

## Handreiking Grondbedrijven DCF Methode

Afgelopen 6 november is de handreiking “Vennootschapsbelasting en het gemeentelijk grondbedrijf” gepubliceerd. Een belangrijk element van die handreiking is de bepaling van de waarde van ‘grexen’ voor de openingsbalans. In de handreiking is daarvoor een DCF-methode beschreven. Bij toepassing van de in de handreiking opgenomen methodiek zijn vanuit de praktijk een aantal vragen opgekomen.

Juist omdat in de handreiking is gevraagd om de komende periode situaties te melden waarbij het toepassen van de beschreven DCF-methode leidt tot een onredelijke uitkomst (via een reactieformulier op de websites van VNG en VVG) maakt dat we snel willen reageren op de vragen uit de praktijk.

In deze nieuwsflits geven we daarom nog een korte toelichting op de achtergrond en het gebruik van de DCF-methode (aan de hand van de opgekomen vragen).

### *Waarom is de DCF-methode geïntroduceerd?*

De ‘grexen’ moeten voor de openingsbalans gewaardeerd worden tegen de waarde in het economisch verkeer (paragraaf 7.1 van de handreiking). In veel situaties kan voor deze waardebeoordeling worden aangesloten bij de ‘directe opbrengstwaarde’: de prijs die bij aanbidding van een zaak ten verkoop op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meest biedende gegadigde zou zijn besteed.

Zoals in de handreiking beschreven zal geen enkele private partij sec aan grondexploitatie doen. Dat betekent dat er geen markt is voor deze projecten en er dus een andere **waarderingsmethodiek** gezocht moest worden om de waarde in het economisch verkeer te benaderen. Daartoe is de Discounted Cashflow Methode (DCF) geïntroduceerd als **indirecte opbrengstwaarde**.

### *Wat is het uitgangspunt van de DCF-methode?*

De DCF-methode gaat uit van het contant maken van de te verwachten geldstromen. Vanuit die optiek hebben ingaande geldstromen een positief effect op de waarde voor de openingsbalans en de uitgaande geldstromen een negatief effect. Door per jaar inzage te krijgen in de ingaande en uitgaande geldstromen en deze contant te maken tegen de bepaalde disconteringsvoet wordt de indirecte opbrengstwaarde bepaald.

Met deze berekeningsmethodiek wordt de waarde **benaderd** die een “denkbeeldige investeerder” bereid zou zijn te betalen voor “het recht” op de geldstromen. Het betreft dus expliciet geen intracomptabele waardebeoordeling.

### *Waarom is in de DCF-methode op 2 plekken rekening gehouden met Vpb?*

#### **Vpb op de in- en uitgaande geldstroom:**

Bij het bepalen van de geldstromen wordt rekening gehouden worden met de betalen Vpb omdat dat een uitgaande geldstroom is. De “denkbeeldige investeerder” verkrijgt door het betalen van Vpb immers een minder hoge geldstroom uit het ‘project’. Dit heeft een waardeverlagend effect op de **waardering**.

#### **Vpb in de disconteringsvoet:**

Als de “denkbeeldige investeerder” de ‘grex’ deels financiert met vreemd vermogen kan hij bij het bepalen van zijn fiscale winst de betaalde rente in aftrek brengen. Daarmee krijgt de investeerder een claim op de fiscus. Die claim heeft een positieve invloed op de **waardering**. Deze wordt in de berekening tot uiting gebracht door de Vpb mee te nemen in de disconteringsvoet op het vreemd vermogen (als onderdeel van de WACC).

## Handreiking Grondbedrijven DCF Methode

### Waarom wordt voor de verhouding EV en VV en de vermogenskostenvoet uitgegaan van de landelijk gemiddelden van grondbedrijven?

Het uitgangspunt voor toepassing van de DCF-methodiek is dat geen enkele private partij sec aan grondexploitatie zal doen. Dat betekent dat er voor de “denkbeeldige investeerder” ook geen marktgegevens beschikbaar inzake de financiering. Er is dan ook gekozen voor een praktische benadering. Bij de toepassing van de DCF-methodiek kan met de “eigen gegevens” worden gerekend indien uw grondbedrijf acteert binnen de genoemde bandbreedtes (marktrente en financieringsverhouding). Wij denken daarmee 80% van de praktijksituaties te hebben afgedekt. Indien uw grondbedrijf buiten de bandbreedtes valt is overleg met de Belastingdienst aan te raden.

