E C O N O M I E

Tijdschrift voor Algemeen Economische Bedrijfs-Economische en Sociale Vraagstukken

Acht en twintigste jaargang No. 4 Januari 1964

HUUR ALS FINANCIERINGSVORM

door

Prof. Dr. C. F. SCHEFFER

Inleiding

Door schrijver dezes werd destijds betoogd, dat de huur van duurzame activa niet als een financieringsvorm dient te worden aangemerkt [1]). Afgezien van kortstondige kredietverlening door huurder of verhuurder m.b.t. de huurtermijnen, wanneer de huur vooruit of achteruit wordt betaald, is bij huur geen sprake van overdracht van financieringsmiddelen. De huurder koopt telkens een deel van de in het duurzame produktiemiddel opgesloten liggende werkeenheden en betaalt daarvoor. Dit is een ruiltransactie en geen financieringstransactie. De vergelijking met de geldlening en de daaruit voortspruitende verplichtingen gaat niet op.

Aangezien op dit punt verschil van mening bestond met collega *Diepenhorst* werd een en ander door mij nader toegelicht in de bespreking van Diepenhorsts „Structuur en Politiek" in De Economist van december 1956. Daarbij werd aangetekend dat bij huurkoop en koop op afbetaling (waartussen economisch geen verschil behoeft te worden gemaakt) wel sprake is van een aan de ruiltransactie gekoppelde financieringsovereenkomst. Hier gaat het om de „overdracht van de beschikkingsmacht over de *totale* voorraad nutsprestaties of werkeenheden" [2]) en tegelijkertijd om een betalingsregeling.

---

[1]) C. F. Scheffer, Indeling en ontleding van de vraagstukken behorende tot het financiewezen van de onderneming op basis van de traditionele geldfuncties, Groningen 1955, blz. 14.

[2]) T.a.p. blz. 863.

Het is intussen door de omvangrijke literatuur, welke is verschenen over „leasing" duidelijk geworden, dat de huurovereenkomst wel het karakter kan krijgen van een financieringsovereenkomst. In de Amerikaanse literatuur wordt dan echter uitdrukkelijk gesproken over „financial leases" ter onderscheiding van de „operational leases".

Ten aanzien van deze laatste merkt *Wessel* op: „this impermanent type of lease should be viewed primarily as something other than a financing device, even though the funds to acquire assets may be supplied for substantial periods" [1]) „Lease financing is a specialized form of leasing" schrijft *Vancil* [2]).

Men sluit een huurovereenkomst als alternatief van een koopovereenkomst in de regel:

a) omdat slechts voor korte tijd, incidenteel of intermitterend over de diensten van een bepaald produktiemiddel behoeft te worden beschikt;
b) omdat het de enige manier is, waarop de beschikking over een bepaald kapitaalgoed kan worden verkregen; (veelal gegrond op de monopoloïde positie van producenten van gepatenteerde machines [3]);
c) omdat de kansen op economische veroudering groot zijn en het produktiemiddel doorlopend en sterk gespecialiseerd onderhoud vergt;
d) omdat huur voordeliger is.

Al deze motieven zijn van operationele aard. Men wenst of kan slechts voor beperkte tijd over het produktiemiddel beschikken en men wil vooral vrijheid van handelen behouden, waarvoor de *opzegbaarheid* van het contract van essentiële betekenis is.

Ook gebrek aan financieringsmiddelen kan wel reden tot huren zijn, vooral wanneer het om grond en gebouwen gaat, welke ook door minder kapitaalkrachtige ondernemingen niet kunnen worden gemist, doch dit maakt de huurovereenkomst nog niet tot een financieringsovereenkomst.

---

[1]) R. H. Wessel, Principles of financial analysis, New York 1961, blz. 143.
[2]) R. F. Vancil, Lease or borrow — New Method of analysis, Harvard Business Review, september/oktober 1961, blz. 122.
[3]) Vgl. K. J. Groeneveld, Algemene bedrijfseconomie, Deel II, Leiden 1956 en H. J. van der Schroeff, De leer van de kostprijs, Amsterdam 1956, par. 26.

Geheel anders wordt de situatie wanneer bewust een *onopzegbare* lange-termijn-huur wordt gekozen, voor een periode gelijk of ongeveer gelijk aan de gehele levensduur van het produktiemiddel. Hier wordt wel degelijk beschikkingsmacht verkregen over de gehele of een groot deel van de voorraad daarin opgesloten werkeenheden en ontstaat de gelijkenis met de huurkoop, zij het dat men aan het einde van de overeenkomst niet automatisch juridisch-eigenaar van het gehuurde wordt. Het leidt geen twijfel dat de huurovereenkomst hier als een financieringsovereenkomst kan worden aangemerkt en het alternatief vormt van een koop op afbetaling of het sluiten van een lening met een bepaald aflossingsschema, omdat de huursommen zó worden vastgesteld, dat aan het einde van de overeenkomst de aanschaffingswaarde van het gehuurde object in zijn geheel zal zijn geamortiseerd. De op annuïteitsbasis vastgestelde huur wijkt sterk af van een operationele huur voor soortgelijke objecten.

Het is de bedoeling om aan deze financiële huurovereenkomst in dit artikel enige aandacht te besteden, voorafgegaan door enkele aantekeningen over de huurkoop.

Huurkoop

Dat de huurkoop-overeenkomst als een financierings-overeenkomst is opgezet zal door niemand worden ontkend. Het blijkt uit de omschrijving, welke de wet ervan geeft: „Huurkoop is de koop en verkoop op afbetaling, waarbij partijen overeenkomen dat de verkochte zaak niet door enkele overdracht in eigendom van de koper overgaat". (B.W. art. 1576 1e lid). Juridisch is het de koop van een zaak onder opschortende eigendomsoverdracht. Economisch is vooral de daaraan verbonden beschikbaarstelling van financieringsmiddelen op middellange- of lange termijn relevant.
Er is een tijd geweest waarin het gebruik maken van deze financieringsvorm sociaal als minderwaardig werd aangemerkt. In de groeiende economie van de laatste decennia wordt dit geenszins meer zo gesteld.

De huurkoop heeft een sterke ontwikkeling doorgemaakt; niet alleen gebruiksvoorwerpen en machines worden thans op deze wijze gefinancierd, doch ook bedrijfspanden en tankers. Geldgevers daarbij zijn de institutionele beleggers.

