

AANDEELHOUDERSWAARDE CREËREN DOOR ONTKOPPELING EXPLOITATIE EN VASTGOED

1. Inleiding

De meeste Belgen zijn geboren met een baksteen in de maag. Ook ondernemers streven bij het uitbouwen van hun onderneming naar het verwerven van grond om er vervolgens in fasen bedrijfsgebouwen op te realiseren. Deze baksteen-, beton- of staalconstructies worden dan ook vaak gepercipieerd als het sluitstuk van waardecreatie door de jaren heen.

Waardecreatie (aandeelhouderswaarde) wordt echter in belangrijke mate bepaald door enerzijds de toekomstige rendabiliteit van een onderneming en anderzijds de correcte structurering van de activiteiten. Bij de waardering van een onderneming is het evenwel zo dat de reële marktwaarde van het onroerend goed eerder zelden volledig verrekend is in de prijs.

2. Overnameprijs

Een kandidaat-overnemer die geïnteresseerd is in zowel de exploitatie als het onroerend goed is eerder zeldzaam gezien de impact op de koopprijs en de rendabiliteitsverwachting, nl.:

Onroerend Goed

een kandidaat-investeerder die op zoek is naar een bedrijfspannend met een huurrendement zal vooral interesse hebben in de Yield, looptijd en de kwaliteit van de huurder en in functie daarvan zijn koopprijs vaststellen.

Exploitatie

een kandidaat-overnemer die de onderneming in continuïteit wil voortzetten, zal zijn globale biedprijs bepalen zonder rekening te houden met de verkoopwaarde van de afzonderlijke bestanddelen van de onderneming.

Waardering

In de praktijk gebeurt de waardering van operationele ondernemingen aan de hand van het verwachte rendement (geraamd op basis van parameters zoals de EBITDA, de cashflow, etc.), bv. EBITDA x multiple - netto financiële schuld.

De "multiple" in dergelijke formules weerspiegelt de rendementsverwachting van de overnemer.

Gezien de rendementsverwachting voor een exploitatie (bv. 15%) significant hoger ligt dan de rendementsverwachting op onroerend goed (bv. 5%), zal de marktwaarde van het onroerend goed op basis van dergelijke waarderingsformules niet volledig tot uiting komen.

Jargon:

Yield: een Engelse term om het rendement aan te duiden in een percentage; de yield wordt berekend door de jaarlijkse inkomsten (huuropbrengsten) te delen door het geïnvesteerde kapitaal (aanschaffingswaarde van het onroerend goed)

EBITDA: een Engels letterwoord voor "earnings before interests, taxes, depreciations and amortisations", dit is de winst voor interest, belastingen, afschrijvingen en waardeverminderingen. Dit is een maatstaf van de operationele cashflow van een onderneming.

Solvabiliteit: het eigen vermogen van een vennootschap ten opzichte van het balanstotaal; deze ratio geeft een indicatie omtrent de mate waarin de vennootschap kan voldoen aan haar financiële verplichtingen

Rulingcommissie: de DVB (dienst voorafgaande beslissingen in fiscale zaken) is bevoegd om voorafgaandelijk vast te stellen hoe de fiscale wet toegepast zal worden op een bepaalde situatie; deze "rulings" zijn bindend voor de administratie

Management Buy In: een transactie waarbij een externe manager (of managementgroep) een onderneming overneemt om de operationele leiding op zich te nemen

Commercial Finance: een financieringstechniek waarbij een onderneming kredieten krijgt in ruil voor de overdracht van haar klantenvorderingen

De verschillende invalshoek voor de waardering van onroerend goed t.o.v. de waardering van een exploitatie, leidt ertoe dat een gedeelte van de waardecreatie binnen de vennootschap tussen de ploegen valt indien de ondernemer er niet in slaagt om vastgoed en exploitatie afzonderlijk te gelde te maken.

3. Pro en contra: Overtollige activa in werkmaatschappij

Overtollige activa zijn o.a. de beleggingen die niet nodig of nuttig zijn voor de bedrijfsvoering, onroerende goederen, een te hoge voorraadpositie, handelsvorderingen die eventueel via Commercial Finance kunnen gefinancierd worden; e.a.

Er zijn dan ook verschillende redenen om te werken aan de balansstructuur, waarvan hierna een niet-limitatieve lijst.