### Waarom is in het rekenvoorbeeld de Vpb-last (25%) berekend over het verschil tussen omzet en kosten?

Het rekenvoorbeeld is bedoeld als toelichting op de rekenmethodiek van de DCF en is daarom eenvoudig gehouden. Er kan daarbij overigens verwarring ontstaan zijn door het gebruik van de woorden ‘omzet’ en ‘kosten’ in de tekst en het voorbeeld. Aangezien het hier geldstromen betreft was het beter geweest consequent te spreken van ‘ontvangsten’ en ‘uitgaven’. In de volgende versie van de handreiking zal dit dan ook (als onderstaand) worden aangepast.

|     |                    |
|-----|--------------------|
| +   | Ontvangsten        |
| -/- | Uitgaven           |
| -/- | <u>Vpb-last</u>    |
| =   | Kasstroom          |
|     | (vrije geldstroom) |

Het feitelijk te betalen bedrag aan Vpb hoeft dan ook niet gelijk te zijn aan 25% over het verschil tussen ontvangsten en uitgaven (en zal dat veelal in de praktijk ook niet zijn).

### De waarde van de ‘grex’ op de openingsbalans is van invloed op het fiscaal resultaat en dus de te betalen Vpb. Is door opname van de Vpb in de geldstroom dan geen sprake van een cirkelredenering?

Zoals aangegeven gebruiken we de DCF-methode om de waarde in het economische verkeer te **benaderen**. In die benadering is de te betalen Vpb een waardedrukkende factor. Het is dus belangrijk daarbij zo goed mogelijk inschattingen te maken van de daadwerkelijke kasstroom. Dat geldt ook voor de te betalen Vpb. Dat de bepaalde waarde op de openingsbalans impact heeft op het daadwerkelijk fiscaal resultaat is daarbij een gegeven. Het voorbeeld in de handreiking geeft daarop geen uitsluitel.

In de bijlage bij deze nieuwsflits is een (eenvoudig) voorbeeld opgenomen hoe vanuit de kasstromen de relatie gelegd wordt met de waarde op de openingsbalans (WEV) en het uiteindelijk fiscaal resultaat. Het voorbeeld maakt duidelijk dat geen sprake is van een cirkelredenering. Het voorbeeld is evenwel niet bedoeld om in te gaan op de jaarwinstbepaling. Op een later moment kan hier, aan de hand van praktijkcases, aandacht aan worden besteed.

### Als ik opmerkingen heb over de handreiking, waar kan ik die dan kwijt?

Vanuit SVLO bestaat de behoefte opmerkingen uit de praktijk centraal te verzamelen (naast de melding van de eerder genoemde onredelijke uitkomsten via het website-formulier). Deze zullen dan meegenomen worden bij het maken van een (eventuele) 2<sup>e</sup> versie van de handreiking.

Opmerkingen kunnen (met toelichting) gemaild worden naar [vpb.grondbedrijven@vng.nl](mailto:vpb.grondbedrijven@vng.nl)

## Handreiking Grondbedrijven DCF Methode

In deze bijlage is een voorbeelduitwerking van een berekening van de waarde openingsbalans (WEV) van een eenvoudig grondexploitatieproject uitgewerkt. De uitwerking beschrijft de 10 te doorlopen stappen om te komen tot de waarde openingsbalans. Het voorbeeld grondexploitatieproject is eenvoudig, de berekening iets complexer. De komende periode proberen we nog te komen tot een voorbeeldberekening welke eenvoudiger is uit te voeren. Nadrukkelijk betreft het een uitwerking om te komen tot de berekening van de waarde openingsbalans van het grondexploitatieproject volgens de DCF-methode; het is niet opgesteld ter ondersteuning van de bepaling van fiscale jaarwinst.