Bedrijfspanden

Voor te stichten bedrijfspanden op grond, welke de geldnemer

reeds in eigendom heeft, wordt somtijds wel uitgegaan van de volgende constructie:

De desbetreffende grond wordt voor een bepaalde tijd in erfpacht gegeven aan de institutionele belegger, waarbij uitdrukkelijk wordt bepaald, dat de erfpachter gerechtigd is daarop een gebouw te stichten, hetwelk zijn eigendom zal zijn, alsmede dat die eigendom bij het eindigen van het erfpachtrecht automatisch op de grondeigenaar terugvalt.

Nadat overeenkomstig door de onderneming (grondeigenaar) aangegeven richtlijnen, bouwkundige tekeningen en een bestek voor een te bouwen bedrijfspand zijn gemaakt, verkoopt de institutionele belegger haar verkregen erfpachtsrecht, alsmede de daarop te bouwen opstallen aan de onderneming tegen een bepaalde prijs, welke gelijk is aan de stichtingskosten van het gebouw, waarbij aan het erfpachtrecht geen waarde wordt toegekend. Over de koopsom is de onderneming een bepaalde rente verschuldigd. Zolang de koopsom aan de aannemers niet is voldaan, wordt deze rente afzonderlijk geïnd; daarna zal deze tezamen met de aflossing op de koopsom in de vorm van annuïteiten worden voldaan.

Deze annuïteiten worden zodanig bepaald, dat na het beëindigen van het erfpachtrecht de koopsom en de rente daarover is voldaan, dat is op het moment dat de ondernemer eigenaar wordt van de grond en de opstallen, m.a.w. op het moment, dat de huurkoop is voltooid. Somtijds eist de institutionele belegger nog een hypothecaire volmacht, waarvan zij gebruik kan maken, wanneer de verplichtingen niet worden nagekomen. Vervroegde terugbetaling wordt niet toegestaan.

Tankers

Huurkoop van tankers kan het beste worden geïllustreerd aan de hand van een in 1956 door Shell Tankers N.V. in ons land met een aantal institutionele beleggers (Rijksfondsen, levensverzekeringsmaatschappijen en enkele grote pensioenfondsen) afgesloten transactie door tussenkomst van de Maatschappij tot Financiering van Bedrijfspanden (dochterinstelling van de Amsterdamsche Bank N.V.). Laatstgenoemde instelling sloot de contracten met de werven voor de bouw van een aantal supertankers, welke door Shell Tankers N.V. werden gehuurd op z.g. „bareboat charter". Deze huur werd zodanig vastgesteld, dat zij een 20-jarige annuïteit (rente plus aflossing) dekte. Na 20 jaar zullen de institutionele beleggers

hun geld dus terug hebben ontvangen en wordt Shell Tankers N.V. eigenaar van de schepen.

Rest nog op te merken, dat de Maatschappij tot Financiering van Bedrijfspanden haar rechten uit hoofde van de „charterparties" aan de institutionele beleggers cedeerde en de Bataafse Petroleum Maatschappij garant bleef voor de verplichtingen van Shell Tankers N.V.

Het moge bekend worden verondersteld dat bij een „bareboat charter" het naakte schip wordt gehuurd en dat de huurder verantwoordelijk is voor de bemanning. Hij verkeert tijdens de duur van de charter in dezelfde positie als de eigenaar van een schip.

Financiële huur

Zoals reeds eerder opgemerkt, onderscheidt het ook in ons land thans actuele „financial leasing" zich van de huurkoop, doordat de huurder aan het einde van de huurperiode niet automatisch juridisch-eigenaar van het gehuurde wordt. De eventuele restwaarde van het object blijft — in tegenstelling tot bij de huurkoop — eigendom van de verhuurder. Veelal krijgt de huurder een koop-optie en heeft hij het recht het goed tegen lage prijs te kopen na afloop van de huurovereenkomst en/of het recht om de huur tegen een sterk gereduceerde huursom te continueren. Men zou kunnen zeggen, dat niet alle werkeenheden worden overgedragen, doch wel een groot deel daarvan. Men kan echter ook stellen, dat voor de volle aanschaffingswaarde van de voorraad werkeenheden een verplichting wordt aangegaan, welke in termijnen wordt voldaan. De *onopzegbaarheid* van de huur gedurende een bepaalde tijd (basic lease term) meestal gelijk of ongeveer gelijk aan de geschatte levensduur van het gehuurde object is essentieel en stempelt de huurovereenkomst tot financieringsovereenkomst, zulks in tegenstelling tot de opzegbare huur, waarbij van een schuldverplichting geen sprake is. Door de koop-optie wordt juridisch de huurkoopfiguur sterk benaderd.

Typerend is, dat de huurder het produktiemiddel nodig heeft gedurende de gehele economische levensduur, dat het voor die periode door de verhuurder ter beschikking wordt gesteld en dat er geen aanwijsbaar operationeel motief is tot het sluiten van een huurovereenkomst.

De eerder genoemde optie kan door de verhuurder worden toegestaan, omdat in de overeengekomen huurtermijnen de koopsom geheel of grotendeels worden geamortiseerd.

De financiële huur komt voor in verschillende situaties:

a) ter financiering van de aankoop van reeds bestaande duurzame activa;
b) ter financiering van nog te stichten gebouwen of nog te construeren machines;
c) ter verdere financiering van duurzame activa, welke tevoren reeds eigendom van de huurder waren doch door hem worden verkocht.

De sub c bedoelde situatie is de z.g. *„sale and lease back"*. Door de verkoop van bedrijfspanden of machines aan een institutionele belegger verkrijgt de ondernemer middelen ter beschikking, welke hij wellicht op rendabeler wijze in zijn onderneming kan aanwenden.

De huurprijs wordt ook hier zo gesteld, dat na afloop van het (onopzegbare) huurcontract de overnemingsprijs in zijn geheel of nagenoeg geheel zal zijn geamortiseerd en tevens een bepaald rentepercentage is betaald (annuïteit).

Somtijds bevat de huur ook kostenelementen (onderhoud, belasting, verzekering, etc.); gewoonlijk echter is de huurder zelf verplicht voor onderhoud, verzekering en betaling van zakelijke belastingen zorg te dragen.