Contra: Overtollige activa in de exploitatievennootschap

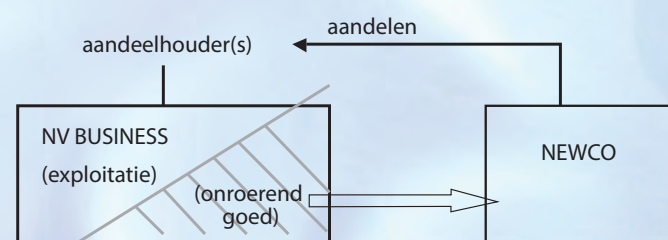
- zorgen voor een balansverlenging waardoor ze de ratio's die o.a. banken en kredietverzekeringsmaatschappijen (bv. de solvabiliteitsratio) hanteren negatief beïnvloeden;
- worden ten onrechte onderworpen aan het bedrijfsrisico;
- zijn door hun aard meestal op een langere termijn en aan gunstiger voorwaarden te financieren als ze ondergebracht worden in een afzonderlijke structuur;
- hebben een negatieve impact op de waardebeoordeling van de onderneming zoals hiervoor opgegeven bij de EBITDA formule;
- hebben als gevolg dat de overnameprijs hoger ligt en beperken de shortlist van kandidaat-overnemers.
- Beursgenoteerde bedrijven zijn meestal niet geïnteresseerd in een overname-Target met onroerend goed in portefeuille daar dit hun beurskoers en/of de overnamefinanciering kan beïnvloeden.
- de afschrijving op de historische waarde van het onroerend goed is meestal geen getrouw beeld van een marktconforme economische kost (dit is wel het geval bij verhuur).
- herschikkingen tijdens het overnameproces zorgen steeds voor vertraging en de vraag naar meer garanties vanwege de overlater.

Pro: Overtollige activa in de exploitatievennootschap

- De activa zullen normaal gezien mee kunnen profiteren van het nul tarief bij schenking en het 3% tarief bij overlijden (in kader van de "familiale onderneming");
- Minder complexe structuur: geen doorrekening van kosten;
- Verrekening van aftrekbare BTW (op te lossen via BTW-eenheid bij een gesplitste structuur).

4. Oplossing: Partiële splitsing

Indien het onroerend goed in de exploitatievennootschap zit, kan een opdeling gerealiseerd worden door een partiële splitsing. Hierbij wordt het vastgoed (of omgekeerd de exploitatie) afgesplitst naar een nieuwe vennootschap.



Mits een aantal voorwaarden voldaan zijn, kan een partiële splitsing fiscaal neutraal doorgevoerd worden. De meest cruciale voorwaarde is dat er zakelijke motieven moeten zijn voor de splitsing. Zoniet wordt de splitsing getaxeerd als een vereffening. Dit houdt in dat er meerwaardebelasting (33,99%) en liquidatiebelasting (25%) geheven wordt op de gerealiseerde meerwaarde.

Door het vastgoed en de exploitatie in afzonderlijke juridische entiteiten te structureren, kunnen de aandeelhouders deze twee takken in een latere fase afzonderlijk waarderen (op basis van hun specifieke merites en conform de specifieke criteria) en desgevallend afzonderlijk verkopen en/of schenken. De exploitatievennootschap wordt gewaardeerd op basis van een rendementsmethode en de vastgoedvennootschap op



Ludo Lievens, Lievens & Co Consulting

basis van de substantiële waarde (= correctie van het eigen vermogen voor de latente meerwaarde die rust op het onroerend goed).

5. Rulingcommissie biedt perspectieven

In de praktijk rust in vele gevallen een aanzienlijke latente meerwaarde op het onroerend goed. In die optiek kan het aangewezen zijn om voortgaand aan de splitsing de goedkeuring voor het belasting neutrale karakter van de partiële splitsing aan te vragen bij de rulingdienst. De administratie kan aanhalen dat er geen zakelijke motieven aanwezig zijn indien het hoofddoel van de aandeelhouders erin bestaat op fiscaal vriendelijke wijze het vastgoed en de exploitatie afzonderlijk te gelde te maken.

Uit de diverse beslissingen van de Rulingcommissie blijkt dat in specifieke gevallen de afsplitsing van vastgoed fiscaal neutraal kan gebeuren en er werden dan ook verschillende zakelijke motieven aanvaard, o.a. met het oog op het aantrekken van nieuwe investeerders, het aantrekken van een manager (Management Buy-in), e.a.

Deze rulings bieden houvast om een dossier samen te stellen alvorens tot een splitsing te kunnen overgaan. Gezien er belangrijke fiscale risico's zijn indien de splitsing niet voldoende verantwoord is, is het noodzakelijk om hierbij zorgvuldig te werk te gaan en deze splitsing te kaderen binnen een ruimere bedrijfsstrategie.

6. Conclusie

De waarde van vastgoed en exploitatie wordt door een andere bril bekeken. Indien beide verstrengeld zijn binnen dezelfde vennootschap is de waarde van het geheel meestal lager dan de som van de afzonderlijke bestanddelen.

Iedere ondernemer wordt in zijn loopbaan geconfronteerd met een overdracht, hetzij naar aanleiding van het overlijden, hetzij bij een overdracht naar familieleden of een overdracht naar derden. Tijdig structureren en de overdracht voorbereiden is dan ook een must voor iedere ondernemer om aandeelhouderswaarde te creëren, en dit is maatwerk.



December 2014
Ludo Lievens
Vennoot-Belastingconsulent
Lievens & Co Consulting
Corporate Finance
www.lievens.be
Wittemolenstraat 47, 8200 BRUGGE
Bischoffsheimlaan 36, 1000 BRUSSEL