

SCHEVE VERHOUDINGEN

	latente belastingvorderingen*	vordering/ bedrijfsresultaat	vorderingen/ eigen vermogen
Océ	106,1	230%	16%
Simac	5,4	152%	36%
Stern	13,0	124%	10%
Super de Boer	26,0	104%	33%
KPN	1.733	67%	46%
Draka	57,6	67%	13%
CSM	63,5	56%	7%
Ahold	358	30%	8%
Bam	53,7	23%	6%

*in miljoenen euro's; cijfers over 2008.

Bij veel beursgenoteerde ondernemingen zijn de latente belastingvorderingen aanzienlijk groter dan het bedrijfsresultaat over 2008.

JUMBO'S KOOPJE

Onlangs maakte de Veghelse familieonderneming Jumbo bekend 480 miljoen euro over te hebben voor supermarktconcern Super de Boer. Hiermee betaalt Jumbo een op het eerste gezicht redelijke 'multiple' van twaalf keer het bedrijfsresultaat (ebitda) over 2008 en ruim 0,25 maal de omzet over 2008. Maar houdt het bod rekening met de rijkelijk gevulde pot belastingvorderingen van 26 miljoen euro van Super de Boer? Jumbo zal mogelijk likkebaarden bij de volgende passage uit het jaarverslag van Super de Boer: "... ultimo 2008 was een uitgestelde belastingvordering van circa 48 miljoen euro uit hoofde van ongebruikte fiscale verliezen niet opgenomen omdat het onzeker is of er toekomstige belastbare winsten beschikbaar zullen zijn, die Super de Boer kan benutten". Aangezien Jumbo alle activa en passiva overneemt van Super de Boer is het waarschijnlijk dat het ook de beschikkingsmacht krijgt over de fiscaal compensabele verliezen. Het lijkt niet irrealistisch dat het winstgevendende Jumbo in staat zal zijn deze belastingvorderingen wel te benutten.

VERBORGEN SCHATTEN?

Een bedrijf hoeft niet per se overgenomen te worden, willen zijn compensabele verliezen benut worden. Dit kan bijvoorbeeld ook als de winstverwachting gunstiger wordt, want dan mag een bedrijf de fiscaal compensabele verliezen die het tot dat moment niet op de balans had geparkeerd alsnog als vorderingen verantwoorden. Dit gebeurde bij KPN toen de Duitse dochter E-Plus na aanhoudende verliezen in 2007 onverhoeds winst begon te maken en de toekomstperspectieven gunstiger werden. KPN kon hier-

door 1,17 miljard euro bijboeken.

Zijn er nog meer bedrijven met dergelijke verborgen waarde? Bouwbedrijf Bam voert compensabele verliezen van 1,1 miljard euro uit Duitsland niet op als latente belastingvordering. Dochter Wayss & Freytag bezorgde Bam in het verleden hoofdbreken, doordat de Oosterburen door een gebrek aan risicomanagement keer op keer rode cijfers schreven. Bam is momenteel aan het onderzoeken hoe "de Duitse fiscale positie tot waardering gebracht kan worden", aldus het jaarverslag. Volgens de bouwer mogen de verliezen overgeheveld worden naar de Nederlandse groep als de oude Duitse projecten volledig zijn afgewikkeld. "Het is de verwachting dat dit niet eerder dan 2011 het geval zal zijn", zo meldt Bam in het jaarverslag.

GEEN KOOPAANBEVELING

De verborgen waarde is het grootst voor ondernemingen met een langdurige historie van verliezen. Spyker, fabrikant van luxesportauto's die nog nooit winst maakte, is een mooi voorbeeld. "Hoewel het bestuur positief is over de toekomstontwikkelingen van de groep, is het gepast om de latente belastingvorderingen pas op te voeren als de verwachte ontwikkelingen voldoende zijn gerealiseerd". De fiscaal compensabele verliezen worden op de balans gewaardeerd op nihil.

Voor halfgeleiderproducent ASMI geldt hetzelfde. Dit bedrijf heeft door acht verlieslatende jaren op rij bij zijn front-endactiviteiten een geaccumuleerde verliezenpot van 92 miljoen euro. Toch durft het bestuur maar een kleine 5 miljoen euro aan latente belastingvorderingen op de balans te zetten.

Hoewel in de opgestapelde verliezen mogelijk verborgen waarde schuilt, is dit voor beide ondernemingen niet per se een koopaanbeveling. Het management heeft kennelijk twijfels over de winstgevendheid in de komende negen jaren.

KANSEN EN BEDREIGINGEN

Latente belastingvorderingen bieden beleggers zowel bedreigingen als kansen. Naarmate de compensabele verliespot steeds gevulder raakt, lijkt ook de kans op toekomstige winstcijfers minder reëel. Zo boekten bijvoorbeeld het in liquidatie verkerende Samas, het failliete handelshuis Van der Moolen en Nedfield (het oude Tulip) allemaal aanzienlijke verliezen die nooit compensabel zouden worden. Fiscale verliezen komen per slot van rekening ergens vandaan. ■

FISCAAL VERSUS COMMERCIEEL

Latente belastingvorderingen kunnen ook ontstaan door tijdelijke verrekenbare verschillen tussen de fiscale en commerciële jaarrekening. Terwijl beleggers in het jaarverslag de commerciële jaarrekening gepresenteerd krijgen op basis van IFRS-regels, gaat naar de Belastingdienst de heel andere, fiscale jaarrekening die doorgaans meer op historische kostprijzen is gewaardeerd. Sommige kosten, bijvoorbeeld de kosten van een (claim)emissie, dienen in de fiscale jaarrekening te worden geactiveerd en afgeschreven, maar moeten commercieel meteen ten laste van het resultaat worden gebracht. Aangezien de kosten op de fiscale jaarrekening geleidelijk worden afgeschreven, zal de toekomstige 'fiscale' winst lager liggen waardoor de werkelijke belastingdruk (fiscale jaarrekening) in de toekomst omlaag gaat. In de commerciële jaarrekening zijn deze kosten echter in één keer genomen, waardoor er een latente vordering op de Belastingdienst ontstaat. Een vordering kan ook ontstaan door activa, bijvoorbeeld een machine, 'commercieel' anders af te schrijven dan 'fiscaal'. Als commercieel bijvoorbeeld sneller wordt afgeschreven dan fiscaal, ontstaat een vordering op de Belastingdienst (activazijde van balans); andersom is sprake van een verplichting (passivazijde van de balans).