

Waardering van onderneming bij

Samenvatting

Het waarderen van een onderneming bij echtscheiding kent eigen en specifieke spelregels. De toe te passen waarderingmethode, de te hanteren uitgangspunten en de samenhang met alimentatie en pensioen zorgen voor een eigen dynamiek. Bij de waardering in een echtscheiding staat het belang van de continuïteit van de onderneming voorop. De uitspraak van de Hoge Raad van 2 maart 2001 (ECLI:NL:HR:2001:AB0382), het zogenoemde 'Zeevisserarrest', is daar duidelijk in. Ook de zogenoemde 'rechtssfeerwaarde' is bij het waarderen in echtscheidingsituaties van belang, zoals ook uit de uitspraak van Hof Den Haag van 4 augustus 2004 (ECLI:NL:GHSGR:2004:AR2196) blijkt.



Rob de Bruijn

A.R.P. de Bruijn RV is directeur van APRECIO-Advies in Gorinchem. Hij is gespecialiseerd in waardering bij echtscheiding, alsmede in het bepalen van het inkomen ten behoeve van alimentatieberekeningen. Hij wordt regelmatig als deskundige benoemd door rechtbanken en gerechtshoven.

Leerdoelen

Na het lezen van dit artikel:

- kent u de specifieke uitgangspunten van waarderen bij echtscheiding;
- weet u welke waarderingmethode dient te worden toegepast;
- kent u de aandachtspunten in een waardering bij echtscheiding.



Trefwoorden: Continuïteit (van de onderneming), rechtssfeerwaarde, opgepotte winsten, marktwaarde, persoonlijke *goodwill*.

1 Inleiding

Het waarderen van ondernemingen heeft in Nederland in de afgelopen dertig jaar een belangrijke ontwikkeling doorgemaakt. Medio jaren negentig van de vorige eeuw is aan de Rotterdam School of Management de opleiding tot register valuator gestart met Jan Vis¹ als hoofddocent van het bedrijfseconomische deel van de opleiding. Het waarderen op basis van kasstromen heeft daarna ook binnen de echtscheidingswereld navolging gevonden. Onder meer Alexander Labohm² heeft in een aantal van zijn artikelen de toepassing daarvan bij echtscheidingen toegelicht. Ook in de jurisprudentie komen de waardering en de bij echtscheiding te hanteren uitgangspunten inmiddels veelvuldig aan de orde en zijn dikwijls onderwerp van discussie. In dit artikel wordt een aantal van deze specifieke onderwerpen nader toegelicht.

2 De toe te passen waarderingmethode

In de echtscheidingspraktijk kom ik met name twee waarderingmethode tegen, te weten (a) de intrinsiekewaarde-methode en (b) de *Discounted Cashflow* (DCF)-methode. In inmiddels lang vervlogen tijden werd ook nogal eens de zogenoemde Mobach-methode toegepast. De Mobach-methode stelt dat de waarde van een onderneming bestaat uit de intrinsieke waarde vermeerderd met (het gemiddelde van de genormaliseerde winst over de laatste jaren -/-

een echtscheiding

rendement op eigen vermogen) vermenigvuldigd met een kapitalisatiefactor. Net als bij vele andere methodes, wordt hierbij geen rekening gehouden met de toekomstige resultaten van de onderneming.

Welke waarderingsmethode dient te worden toegepast?

Uit Hof Den Haag 23 februari 2010

(ECLI:NL:GHSGR:2010:BL6543, r.o. 67) volgt dat de keuze voor een waarderingsmethode in beginsel door partijen (die gaan scheiden) dient te worden vastgesteld. Op basis van het debat van partijen neemt de rechter een beslissing. Vervolgens kan de waarderingsdeskundige de waarde van het ondernemingsvermogen bepalen. In de rechtspraak komen de specifieke afspraken – waaronder de waarderingsmethode, de peildatum voor de waardering, de te hanteren uitgangspunten zoals ‘going concern’ en ‘ongewijzigd beleid’, de door partijen aan te leveren informatie, mogelijke kortingen voor minderheidsbelangen et cetera – waarmee de waarderingsdeskundige aan de slag kan, steeds vaker tot stand in een zogenoemde regiezitting waarbij naast de rechter eveneens partijen en de deskundige aanwezig zijn.

