociale grondwaarde' minus de sloopkosten. Gruis geeft geen nadere omschrijving van zijn begrip 'sociale grondwaarde'. Hieronder zal ik weergeven hoe in bedrijfswaardeberekeningen naar mijn mening concreet kan worden omgegaan met de verwachte restwaarde van de grond.

De restwaarde van de grond bestaat in theorie uit de verwachte kasstroom uit verkoop van de grond aan het eind van de economische levensduur van de op-

stallen, contant gemaakt gedurende hun resterende economische levensduur. In de praktijk zal na afloop van de exploitatieperiode veelal een nieuw complex worden gebouwd, en zal de grond dus naar verwachting niet worden verkocht. Er zal dan geen inkomen de kasstroom uit grondverkoop optreden. De grond zal in dat geval echter wederom kunnen worden gewaardeerd, en wel op dezelfde manier als in het oorspronkelijke complex. Tegen de contant gemaakte marktwaarde aan het eind van de economische levensduur van het *nieuwe* complex derhalve. Kortom: of er daadwerkelijk een verkoopvoornemen bestaat, doet voor de waardering van de grond niet ter zake. Wel moet een inschatting worden gemaakt van de marktwaarde aan het eind van de economische levensduur. In praktische zin kan dat op twee manieren redelijk objectief geschieden. De eerste manier is een periodieke externe taxatie van de huidige marktwaarde, die door de corporatie wordt geïndexeerd met een veronderstelde gemiddelde jaarlijkse waardestijging van grond. Over het te hanteren percentage zouden binnen de sector afspraken kunnen worden gemaakt. Het geïndexeerde bedrag wordt vervolgens contant gemaakt. De tweede manier, die nog objectiever is en als het goed is tot vrijwel hetzelfde resultaat leidt, is een externe taxatie van de huidige marktwaarde van de grond, waarbij de taxateur rekening houdt met het feit dat de huidige veronderstelde koper pas aan het eind van de exploitatieperiode van de opstallen daadwerkelijk de beschikking over deze grond krijgt.

De op deze wijze in de bedrijfswaarde opgenomen restwaarde van de grond zou in de toelichting als separate component kunnen worden weergegeven. Ik verwijs naar mijn slotopmerking in hoofdstuk 2. Daarbij moet wel worden bedacht dat deze waarde niet de *volledige* grondwaarde weergeeft. Immers, in de toekomstige huurinkomsten zit impliciet ook een vergoeding voor het gebruik van de grond. Zou de corporatie dus een splitsing willen aanbrengen in de waarde van de grond en de waarde van de opstallen, dan zou deze vergoeding voor de grond uit de huurinkomsten moeten worden gefilterd. Dat zal echter altijd tot een arbitraire splitsing leiden, hetgeen de relevantie ervan nadelig beïnvloedt. Beter en eenvoudiger zou het dus zijn om, als toelichting op de bedrijfswaarde, de huidige marktwaarde van de grond volgens taxatie te vermelden.

5 Vervangende nieuwbouw

Gruis stelt dat het vanuit de economische realiteit van corporaties is aan te raden om een voorziening te

treffen voor de toekomstige onrendabele top van vervangende nieuwbouw. Ofwel naast de onrendabele top van de huidige woningen die al tot uitdrukking is gekomen in de bedrijfswaarde zou nu ook al de onrendabele top in een voorziening worden opgenomen van het in de toekomst mogelijkwerijs te realiseren vervangende complex (alsmede van alle vervangende complexen die daarna weer gerealiseerd worden?). Dit levert naar mijn mening een presentatie van het vermogen op die dermate voorzichtig is dat de informatieve waarde geweld wordt aangedaan. Mij lijkt er niets mis mee om een onrendabele top niet eerder als verlies te nemen dan wanneer deze zich daadwerkelijk voordoet, ofwel pas bij het besluit tot het realiseren van een nieuw onrendabel complex.

6 Samenvatting

Deze reactie is geschreven met als doel een verdere impuls te geven aan een concrete uitwerking van waardering op bedrijfswaarde. De belangrijkste punten uit deze reactie worden hierna weergegeven.