| Voorbeeldberekening DCF (bepalen waarde openingsbalans, fiscaal resultaat en te betalen Vpb) |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                         |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|--------------|---|-----------|-----------|---------|---------|-----------|----------|--------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Stappen (inclusief toelichting)                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Toelichting                                                                                                                                                                             |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| <b>1</b>                                                                                     | <b>Uitgangspunten</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                         |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
|                                                                                              | <p>De volgende cijfers zijn gegeven.<br/>De ontvangsten in 2017 zijn de opbrengsten verkregen uit gronduitgifte. De 'grex' is ultimo 2017 geheel afgewikkeld.</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2016</th> <th>2017</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Ontvangsten:</td> <td>0</td> <td>1.000.000</td> </tr> <tr> <td>Uitgaven:</td> <td>100.000</td> <td>250.000</td> </tr> <tr> <td>Vpb-last:</td> <td>?</td> <td>?</td> </tr> </tbody> </table> <p>Vraag:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Wat is de waarde van deze 'grex' op de openingsbalans?</li> </ul> |                                                                                                                                                                                         | 2016 | 2017 | Ontvangsten: | 0 | 1.000.000 | Uitgaven: | 100.000 | 250.000 | Vpb-last: | ?        | ?                        | In het voorbeeld wordt er van uitgegaan dat er geen verschillen tussen de BBV- en fiscale kwalificatie van de ontvangsten en uitgaven zijn! |             |                 |                                                                                                    |
|                                                                                              | 2016                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 2017                                                                                                                                                                                    |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Ontvangsten:                                                                                 | 0                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 1.000.000                                                                                                                                                                               |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Uitgaven:                                                                                    | 100.000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 250.000                                                                                                                                                                                 |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Vpb-last:                                                                                    | ?                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | ?                                                                                                                                                                                       |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| <b>2</b>                                                                                     | <b>Openingsbalans en fiscale waardering ultimo 2016 en 2017:</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                         |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
|                                                                                              | <p>Aangezien de waarde op de openingsbalans nog niet bekend is wordt deze als 'X' opgenomen:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Openingsbalans: X</li> <li>• 31-12-2016: X + 100.000</li> <li>• 31-12-2017: nihil</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | In 2016 is alléén sprake van uitgaven. Deze worden geboekt op de 'grex' (OHW). Het project is ultimo 2017 geheel afgewikkeld.                                                           |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| <b>3</b>                                                                                     | <b>Fiscaal resultaat 2016 en 2017</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                         |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
|                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fiscaal resultaat 2016: nihil</li> <li>• Fiscaal resultaat 2017:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ontvangsten: 1.000.000</li> <li>- kosten: X + 100.000 + 250.000</li> <li>- resultaat: 650.000 -/- X</li> </ul> </li> <li>• Vpb-last (25%): 162.500 -/- 0,25X</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                       | De uitgaven 2016 en 2017 worden toegevoegd aan de post 'grex' (OHW). Bij afwikkeling van de 'grex' is het saldo OHW de kostenpost. De Vpb-last bedraagt 25% over het fiscaal resultaat. |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| <b>4</b>                                                                                     | <b>Kasstroom</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                         |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
|                                                                                              | <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2016</th> <th>2017</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Ontvangsten:</td> <td>0</td> <td>1.000.000</td> </tr> <tr> <td>Uitgaven:</td> <td>100.000</td> <td>250.000</td> </tr> <tr> <td>Vpb-last:</td> <td><u>0</u></td> <td><u>162.500 -/- 0,25X</u></td> </tr> <tr> <td>Kasstroom:</td> <td>-/- 100.000</td> <td>587.500 + 0,25X</td> </tr> </tbody> </table>                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                         | 2016 | 2017 | Ontvangsten: | 0 | 1.000.000 | Uitgaven: | 100.000 | 250.000 | Vpb-last: | <u>0</u> | <u>162.500 -/- 0,25X</u> | Kasstroom:                                                                                                                                  | -/- 100.000 | 587.500 + 0,25X | Omdat we de waarde op de openingsbalans nog niet kennen kunnen we de Vpb-last nog niet uitrekenen. |
|                                                                                              | 2016                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 2017                                                                                                                                                                                    |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Ontvangsten:                                                                                 | 0                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 1.000.000                                                                                                                                                                               |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Uitgaven:                                                                                    | 100.000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 250.000                                                                                                                                                                                 |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Vpb-last:                                                                                    | <u>0</u>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <u>162.500 -/- 0,25X</u>                                                                                                                                                                |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |
| Kasstroom:                                                                                   | -/- 100.000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 587.500 + 0,25X                                                                                                                                                                         |      |      |              |   |           |           |         |         |           |          |                          |                                                                                                                                             |             |                 |                                                                                                    |