Voor wat onderhoud en verzekering betreft zal de huurder zich dan wel tegenover de verhuurder tot adequaat onderhoud respectievelijk adequate dekking hebben te verplichten. Bij de operationele huur is de „service"-verlening door de verhuurder regel. Vele variaties zijn mogelijk.

Koop-opties

Afgezien van de mogelijkheid tot continuatie van de huur tegen sterk verlaagd tarief (huurverlengingsoptie) kent men:
de eerder genoemde koop-optie aan het einde van de „basic lease term" ofwel de optie tot wederkoop ingeval van „sale and lease back". Deze opties kunnen verschillende vormen aannemen [1]). Het kan zijn:

a) een „straight repurchase option", waarbij de huurder het recht krijgt om het object te kopen tegen de boekwaarde, welke het bij de verhuurder heeft aan het einde van de huurperiode;

---

[1]) Zie R. H. Wessel t.a.p. blz. 144/5.

b) een „land exclusion option", wanneer de kosten van de grond niet in de huurtermijn worden geamortiseerd, doch de voornaamste grondslag vormen voor het vaststellen van koop of wederkooprijs aan het einde van de huurperiode;
c) een „contingent buy-out option", waarbij de huurder het recht heeft om het gehuurde tegen een nader te bepalen prijs te kopen wanneer het object tengevolge van een onzekere gebeurtenis aanmerkelijk in waarde daalt (b.v. door storm, brand, etc.);
d) een „negative purchase option", waarbij de huurder het recht heeft om op elk ogenblik tijdens een bepaalde periode een bod te doen op het gehuurde, hetwelk de verhuurder kan accepteren of afwijzen.

Voordelen van financiële huur

Aan de financiële huurovereenkomst worden verschillende voordelen toegekend boven het sluiten van een lening. Zo wordt gesteld, dat hierbij voor 100% van de waarde van het object financieringsmiddelen kunnen worden verkregen, hetgeen bij het afsluiten van een lening niet mogelijk is. Een ander voordeel wordt gezien in het feit, dat uit de huurovereenkomst voortspruitende verplichtingen niet in de balans behoeven te worden opgenomen. Op basis van de balanspositie zouden dan ook méér middelen kunnen worden opgenomen dan wanneer deze een groter schuldpositie zou aanwijzen. Dit zou zelfs bij aandelen-emissie van belang zijn. Voorts zou de financiële huur meer vrijheid laten aan de huurder, omdat bij het verkrijgen van leenkapitaal op andere wijze, vaak allerlei beperkingen worden opgelegd met betrekking tot de te voeren financiële politiek.

Een van de belangrijkste voordelen is van fiscale aard. De eigenaar van vaste activa zal slechts een door de fiscus toegestane afschrijvingsquote van de aanschaffingswaarde en betaalde interest ten laste van zijn exploitatierekening mogen brengen. Wanneer hij huur betaalt zal de gehele huursom aftrekbaar zijn, hetgeen kan betekenen dat in feite ook op de waarde van de grond wordt afgeschreven. Bovendien kan van een versnelde afschrijving sprake zijn, wanneer de huurperiode korter is dan de reciproke van het fiscaal toelaatbare afschrijvingspercentage.

Financiële huurovereenkomsten zijn veelal het object van commerciële activiteit [1]) en komen tot stand als resultaat van onder-

[1]) Vgl. C. F. Scheffer: Financiële Notities, Den Haag 1962, Deel I, hoofdstuk III.

handelingen met verschillende maatschappijen, welke uiteenlopende contracten aanbieden; men zou aldus de meest voordelige condities kunnen kiezen. Ten slotte kunnen door „leasing" middelen uit minder rendabele activa worden vrijgemaakt en zou de financiering beter aan zich geleidelijk voordoende behoeften kunnen worden aangepast.

Opgemerkt dient te worden, dat vele van de genoemde voordelen als een illusie kunnen worden aangemerkt. Zo kan t.a.v. het argument, dat een 100% financiering mogelijk is, worden opgemerkt, dat dit juist is, wanneer een vergelijking wordt gemaakt met een hypothecaire lening of enig ander crediet, dat gebaseerd is op de waarde van een bepaald object. De vergelijking gaat echter niet op t.a.v. een algemeen crediet dat wordt toegestaan los van de waarde van bepaalde objecten. De vraag of een financiële huurovereenkomst kan worden gesloten is in sterke mate afhankelijk van de algemene credietwaardigheid van de credietnemer. Slechts financieel sterke en solvabele ondernemingen komen voor deze financieringsvorm in aanmerking en deze zouden zeker ook in staat zijn in gelijke hoeveelheid financieringsmiddelen op andere wijze aan te trekken.

Wanneer de uit een onopzegbare lange-termijn huurovereenkomst voortspruitende verplichtingen niet in de balans worden opgenomen geeft deze een onjuist beeld van de vermogenspositie.

Het komt mij voor, dat geen enkele serieuze accountant daar genoegen mee kan nemen. Deze zal eisen ofwel dat de contante waarde van de verplichtingen zowel aan de actief- als aan de passiefzijde van de balans wordt opgenomen ofwel dat bij de toelichting op de jaarstukken van het obligo melding wordt gemaakt. Het American Institute of Accountants bepaalde reeds in 1949 dat van dit soort contracten melding dient te worden gemaakt in de „financial statements or in notes thereto". De Securities and Exchange Commission eist regelmatig invulling van formulieren, waarin ook van „rentals and long term leases" melding moet worden gemaakt.

Dat potentiële kapitaalverschaffers zich zouden laten misleiden door een onjuiste specificatie van de vermogenspositie lijkt ook al weinig aannemelijk, omdat de door hen te verrichten financiële analyse zeker niet beperkt zal blijven tot de balans. De in het aanvraagformulier voor lening of crediet geformuleerde vragen zullen duidelijk op het achterhalen van deze en andere obligo's zijn gericht. Het moet dus onwaarschijnlijk worden geacht dat méér middelen zouden kunnen worden opgenomen op grond van een onvolledige balanspositie.

Dat de financiële huur groter vrijheid van handelen toelaat, gaat ook niet altijd op, omdat bij omvangrijke financiële huurovereenkomsten de institutionele beleggers eveneens hun eisen zullen stellen m.b.t. de te voeren financiële politiek.

