

SS Rotterdam

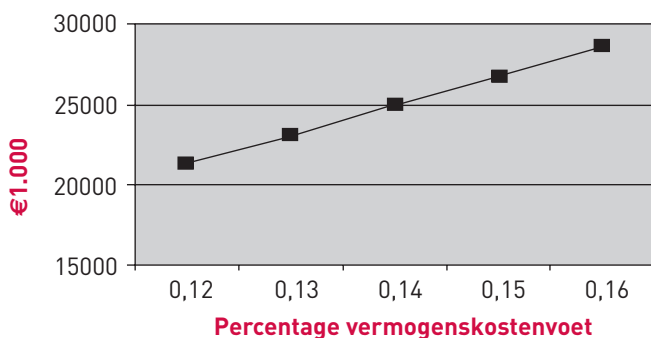
De renovatie van de SS Rotterdam kost Woningcorporatie Woonbron te Rotterdam niet € 6 mln. zoals aanvankelijk werd gedacht, maar € 200 mln. Is de renovatie uit de hand gelopen? Directeur Martien Kromwijk ziet dat anders: 'Het is geen uitgave maar een investering'. En hij zegt: 'De accountant heeft bevestigd dat de waarde van dit schip minstens zo hoog is als de investering, zodat we hier géén verlies hoeven af te boeken'.

De weergave van Kromwijk:

- Kromwijk spreekt over een investering. In termen van financiële verslaggeving wordt een investering geactiveerd. Inderdaad leidt dit boekhoudtechnisch niet tot een verlies.
- Strikt genomen wordt een verlies niet afgeboekt. Een waarde wordt afgeboekt. Maar zolang de uitgaven worden geacht een investeringskarakter te hebben, is er geen reden tot afboeking. Het is een kwestie van definities.
- Afhankelijk van de waarderingsgrondslagen in de jaarrekening zullen de afschrijvingen op de investering niet zeer aanzienlijk hoeven te zijn. Zonder hoge afschrijvingen is het behalen van een positief exploitatieresultaat niet meer zo moeilijk.
- De bevestigende rol van de accountant past bij uitstek bij een veronderstelde voortgang van het project (going concern).

Allemaal waar. Toch is deze zienswijze onjuist, omdat niet het bedrag van de uitgave maar de verwachte jaarlijkse vrije geldstromen de economische waarde van het project bepalen. Er zijn drie mogelijkheden. A) Het schip zou na renovatie al meteen ten minste € 200 mln waard zijn geweest. B) De renovatie is zoveel mooier en uitgebreider dan het eerste, dat een heel ander business plan daarvoor in de plaats is gekomen. Of C) het onderstaande. Volgens Kromwijk en zijn accountant zou er een waarde zijn van ten minste € 200 mln. Uitgaande van een projectduur van 30 jaar en een vermogenskostenvoet van 16% op jaarbasis (verwachte inflatie van 2% per jaar) bedraagt de minimaal noodzakelijke verwachte vrije geldstroom voor het 1e jaar € 28,7 mln. Bij deze inflatie zal dat in het 30e jaar € 44 mln zijn. De onderstaande figuur geeft de startbedragen aan voor lagere vermogenskostenvoeten. De bedragen blijven zeer aanzienlijk.

Noodzakelijke jaarlijkse verwachte vrije geldstroom



Uitgaande van een percentage voor vennootschapsbelasting van 25% moet de verwachte bruto-geldstroom ten minste € 36 mln bedragen, in plaats van € 28,7 mln. Om te weten welke omzet jaarlijks nodig is, moet dit bedrag worden verhoogd met de operationele uitgaven en bijkomende investeringen. Een veronderstelde aanzienlijke restwaarde na 30 jaar helpt daar niet aan. Een restopbrengst van € 200 mln na 30 jaar heeft op dit moment een waarde van slechts € 2 mln à € 4 mln.

Volgens Woonbron is het schip nu € 200 mln waard. Dat is de waarde binnen de rederij die eigenaar is van het schip. Woonbron zal de rederij het benodigde geld hebben geleend. Dat is alles bij elkaar nu zo ongeveer € 194 mln (= € 200 mln - € 6 mln aandelenvermogen). Dit heeft tot gevolg dat - zelfs als de waarde van het schip € 200 mln zou zijn, een koper voor de aandelen van de rederij niet meer zal willen betalen dan ongeveer € 6 mln. Tenzij de koper synergetische voordelen ziet, zal hij minder willen betalen dan de zojuist berekende waarde. Anders gaat hij er als koper niets aan verdienen. Dan blijft er niet veel meer over. Bij minder goede verwachtingen zijn de aandelen niets waard. Dat is geen kwestie van accounting maar van economie. Volgens de berekeningen van Kromwijk zullen de opbrengsten over een periode van 30 jaar ongeveer gelijk zijn aan de investering van € 175 mln. Uitgaande van een verwachte inflatie van 2% per jaar zal in het eerste jaar de opbrengst € 4,4 mln bedragen. Als dat netto is, heeft het project een waarde van ongeveer € 30 mln. En dat was het bedrag waarmee het allemaal begon.

Gelukkig is, aldus wethouder Schrijver, 'het schip van onschatbare waarde'. Volgens hem 'valt de betekenis van de SS Rotterdam voor de stad niet in geld uit te drukken'. Maar als het dáárom gaat, is niet duidelijk waarom het dan tóch nodig is te beweren dat er geen verlies is en geen afboeking en 'dat het schip nog onlangs is getaxeerd op 200 miljoen euro'. Juist zulke verhullingen, waar nodig ondersteund door een accountant, resulteren in een kredietcrisis. [An](#)

Joost Groeneveld, directeur Wingman Business Valuers B.V. Breda/Bilthoven/Leidschendam.