Zowel positieve als negatieve toekomstige kasstromen dienen in de bedrijfswaarde te worden opgenomen en als één geheel te worden gepresenteerd op de balans. Separate presentatie van voorzieningen voor onderhoud, overhead, sloopkosten, et cetera is dan ook niet aan de orde. Wel dient in de toelichting de opbouw van de bedrijfswaarde in de verschillende componenten te worden weergegeven.

Een reserve waarderingsrisico's op basis van een *worst case* scenario suggereert een mate van zekerheid omtrent de realiseerbaarheid van dit scenario die niet kan worden waargemaakt, omdat ook de *worst case* niet eenduidig te bepalen is. De gebruiker heeft meer aan een gevoeligheidsanalyse gebaseerd op wijzigingen in de gehanteerde veronderstellingen. Waarderingsrisico's doen zich overigens bij elk waarderingsstelsel voor. Bovendien leidt een gedegen analyse van de mutatie in de bedrijfswaarde ten opzichte van de werkelijk gerealiseerde kasstromen beperkend op de keuzevrijheid voor de te hanteren veronderstellingen en dus tot een beperking van de onzekerheid in de waardering.

De restwaarde van de grond dient gebaseerd te zijn op de verwachte marktwaarde van de grond aan het einde van de verwachte exploitatieperiode van de opstallen, ook indien er geen verkoopverwachting bestaat. Overwogen kan worden de huidige marktwaarde van de grond in de toelichting separaat te vermelden.

Naschrift

Vincent Gruis

1 Inleiding

Allereerst wil ik Paul de Bruijn en de redactie bedanken voor de gelegenheid tot het voeren van een actieve discussie in MAB. Ik zal in dit naschrift kort ingaan op de reactie en daarbij dezelfde volgorde als De Bruijn aanhouden. Daarbij is het goed de algemene motivatie achter de door mij voorgestelde balans in het achterhoofd te houden. Het artikel is een pleidooi voor een balans die door middel van een beperkt aantal kengetallen relevante informatie geeft over de financiële middelen en prestaties van woningcorporaties, in overeenstemming met de economische realiteit.

2 De behandeling van de overhead

Zoals aangegeven in mijn artikel zijn niet alle kosten eenduidig toe te rekenen aan individuele complexen. Tegelijkertijd leveren juist de kosten die niet eenduidig aan de complexen zijn toe te rekenen (personeelslasten en dergelijke) een interessant kengetal op voor de kostenefficiëntie van corporaties. Voor bedrijven die weinig of geen marktprikkels ondervinden voor het bevorderen van de kostenefficiëntie is het expliciet afleggen van verantwoording over de overhead van groot belang. Het (verplicht) opnemen van een voorziening overhead kan daaraan bijdragen.

De vergelijking van De Bruijn met de onderhoudsvoorziening gaat niet op, omdat de onderhoudsuitgaven (materialen, manuren en dergelijke) juist wel eenduidig aan complexen zijn toe te rekenen.

3 De reserve waarderingsrisico's

Niets is zeker als het de toekomst betreft, ook niet voor maatschappelijke ondernemers. Maar corporaties wordt wel gevraagd hun overvloedige vermogen aan te wenden in het belang van de volkshuisvesting. Hieruit volgt dat corporaties ook verantwoording zouden moeten (willen) afleggen over hun surplus. Het (verplicht) hanteren van een risicoreserve kan daaraan bijdragen.

Ik ben het met De Bruijn eens dat de term 'zeker eigen vermogen' misleidend kan zijn, zelfs als 'zeker' tussen aanhalingstekens staat. In mijn proefschrift spreek ik daarom van 'beschikbaar eigen vermogen', zijnde de hoeveelheid eigen vermogen die de corporatie ter beschikking stelt (bereid is aan te wenden) ten behoeve van de volkshuisvesting, rekening hou-