Huur maakt zeker afschrijving op grondwaarde mogelijk. Daarbij dient echter te worden bedacht, dat de onderneming de volledig betaalde grond aan het einde van de periode niet in eigendom verkrijgt. Indien een „land exclusion option" is toegestaan heeft de afschrijving op de grond uiteraard niet plaats gehad omdat de waarde daarvan buiten de huursom is gebleven.

Op de fiscale aspecten van de financiële huurovereenkomst wordt later in dit artikel nog terug gekomen. Dat de huurovereenkomst onderhandelingsobject is, kan worden beaamd. Het argument m.b.t. de vrijmaking van middelen uit minder rendabele activa is niet helemaal duidelijk omdat, gezien de complementariteit van de aan te wenden produktiemiddelen, moeilijk kan worden vastgesteld wat het rendement van een bepaald activum is. Geleidelijke aanpassing aan financieringsbehoeften kan ook via andere financieringsvormen worden verkregen.

Het is niet wel mogelijk in het algemeen de voordelen van een financiële huurovereenkomst aan te geven en de vraag te beantwoorden of ze als alternatief voor enigerlei andere financieringsvorm dient te worden gekozen. Dit is al te zéér afhankelijk van de concrete situatie, waarin de onderneming zich bevindt, welke voor het financiële keuzevraagstuk wordt geplaatst en van de juiste inhoud van de te sluiten overeenkomsten.

Vast staat, dat de financiële huur uitkomst kan bieden in gevallen, waarin de onderneming, hoewel voldoende financieel krachtig, om bepaalde reden geen toegang heeft tot andere deelmarkten van de kapitaalmarkt.

Fiscale aspecten

Voor wat de fiscale aspecten van de financiële huur betreft moet niet alleen gedacht worden aan de invloed bij de winstbepaling doch ook aan het registratierecht, het huurzegelrecht en de omzetbelasting. Wij zullen ons in het onderstaande echter beperken tot de bepaling van de fiscale winst.

Reeds werd opgemerkt dat als fiscaal voordeel van de huurovereenkomst kan worden genoemd de algehele aftrekbaarheid van de te betalen huursommen bij de winstbepaling, hetgeen tot afschrijving op grondwaarde alsmede tot hogere aftrekbare lasten kan

leiden dan wanneer deze beperkt blijven tot fiscaal toelaatbare afschrijvingsbedragen en betaalde rente.

Voor wat de fiscale faciliteiten en investeringsaftrek betreft, deze zullen ten gunste van de verhuurder/eigenaar van de objecten komen, doch uiteraard zal daarmede bij de vaststelling van de te betalen huur rekening worden gehouden teneinde te voorkomen dat de transactie voor de huurder duidelijk onaantrekkelijk wordt. Overigens is het denkbaar, dat bij de „financial leases" de huurder als economisch eigenaar wordt aangemerkt en dat aan hem — evenals in geval van huurkoop — de fiscale faciliteiten worden toegekend [1]).

Op zichzelf lijkt dit alles erg eenvoudig, doch er dient op gewezen te worden, dat de vraag of de fiscus de overeenkomst inderdaad als huur en verhuur zal willen aanmerken afhankelijk is van de inhoud van het contract. Zou immers sprake zijn van een verkapte koop op afbetaling of huurkoopovereenkomst, dan zullen de huursommen niet volledig als aftrekpost bij de winstbepaling kunnen worden aangemerkt doch grotendeels als aflossing van schuld worden beschouwd.

Het criterium voor de beantwoording van de vraag of van een echte overeenkomst van huur of verhuur sprake kan zijn is, naar mijn mening, niet of de verhuurder formeel als eigenaar kan worden aangemerkt, doch of hij ook werkelijk het eigenaarsrisico draagt.

Bij de operationele huur behoeft dit niet te worden betwijfeld. De essentie van dit soort huurovereenkomst is immers de opzegbaarheid.

Hetzelfde geldt wanneer bij de huur onzekerheid bestaat omtrent de continuatie na afloop van de overeenkomst. In de huursom zal de verhuurder de koopsom of het overgrote deel daarvan hebben terugverkregen, alsmede rente over het geïnvesteerde bedrag. Zijn *winst* moet komen uit de continuatie-huur of koopsom aan het einde van de huurperiode. De verhuurder draagt derhalve dit risico. Anders ligt de zaak wanneer een verlengingskoop-optie wordt verleend tegen zodanig laag bedrag dat daaraan feitelijk slechts symbolische betekenis kan worden toegekend.

In dat geval bestaat geen twijfel over de afloop van de overeenkomst en zal de overeenkomst de facto als een huurovereenkomst worden aangemerkt.

---

[1]) Men leze hierover het interessante artikel van T. J. Korthof: Problemen rond investeringsaftrek en economische eigendom, in MAB november 1963 blz. 394 e.v., inzonderheid de paragraaf over „leasing".

Ook indien de „basic lease term", waarin de aankoopsom volledig wordt geamortiseerd, belangrijker korter wordt genomen dan overeenstemt met de verwachte levensduur van het object, met een verlengingsoptie tegen sterk gereduceerd tarief, is denkbaar dat de overeenkomst fiscaal niet als huur en verhuur, maar als een koop op afbetaling wordt bestempeld.

De hieruit te trekken conclusie is, dat het aanbeveling verdient op basis van de inhoud van het contract een uitspraak van de fiscus over het al dan niet aanvaarden daarvan als huurovereenkomst te vragen.

In een circulaire van Lease Plan Nederland N.V. wordt vermeld, dat de „lease"-contracten van deze N.V. zodanig zijn geformuleerd „dat met goedkeuring van de belastingautoriteiten, afschrijving, vervroegde afschrijvingen en investeringsaftrek ten gunste van de gebruiker komen, terwijl over het huurbedrag geen omzetbelasting verschuldigd is".

Somtijds is het mogelijk de fiscale voordelen van de financiële huur te realiseren, hoewel in feite door het aantrekken van leningen wordt gefinancierd, nl. door de oprichting van een dochteronderneming, welke leningen aantrekt, waarmede produktiemiddelen worden gekocht, welke vervolgens aan de moedermaatschappij worden verhuurd op onopzegbaar contract.

Financiële huur in Nederland

Gespecialiseerde financieringsinstellingen, welke zich met de financiële verhuur van produktiemiddelen bezig houden bestonden er vóór 1963 in ons land niet, waarmede overigens niet gezegd wil zijn, dat geen financiële huurovereenkomsten werden gesloten door tussenkomst van banken en institutionele beleggers.