## Handreiking Grondbedrijven DCF Methode

|              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|--------------|---------------|-----------------------|------------------------------------------------------------|---------|---------|-----------|---|--------|------------|-------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>5</b>     | <b>Disconteringsvoet</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | In dit voorbeeld hanteren we de rentepercentages en financieringsverhoudingen zoals genoemd in de handreiking (waarbij het percentage WACC is afgerond).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | VEV = 34%<br>VVV = 66%<br>WACC =<br>(34% * 3,85%) + (66% * 2,89%)<br>= 3,21%                                                                                            |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| <b>6</b>     | <b>Te gebruiken disconteringsvoet 2016 en 2017</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | De te hanteren disconteringsvoeten kunnen als volgt berekend worden:<br><br>2016: (1+ rente) = 1,03215<br>2017: (1 + rente) <sup>2</sup> = 1,06533                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | De percentages zijn hier afgerond op 5 cijfers.                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| <b>7</b>     | <b>Contant gemaakte geldstromen</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">2016</td> <td style="text-align: center;">2017</td> </tr> <tr> <td>Kasstroom:</td> <td style="text-align: right;">-/- 96.885,37</td> <td style="text-align: right;">551.473,11 + 0,23467X</td> </tr> </table>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                         | 2016 | 2017 | Kasstroom:   | -/- 96.885,37 | 551.473,11 + 0,23467X | Toelichting<br><br>Formule:<br>Kasstroom/disconteringsvoet |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | 2016                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 2017                                                                                                                                                                    |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| Kasstroom:   | -/- 96.885,37                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 551.473,11 + 0,23467X                                                                                                                                                   |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| <b>8</b>     | <b>Openingsbalans 2016:</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | Openingsbalanswaarde = X<br><br>Deze waarde is nu als volgt uit te rekenen:<br>X = -/- 96.885,38 + 551.473,11 + 0,23467 X<br>0,76533X = 454.587,73<br>X = 593.975,33                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Omdat sprake is van een vergelijking met uiteindelijk één onbekende kan de waarde op de openingsbalans worden uitgerekend (er is geen sprake van een cirkelredenering). |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| <b>9</b>     | <b>Ingevuld fiscaal resultaat</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fiscaal resultaat 2016: nihil</li> <li>• Fiscaal resultaat 2017:             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ontvangsten: 1.000.000</li> <li>- kosten: 593.975 + 100.000 + 250.000</li> <li>- resultaat: 56.025</li> </ul> </li> <li>• Vpb-last (25%): 14.006</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Hierbij zijn de regels gebruikt zoals weergegeven bij stap 3 waarbij de 'X' is gevuld.                                                                                  |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| <b>10</b>    | <b>DCF-opstelling</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                         |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
|              | <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">2016</td> <td style="text-align: center;">2017</td> </tr> <tr> <td>Ontvangsten:</td> <td style="text-align: right;">0</td> <td style="text-align: right;">1.000.000</td> </tr> <tr> <td>Uitgaven:</td> <td style="text-align: right;">100.000</td> <td style="text-align: right;">250.000</td> </tr> <tr> <td>Vpb-last:</td> <td style="text-align: right; border-bottom: 1px solid black;">0</td> <td style="text-align: right; border-bottom: 1px solid black;">14.006</td> </tr> <tr> <td>Kasstroom:</td> <td style="text-align: right;">-/- 100.000</td> <td style="text-align: right;">735.994</td> </tr> </table> <p>DCF-waarde: 593.975</p> |                                                                                                                                                                         | 2016 | 2017 | Ontvangsten: | 0             | 1.000.000             | Uitgaven:                                                  | 100.000 | 250.000 | Vpb-last: | 0 | 14.006 | Kasstroom: | -/- 100.000 | 735.994 | Hierbij zijn de regels gebruikt zoals weergegeven bij stap 4 waarbij de 'X' is gevuld. |
|              | 2016                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 2017                                                                                                                                                                    |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| Ontvangsten: | 0                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 1.000.000                                                                                                                                                               |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| Uitgaven:    | 100.000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 250.000                                                                                                                                                                 |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| Vpb-last:    | 0                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 14.006                                                                                                                                                                  |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |
| Kasstroom:   | -/- 100.000                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 735.994                                                                                                                                                                 |      |      |              |               |                       |                                                            |         |         |           |   |        |            |             |         |                                                                                        |