dende met de financiële risico's die zij wil kunnen opvangen, zonder de uitvoering van het voorgenomen beleid in gevaar te brengen. In de toelichting zou informatie moeten worden gegeven over de manier waarop de risico's zijn gekwantificeerd. Dan kan de discussie worden gevoerd over het realiteitsgehalte van de risicoanalyse. Daarnaast kan de door De Bruijn gesuggereerde gevoeligheidsanalyse zeker waardevol zijn, maar deze is niet voldoende om corporaties te stimuleren verantwoording af te leggen over hun surplus. Overigens verwacht ik persoonlijk niet zo veel van het door De Bruijn genoemde leereffect bij het aanscherpen van de veronderstellingen. Gegevens uit het verleden zijn van beperkt nut als het gaat om het onderbouwen van voorspellingen over een (verre) toekomst met andere omstandigheden. Het gegeven is wel interessant voor de verantwoording: bij waardering op basis van contante waarde van de hele bedrijfsvoering komt het verwachte rendement overeen met de gehanteerde disconteringsvoet (het resultaat is dus niet per definitie nihil). Als het daadwerkelijk gerealiseerde rendement daarvan afwijkt, leidt dat automatisch tot de vraag aan de corporatie om dat te verklaren.

4 Restwaarde en vervangende nieuwbouw

Ik vind het niet in overeenstemming met de economische realiteit van corporaties om de restwaarde te baseren op een marktwaarde van de grond die in veel gevallen nooit als daadwerkelijke ontvangst zal worden gerealiseerd. Ook vind ik het niet consistent om wél deze fictieve 'opbrengst' te presenteren en géén rekening te houden met het realistische vooruitzicht van toekomstige onrendabele toppen.

5 Samenvatting

Ik zie zeker goede suggesties in de reactie van de heer De Bruijn, waaronder het in de toelichting opnemen van een gevoeligheidsanalyse, een verantwoording over de opbouw van de bedrijfswaarde in componenten en een toelichting op de marktwaarde van grond (en, nog relevanter, de woningen). Maar, De Bruijn verwijst mijns inziens te veel elementen uit mijn balansvoorstel naar de toelichting of zelfs geheel uit de jaarrekening, waardoor het in de aanhef van dit naschrift vermelde doel niet gerealiseerd kan worden. Juist het zichtbaar (moeten) maken op de balans kan corporaties stimuleren fundamenteel over risico's en kosten na te denken en daarover verantwoording af te leggen. Ik vind het wat dat betreft ook een grote gemiste kans dat de RJ in haar vernieuwde richtlijn opnieuw geen voorkeur heeft uitgesproken voor de bedrijfswaarde. ■

Colofon

MAB

Uitgegeven in opdracht van de Redactie van het Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-economie door Reed Business Information bv

REDACTIE (* lid kernredactie)

Accountantscontrole

Prof. Dr. A.J. Bindenga *
Prof. Dr. R.J.M. Dassen *
Prof. Dr. H.F.D. Hassink
Dr. P. Klijnsmit
Prof. Dr. R.H.G. Meuwissen
Prof. W.P. Moleveld
Prof. Dr. E.E.O. Roos Lindgreen

Externe Verslaggeving

Prof. Mr. Dr. H. Beckman
Prof. Dr. W.F.J. Buijink
Prof. Dr. D.W. Feenstra
Prof. Dr. M.N. Hoogendoorn * (voorzitter)
Prof. Dr. L.G. van der Tas
Prof. Dr. R.G.A. Vergoossen *
Prof. Dr. Mr. F. van der Wel

Bestuurlijke Informatieverzorging

Prof. Dr. H.P.M. Jägers
Prof. Drs. P.L.A.M. van Kessel
Prof. Dr. W.F. de Koning
Prof. Dr. O.C. van Leeuwen *
Prof. Dr. E.H.J. Vaassen
Prof. Dr. Ph. Wallage * (penningmeester)

Management Accounting

Prof. Dr. Ir. M.H. Corbey
Prof. Dr. T.L.C.M. Groot *
Prof. Dr. G.J. van Helden *
Prof. Dr. J. v.d. Meer-Kooistra
Prof. Dr. B. Versteegen
Prof. Dr. E.G.J. Vosselman
Prof. Dr. Ir. M.J.F. Wouters