In 1963 zijn opgericht:

I. Lease Plan Nederland N.V., opgericht door de Nederlandsche Overzee Bank N.V., R. Mees en Zoonen, het Pensioenfonds der „Koninklijke Shell" en Hambros Bank Ltd.

De activiteiten van deze maatschappij zijn duidelijk gericht op financiële huur van bedrijfsmiddelen, inzonderheid grote objecten (machines, transportmateriaal, kranen, computers etc.), en van onroerende goederen.

II. de Financieringsmaatschappij voor Investeringen N.V. (Fimavi), dochterinstelling van de Rotterdamsche Bank N.V. Ook deze onderneming houdt zich bezig met het sluiten van financiële huurovereenkomsten doch ontplooit ook andere activiteiten op het

terrein van de verstrekking van middellang crediet aan het bedrijfsleven, onder meer als tussenpersoon.

III. de Algemene Nederlandse Verhuur- en Exploitatie Maatschappij N.V. (Anvem) welke optreedt in nauwe samenwerking met N.V. West Nederland en een dochterinstelling is van laatstgenoemde. De Anvem beweegt zich zowel op het terrein van de financiële als op dat van de operationele huur.

Anvem heeft o.m. medegewerkt aan de vestiging door geheel Nederland van een keten van uniforme muntwasserijen in samenwerking met de importrice van Amerikaanse „coin operated laundry" installaties. Het geheel ingerichte bedrijf wordt verhuurd voor een vaste periode, waarna de huurder kan kopen of doorhuren. Voorts werden voor enkele grootwinkelbedrijven schema's ontworpen voor de huur van automatische verkoopapparatuur. Ook de mogelijkheid van „sale and lease back" van machines staat bij haar open.

Operationele huur werd ontwikkeld voor automobielen, waarbij de huurprijzen gekoppeld worden aan het verbruik in kilometers. In de huurprijzen zijn begrepen: verzekering, onderhoud, wegenbelasting en kentekenbewijs.

Koop/huurbeslissing

Bij de beslissing over de vraag of een bepaald object gehuurd zal worden, is veelal geen sprake van een keuzeproblematiek, omdat geen alternatieve mogelijkheden beschikbaar zijn. Men huurt om operationele reden, zoals we zagen, bijv. omdat aankoop van het object niet mogelijk is ofwel omdat men slechts gedurende zéér korte tijd over het object behoeft te beschikken.

De operationele huurbeslissing kan dan ook als een investeringsbeslissing worden beschouwd en de keuzeproblematiek is gelijk aan die welke zich voordoet bij elke investeringsbeslissing; zij heeft betrekking op alternatieve aanwending van beschikbare of verkrijgbare middelen.

Dat neemt niet weg, dat de ondernemer somtijds toch wel voor de keuze kan worden gesteld om een machine te kopen of te huren. Om na te gaan welke alternatief in die gevallen het voordeligst is zullen de huurbetalingen contant dienen te worden gemaakt tegen de voor de onderneming geldende „investment opportunity rate" [1] en met het voor contante betaling benodigde bedrag dienen te wor-

[1] Vgl. C. F. Scheffer: Het gewenste rendement van investeringen, Den Haag 1963.

den vergeleken. Daarbij mag niet over het hoofd worden gezien, dat in de operationele huursom in de regel mede begrepen zijn kosten van assurantie, onderhoud, etc. zodat nagegaan zal moeten worden wat de overeenkomstige lasten zijn bij contante aankoop.

Fiscale aspecten zullen hierbij veelal van doorslaggevende betekenis zijn.

Een voorbeeld moge dit verduidelijken.

Een machine met een vermoedelijke levensduur van 10 jaar kan contant worden gekocht voor f 100.000,— ofwel worden gehuurd voor f 16.000,— per jaar. In dit bedrag van f 16.000,— zijn de kosten van onderhoud, assurantie etc. begrepen. Ingeval van koop zouden de bijkomende kosten op f 1.000,— per jaar kunnen worden getaxeerd. De opportuniteitsrentevoet voor investeringen kan op 7% worden gesteld.

Indien van het belastingaspect wordt geabstraheerd blijkt koop voordeliger te zijn dan huur. Immers: de contante waarde van de bijkomende kosten ad f 1000,— à 7% gedurende 10 jaar = f 7.023,—; de contante waarde van f 16.000,— à 7% gedurende 10 jaar = f 119.337,—. Dit laatste bedrag dient vergeleken te worden met f 107.023,— zijnde de contante waarde bij aankoop.

Indien rekening wordt gehouden met 50% vennootschapsbelasting, voorts wordt aangenomen, dat de machine in 10 gelijke jaartermijnen wordt afgeschreven en dat deze geen residuwaarde zal hebben, dienen op de voorafgaande berekeningen de volgende correcties te worden aangebracht. Bij aankoop mag jaarlijks ten laste van de verlies- en winstrekening worden gebracht f 1.000,— bijkomende kosten en f 10.000,— afschrijving; de vennootschapsbelasting hierover beloopt f 5.500,—. De contante waarde hiervan à 7% in 10 jaar = f 38.630,—. De belasting over de jaarhuur ad f 16.000,— welke ten laste van de behaalde resultaten mag worden gebracht, beloopt f 8,000,— hetgeen contant gemaakt over 10 jaar à 7% = f 56.189, —. Rekening houdend met het belastingeffect dienen derhalve vergeleken te worden
f 107.023,— - f 38.630,— = f 68.393,— bij contante aankoop en
f 119,337,— - f 56.189,— = f 63.148,— bij huur, zodat deze laatste goedkoper moet worden geacht.

Levensduur onzeker

Zoals reeds eerder werd opgemerkt zal operationele huur aantrekkelijk zijn voor produktiemiddelen welke aan snelle economische veroudering onderhevig kunnen zijn. De economische levensduur is

echter moeilijk te schatten en daarmede wordt het keuzevraagstuk bemoeilijkt. Niettemin kunnen ook in dit geval enkele berekeningen worden gemaakt.

Het thans volgende vraagstuk is ontleend aan *H. Bierman en S. Smidt,* „The capital budgeting decision"[1]). Een onderneming wordt met het volgende koop/huurvraagstuk geconfronteerd. Een bepaalde apparatuur kan worden aangeschaft tegen contante betaling van ƒ 380.000,—. Het kan ook worden gehuurd voor ƒ 100.000,— per jaar. Contracten voor „service"-verlening kunnen in beide gevallen gelijktijdig worden gesloten. De onderneming houdt rekening met een gewenst rendement van 10%.