Financiering

Dr. D. Bams
Prof. Dr. A.B. Dorsman
Dr. J.H. von Eije
Prof. Dr. A.C.C. Herst *
Dr. S.R.G. Ongena

Organisatie en Management

Prof. Dr. P.G.W. Jansen
Prof. Dr. J. Paauwe
Prof. Dr. J. Strikwerda
Prof. Dr. H.W. Volberda

Overige vakgebieden

Prof. Mr. A.F.M. Dorrestein
Prof. Dr. P.S.H. Leeftang
Prof. Dr. A.C. Rijkers
Prof. Dr. P.S. Zwart

Hoofredacteur

Drs. C.D. Knoop *
telefoon 010-4081324
telefax 010-4089171
e-mail: knoops@few.eur.nl

REDACTIESECRETARIAAT

De Boer Management Support
Mevr. H.P. de Boer
Postbus 8075
9702 KB Groningen
telefoon 050-5274061
telefax 050-5274438
e-mail: deboer@dbms.nl
www.mab-online.nl

AUTEURSINSTRUCTIE

Auteurs die overwegen een bijdrage in te zenden, wordt verzocht kennis te nemen van de aanwijzingen voor auteurs, die bij het secretariaat op aanvraag verkrijgbaar zijn.

Het indienen van een conceptartikel wordt geacht in te houden:

- dat de auteur het volledige auteursrecht op het werk bezit;
- dat het artikel niet eerder, in welke taal dan ook, is gepubliceerd;
- dat met publicatie geen geheimhoudingsplicht wordt geschonden;
- dat het – na publicatie – niet zonder toestemming van de redactie elders, al dan niet in vertaling, zal worden gepubliceerd.

Boeken ter recensie en alle andere stukken voor de redactie zende men aan het redactie-secretariaat.

© Auteursrecht voorbehouden

Behoudens de door de wet gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden veeelvoudigd en/of openbaar gemaakt zonder schriftelijke toestemming van de redactie, die daartoe door de auteur(s) met uitsluiting van ieder ander is gemachtigd.

Aan de totstandkoming van deze uitgave is de uiterste zorg besteed. Voor informatie die nochtans onvolledig of onjuist is opgenomen, aanvaarden auteur(s), redactie en uitgever geen aansprakelijkheid. Voor eventuele verbeteringen van de opgenomen informatie houden zij zich graag aanbevolen.

BUREAU-REDACTIE

Reed Business Information bv
Mevr. M. Keyzer
telefoon 020-5159776
telefax 020-5159717
e-mail: marianne.keyzer@reedbusiness.nl

ADVERTENTIES

Elsevier Media Amsterdam
Telefoon 020-5159666
Fax 020-5159633
e-mail: info.ema@reedbusiness.nl
www.ema-online.nl
geldend advertentietarief 1-1-2004

ABONNEMENTEN

Wij verzoeken u alle correspondentie met betrekking tot de abonnementsadministratie, zoals adreswijzigingen enz., te versturen aan: Reed Business Information bv
Afdeling Klantenservice
Postbus 808
7000 AV Doetinchem
telefoon 0314-358358
e-mail: klantenadministratie@reedbusiness.nl
www.reedbusiness.nl

Men abonneert zich voor de gehele jaargang. Dat kan via www.mab-online.nl. Verschijnt 10x per jaar.
Abonnement per jaar € 97,50 exclusief btw. De verzendtoeslag voor België bedraagt € 6,36 en voor de Nederlandse Antillen en overige landen € 19,69.
Studentenabonnement € 36,50 inclusief btw, mits men is ingeschreven bij de – NIVRA-opleiding of de – Economische faculteit van een der universiteiten voor het doctoraal/accountantsexamen.

Het abonnement kan bij elk nummer ingaan, doch slechts worden beëindigd indien schriftelijk vóór 1 november van de lopende jaargang is opgezegd. Bij niet-tijdige opzegging wordt het abonnement automatisch met een jaar verlengd.

ISSN 0924-6304

Nederlands
uitgeversverbond
Groep uitgevers voor
vak en wetenschap

HO
2004
TIJDSCHRIFTEN

Reed Business
Information