Omtrent de levensduur van het object verkeert men in het onzekere. Er zijn echter enkele schattingen daaromtrent gemaakt, welke in het volgende worden weergegeven:

vermoedelijke levensduur	*waarschijnlijkheid (%)*
1	0
2	1
3	2
4	25
5	40
6	30
7	2
8	0

De vraag is nu of gekocht of gehuurd moet worden. Het belastingaspect wordt hierbij verwaarloosd.

Indien van de levensduren wordt uitgegaan, welke als de meest waarschijnlijke worden aangemerkt dan beloopt de contante waarde à 10% van de huurbetalingen respectievelijk:

bij 4 jaar	ƒ 316.990,—
bij 5 jaar	ƒ 379.080,—
bij 6 jaar	ƒ 435.530,—

Wegen we deze bedragen overeenkomstig de genoteerde waarschijnlijkheidsgraad en nemen we daarvan het gemiddelde, dan blijkt dit uit te komen op ƒ 380.536,—, zodat de conclusie moge zijn, dat in dit geval geen duidelijke uitspraak ten aanzien van koop of huur kan worden gedaan. Vanzelfsprekend zal deze conclusie

[1]) T.a.p. blz. 203/4.

anders luiden, wanneer het belastingeffect wèl in de berekening wordt betrokken.

Uit het vorenstaande moge zijn gebleken, dat de benadering van de koop/huurbeslissing feitelijk niet verschilt van elke andere investeringsbeslissing. De huurbedragen worden als „cash outflows" beschouwd en contant gemaakt. *Ze zouden ook in mindering op de uit de investering voortvloeiende „cash inflows" kunnen worden gebracht.*

Huren of lenen - financieringsbeslissing.

Wanneer een financiële huurovereenkomst wordt gesloten dient veelal een andere benadering te worden gevolgd. De financiële huur geldt als alternatief van enigerlei andere financieringswijze, bijvoorbeeld van de koop op afbetaling.

De vraag welke beantwoord dient te worden is, welke financieringswijze voor de onderneming het voordeligst kan worden geacht. De toekomstige betalingen staan vast; zij dragen het karakter van vaststaande verplichtingen, welke los staan van te verwachten „cash inflows" en daarop niet zonder meer in mindering mogen worden gebracht.

Vancil [1]) heeft hiervoor een aantrekkelijke benadering gegeven, welke in het onderstaande zal worden uiteengezet.

Daarbij wordt uitgegaan van het voorbeeld van *Vancil,* in enigszins gemodificeerde vorm [2]).

Een onderneming welke de mogelijkheid heeft een bankkrediet te verkrijgen tot een maximum bedrag van ƒ 20.000,— tegen een rente van 6%, besluit een machine te kopen, welke ƒ 1.000,— kost en daarvoor staan vier financieringsmogelijkheden ter beschikking, te weten twee afbetalingsregelingen en twee verschillende onopzegbare huurcontracten. De betalingen welke uit deze vier mogelijkheden zouden voortspruiten worden vermeld in onderstaande tabel.

---

[1]) R. F. Vancil: Lease or borrow, Harvard Business Review, september-oktober 1961, blz. 122 e.v.

[2]) Voor de bewerking en herberekening van Vancil's voorbeeld ben ik dank verschuldigd aan Drs. A. Schoorlemmer.

Einde van het jaar	Afbetaling		Onopzegbaar Huurcontract	
	1	2	3	4
0	224	0	224	375
1	224	237	224	275
2	224	237	224	200
3	224	237	224	150
4	224	237	224	100
5	0	237	0	0
	f 1120,—	*f* 1185,—	*f* 1120,—	*f* 1100,—

Aangezien zowel bij de afbetaling als bij de termijn-huur de periodieke betalingen als annuïteiten zijn aan te merken kan worden berekend welke interestvoet bij elk van de alternatieven is ingecalculeerd.

Voor de methoden, 1, 2 en 3 blijkt dit 6% te zijn; voor de methode 4 7½%. Dit zou tot de conclusie kunnen leiden, dat het indifferent is, welke methode uit 1, 2 en 3 wordt gekozen.

Deze conclusie is evenwel niet zonder meer juist, omdat ze alleen op renteverschillen is gebaseerd en niet op mogelijke verschillen in belastingbesparing en verschillen in de omvang van de ter beschikking komende financieringsmiddelen.

Per periode kunnen de belastingbesparingen, welke voortvloeien uit de betaalde rente, de fiscaal toegestane afschrijvingen en huren worden vastgesteld en ter berekening van de netto-kosten per periode in mindering worden gebracht op de periodieke betalingen. Vervolgens kan men de aldus bepaalde netto kosten per periode met behulp van de „investment-opportunity-rate" contant maken, waarna een netto kostenwaarde resulteert welke voor de 4 plannen op basis van een belastingtarief van 50% als volgt wordt berekend:

Plan 1.

Einde v. h. jaar (1)	Afbetalingstermijnen (2)	Saldo Schuld (vorig saldo — kol. 2 + kol. 4) (3)	6% rente van saldo (4)	50% Belastingbesparing op interest (5)	50% Belastingbesparing op afschrijvingen (6)	Nettocashoutflows (7)	Contante waarde à 10% v.d. cashoutflows (8)
0	224	776	0	—	—	224	224
1	224	598	46	23	100	101	92
2	224	410	36	18	100	106	88
3	224	211	25	13	100	111	83
4	224	0	13	7	100	117	80
5	—	—	—	—	100	—100	—62
Contante waarde van de kosten:							505

Plan 2.

0	—	1000	—	—	—	—	—
1	237	823	60	30	100	107	97
2	237	635	49	25	100	112	93
3	237	435	37	19	100	118	89
4	237	224	26	13	100	124	85
5	237	0	13	7	100	130	81
Contante waarde van de kosten:							445

Plan 3.

Einde v.h. jaar	Huursommen	50% Belasting-besparing	Netto cash-out-flows	Contante waarde à 10% v. d. netto cash-out-flows
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
0	224	—	224	224
1	224	112	112	102
2	224	112	112	93
3	224	112	112	84
4	224	112	112	76
5	—	112	—112	—70
Contante waarde van de kosten:				509

Plan 4.

0	375	—	375	375
1	275	188	87	79
2	200	137	63	52
3	150	100	50	38
4	100	75	25	17
5	—	50	—50	—31
Contante waarde van de kosten:				530

Samenvattend resulteren dus de volgende contante waarden van de kosten der verschillende plannen:

Afbetaling	1	505
Afbetaling	2	445
Huur	3	509
Huur	4	530

Plan 2 lijkt op het eerste gezicht het meest aantrekkelijk te zijn. Men dient echter de vraag te stellen, waarom plan 2 volgens deze analyse voordeliger is, dan plan 1, niettegenstaande beide een gelijke interne rentevoet hebben van 6%.

Het antwoord op deze vraag is, dat financiering volgens plan 2 gedurende de levensduur van het project gemiddeld méér financieringsmiddelen aan de onderneming beschikbaar doet komen dan bij uitvoering van plan 1.

Omdat in de voorgaande berekening werd voorondersteld, dat het beschikbare vermogen rendabel kan worden gemaakt à 10% na belastingen, geven deze additionele middelen een voordeel ten opzichte van plan 1, zonder dat zulks reëel is, indien men bedenkt, dat dit resultaat ook bij toepassing van plan 1 kan worden bereikt, indien additionele financieringsmiddelen à 6% kunnen worden aangetrokken.

Daaruit volgt dat aan de relatief grotere beschikking over vermogen via plan 2 geen specifieke waarde mag worden toegekend. Indien men plan 1 zou uitvoeren en daarnaast een afzonderlijke lening ten bedrage van *f* 224,— à 6% zou afsluiten met een jaarlijkse rentebetaling, doch aflossing ineens na 5 jaar, zou men volgens dit gecombineerde plan tot dezelfde contante waarde komen als bij uitvoering van plan 2 aangezien de rente per jaar met *f* 13,— zou toenemen. Het voordeel spruit dus niet voort uit een voordeliger zijn van het desbetreffende plan, doch uit de verkrijging van een grotere hoeveelheid financieringsmiddelen.

Het is dus niet juist om de plannen 1 en 2 te vergelijken op basis van de met behulp van de „investment-opportunity-rate" vastgestelde contante waarde. Men zal de selectie moeten verrichten door vergelijking op basis van de interne rentevoet en op basis van de belastingvoordelen. Aangezien in beide gevallen de rentevoet 6% bedraagt en de jaarlijkse afschrijvingen gelijk zijn maakt het dus geen verschil of men plan 1 of plan 2 uitvoert.

Indien de onderneming over nog andere financieringsbronnen kan beschikken, is het wenselijk om de verschillen voortspruitend uit de bij diverse financieringsplannen ter beschikking komende financieringsmiddelen te elimineren. Om deze reden kan ook de direkte vergelijking van de kosten van plan 2 met die van plan 1 niet zinvol worden geacht. Wel zouden de plannen 1 en 3 kunnen worden vergeleken, omdat deze dezelfde termijnbetalingen kennen, hetgeen betekent dat bij beide eenzelfde financieringsbedrag ter beschikking is gekomen. Hier blijkt alleen het verschil in belastingaftrek — dat typerend is voor de beide plannen — de oorzaak te zijn van het verschil in kosten.

Een doeltreffende, door Vancil ontwikkelde methode voor het waarderen van de diverse plannen is gelegen in een analyse, waarbij alléén belastingverschillen in aanmerking worden genomen. De discontering van de toekomstige „cash-flows" tegen de „investment-opportunity-rate" is daartoe niet geschikt.

Men zal het rente- en afschrijvingsbestanddeel in de periodieke betalingen expliciet moeten vaststellen, met behulp van de kapitaalkostenvoet. Slechts de belastingvoordelen mogen met de „investment-opportunity-rate" worden verdisconteerd, omdat verondersteld mag worden dat de daardoor beschikbaar komende bedragen tegen die rentevoet kunnen worden aangewend.

Vancil's methode bestaat nu in de toepassing van een zogenaamde basis-interestvoet om het rentebestanddeel in de financieringsplannen vast te stellen.

De basis-interest-voet-methode

De basis-interest-voet van een onderneming bestaat uit de minimale rentevoet, welke de onderneming op een gegeven tijdstip zou moeten betalen ter verkrijging van een bepaald financieringsbedrag door middel van uitgifte van de meest aantrekkelijke vastrentende lening, welke de onderneming kan plaatsen op de kapitaalmarkt. In deze minimale „borrowing-rate" is verdisconteerd een nominale leenrente, de waardering van de geldgever met betrekking tot de kredietwaardigheid van de onderneming en een risicofactor, welke o.a. afhankelijk is van de omvang van het financieringsbedrag dat de ondernemer wenst op te nemen.

Bij de basis-interest-voet-analyse wordt voorondersteld, dat de minimale rentekosten van elk denkbaar financieringsplan gelijk zijn aan de basis-interest-voet van de onderneming. Deze voor alle plannen gelijke kosten worden uit de huur-annuïteiten geëlimineerd alsook uit de afbetalingsbedragen. Bij uitvoering van afbetalingsplannen kan een verschil in waarde van belastingreducties op afschrijvingen buiten beschouwing blijven. Hier kan door vergelijking van de renteverschillen de selectie plaatsvinden. Bij huurcontracten wordt door eliminering van de basis-interest-voet uit de huurannuïteiten de daarin opgesloten liggende afschrijvingsquote gevonden. Op de berekende afschrijvingsbedragen wordt het belastingvoordeel vastgesteld en de contante waarde daarvan (tegen investment-opportunity-rate) wordt in mindering gebracht op de met de basis-interest-voet contant gemaakte huurbedragen, welke waarde hoger zal zijn naarmate de in de huurannuïteiten gecalculeerde rentevoet de basis-interest-voet overtreft.

Ook bij de afbetalingsvoorstellen zal men, om deze vergelijkbaar te maken met de huurplannen, de afbetalingstermijnen contant maken en op de verkregen waarde — evenals bij de huurplannen — in mindering brengen de met de „investment-opportunity-rate" gedisconteerde waarde van de belastingvoordelen ter bepaling van de netto-kosten van het plan.

Door het gebruik van de basis-interest-voet abstraheert men van de waarde van de ter beschikking komende financieringsmiddelen, waardoor het effect van de omvang daarvan buiten beschouwing blijft en de verschillen in belastingbesparing en het verschil in ingecalculeerde rente als relevante verschillen resulteren.

Het zal uit het voorgaande duidelijk zijn geworden, dat de omvang van de belastingbesparingen op afschrijvingen en het tijdstip waarop deze effectief worden, van zodanige importantie kunnen zijn, dat zij de hogere rentekosten welke in een plan liggen opgesloten (voor plan 4 bijvoorbeeld 7½%) ruimschoots compenseren en dat de totale besparingen van het plan groter kunnen zijn dan van een plan met een lager ingecalculeerd rentepercentage (voor plan 3 bijvoorbeeld 6%).

Indien wordt uitgegaan van een belastingtarief van 50%, een basis-interest-voet van 6% en een lineair afschrijvingssysteem op door aankoop verworven activa, zal een analyse van het eerder gegeven voorbeeld volgens de basis-interest-voet-methode als volgt geschieden:

Plan 1.

Contante waarde van de aflossingen à 6% (kostenvoet) *f* 1000,—

Einde v. h. jaar	Afschrijvingen	Belasting-besparing à 50%	Contante waarde belasting-besparing à 10%	
0	—	—		
1	200	100	91	
2	200	100	83	
3	200	100	75	
4	200	100	68	
5	200	100	62	
	1000		379	— 379,—

Contante waarde van de netto kosten: *f* 621.—

Plan 2.

Omdat de rentevoet hier eveneens 6% bedraagt en de belastingbesparingen op de afschrijvingen gelijk zijn aan die in Plan 1, is de contante waarde van de netto kosten gelijk aan die van Plan 1, namelijk *f* 621,—.

Plan 3.

Contante waarde van de huurbetalingsannuïteiten à 6% *f* 1000,—

Einde v.h. jaar	Huur-sommen	Saldo gedurende jaar	6% Rente van het saldo	Huursom min lopende rente (berekende afschrijving)	50% belasting besparing	Contante waarde belasting besparing	
0	224	1000	—	—	—	—	
1	224	776	46	178	89	81	
2	224	598	36	188	94	78	
3	224	410	25	199	100	75	
4	224	211	13	211	106	72	
5	—	0	—	224	112	70	
	1120		120			376	— 376,—

Contante waarde van de netto kosten: *f* 624,—

Plan 4.

Contante waarde van de huursommen à 6% *f* 1017,—

Einde v.h. jaar	Huur	Saldo gedurende jaar	6% rente over saldo	Huur min lopende rente	50% belasting besparing	Contante waarde belasting besparing à 10%	
0	375	1000	—	—	—	—	
1	275	625	38	337	169	154	
2	200	388	23	252	126	104	
3	150	211	13	187	94	71	
4	100	74	4	146	73	50	
5	—	0	—	100	50	31	
	1100		78	1022		410	— 410,—

Contante waarde van de netto kosten: *f* 607,—

Uit deze analyse blijkt, dat huurplan 4 de laagste netto kostenwaarde heeft en dus voor uitvoering het meest aantrekkelijk is.

Restwaarde

In dit voorbeeld is van een eventuele restwaarde van het aan te schaffen produktiemiddel geabstraheerd. Toch zal bij de vergelijking van afbetalings- en financiële huurplannen een restwaarde niet buiten beschouwing kunnen blijven. Ingeval van afbetaling krijgt men steeds de beschikking over de restwaarde; niet zo bij de financiële huurovereenkomst.

Een aanvaardbare vergelijking kan dan ook slechts mogelijk worden indien de contante waarde van de restwaarde als extra kosten wordt beschouwd van het huurplan en deze kosten worden gevoegd bij de met de basis-interest-voet gedisconteerde waarde van de huurbetalingen. Indien op deze som de contante waarde van de door de huursommen teweeggebrachte belastingbesparingen in mindering wordt gebracht, resulteert de waarde welke vergelijkbaar is met de contante waarde van de „cash outflows" volgens afbetalingsplannen. Wel dient daarbij in aanmerking te worden genomen, dat slechts dat gedeelte van de restwaarde in de financiële huuranalyse moet worden opgenomen, dat resteert na aftrek van de belasting, welke moet worden voldaan bij realisering van de restwaarde indien het fiscaal toegelaten afschrijvingssysteem resulteert in een uiteindelijke boekwaarde welke lager is dan de liquidatie-opbrengst.

De restwaarde na belastingen zal — evenals de belastingvoordelen op de afschrijvingen — contant gemaakt moeten worden met behulp van de „investment-opportunity-rate". De reden daarvan wordt duidelijk indien men bedenkt, dat het vergelijkbaar maken ook had kunnen geschieden door de restwaarde na belastingen, evenals de belastingbesparingen, als een „cash inflow" van het afbetalingsplan aan te merken.

In het geval dat de huurder door middel van een optie-clausule het recht verkrijgt de restwaarde na afloop van de huurperiode tegen een bepaalde prijs te kopen zal slechts de contante waarde van het prijsverschil met de verwachte restwaarde bij afbetaling (na belastingaftrek) in de huuranalyse mogen worden opgenomen.

Indien de huurder het recht verkrijgt de huur na afloop van de aanvankelijke overeengekomen huurtermijn te continueren, tegen een lagere huursom, zal bij vergelijking van een dergelijke overeenkomst met een afbetalingsregeling, de contante waarde van het

daaruit verwachte voordeel (met behulp van de investment-opportunity-rate) in mindering gebracht moeten worden op de contante waarde van de huursommen.

Conclusie

De conclusie, welke uit het voorafgaande dient te worden getrokken is, dat voor de vergelijking van financiële huurovereenkomsten met andere financieringsmethoden veelal een andere analyse dient te worden toegepast dan met betrekking tot de operationele huur- of koopbeslissing. De laatste draagt het karakter van een investeringsbeslissing; de eerste betreft een financieringsbeslissing, die overigens simultaan met de investeringsbeslissing wordt genomen. Dit betekent echter geenszins, dat de met de financiering verband houdende „cash outflows" met de eventueel uit de investering voortvloeiende „cash inflows" zouden mogen worden gesaldeerd. De kapitaalwaarde van het investeringsproject en de kostenwaarde van de financieringsvormen zijn onafhankelijke beslissingsvariabelen.

Tilburg, december 1963.