Wanneer partijen in onderling overleg eruit willen komen, moeten partijen in overleg met de waarderingsdeskundige de meest gereede waarderingsmethode bepalen. Veelal wordt in deze situaties de keuze – tussen een balans-georiënteerde methode en een methode op basis van resultaten dan wel kasstromen – gemaakt op grond van het al dan niet ‘overdraagbaar’ zijn van de onderneming.³

Ingeval een onderneming zonder de ondernemer niet overdraagbaar is (er is dan sprake van persoonlijke *goodwill*), wordt de intrinsieke waarde als uitgangspunt genomen. De resultaten betreffen dan in feite de beloning voor de persoonlijke inspanningen van de ondernemer, oftewel het inkomen van de ondernemer. Dit speelt bij ondernemers die een specialistisch beroep uitoefenen via een eigen onderneming, bijvoorbeeld advocaten, medisch specialisten, therapeuten en dergelijke. In dat geval kan de koper na overdracht door de huidige ondernemer geen rendement met de onderneming behalen en, als dat wel zo is, is dat geheel te danken aan zijn eigen arbeidsinzet. Daarom zal hij niet bereid zijn voor dat rendement te betalen aan de verkoper.

3 Intrinsiekewaardemethode

Als uitgangspunt dient het eigen vermogen volgens de balans van de onderneming. Vervolgens wordt bepaald of de bedrijfseconomische waarde van activa hoger is dan de boekwaarde, zoals deze uit de balans blijkt. Er zijn dan ‘stille reserves’.

Het komt in de praktijk vaak voor dat met name onroerende zaken die al langere tijd geleden zijn aangekocht, een hogere waarde hebben dan de boekwaarde, enerzijds als gevolg van de in de afgelopen jaren toegepaste afschrijvingen waardoor de boekwaarde lager is dan de aanschafwaarde en anderzijds door autonome stijging van de waarde ten opzichte van de aanschafwaarde. Indien sprake is van voortgezet gebruik van het bedrijfspand, moet waardering door een onroerendgoed-taxateur plaatsvinden op basis van het huidige gebruik. Wanneer het bedrijfspand wordt verkocht, moet de vrije verkoopwaarde worden bepaald.

Ingeval sprake is van een meerwaarde, moet worden vastgesteld of met een belastinglatentie rekening moet worden gehouden. Bij een bv is mogelijk sprake van een uitgestelde claim van vennootschapsbelasting. Wanneer een boekwinst (deels) kan worden gecompenseerd met in de voorafgaande jaren geleden fiscale verliezen, moet daarmee in de berekening van de hoogte van de belastingclaim rekening mee worden gehouden.

Daarnaast dient zich de vraag aan of een nominaal dan wel contant gemaakt belastingtarief moet worden gehanteerd. Het antwoord is afhankelijk van de verwachting op welk toekomstig moment de meerwaarde of de boekwinst zal worden gerealiseerd en er dan (in beginsel) belasting is verschuldigd. Naarmate dat moment verder in de toekomst ligt, zal eerder een contant gemaakt tarief worden toegepast.

Een belangrijk nadeel van deze methode is dat geen rekening wordt gehouden met toekomstige resultaten of kasstromen. Dat klemt des te meer, omdat in een familie-rechtelijke kwestie ook vaak sprake is van een alimentatie-verplichting van de ondernemer. Zonder een prognose van de resultaten dan wel van de kasstromen is het inkomen van de ondernemer niet bekend, alsdan is niet duidelijk op welk bedrag de draagkracht ten behoeve van de alimentatie moet worden bepaald. Doorgaans wordt dit opgelost door – bij toepassing van de waardering op intrinsieke waarde – sepa-

raat een inschatting te maken van het inkomen van de ondernemer. Naast de verwachte resultaten van de onderneming wordt dan ook beoordeeld of er aanvullend inkomen in de vorm van dividend aan de onderneming kan worden onttrokken.

4 Discounted Cashflow (DCF)-methode

De DCF-methode is een van de methoden voor het bepalen van de economische waarde. Bij een economische waarderingmethode wordt de waarde gebaseerd op de verwachtingen van toekomstige resultaten of kasstromen.

Naast de DCF-methode is ook de (genormaliseerde) rentabiliteitswaardemethode een economische waarderingmethode. Daarbij worden in het verleden behaalde resultaten 'genormaliseerd' voor onder andere incidentele kosten en opbrengsten alsmede voor een niet-marktconforme beloning van de directie. Bij toepassing van de rentabiliteitswaardemethode wordt verondersteld dat er voor de toekomst, te rekenen vanaf de waardepeildatum, sprake is van één constante geldstroom, gebaseerd op een gelijkblijvend resultaat, dat afschrijvingen en investeringen aan elkaar gelijk zijn en ook het werkkapitaal constant blijft. Deze methode is vanwege deze simplistische uitgangspunten minder complex dan de DCF-methode en tegelijkertijd daardoor in veel situaties niet realistisch.

Scenarioperiode en restperiode

De DCF-methode maakt onderscheid tussen een (scenario)-periode waarbij in de prognose de geldstromen ofwel de 'free cashflows' (FCF) jaarlijks variëren. De term *free cashflow* betekent dat deze geldstromen ter beschikking staan van verschaffers van eigen vermogen (dividend) en van vreemd vermogen (rente en aflossingen). De fluctuaties in de FCF kunnen onder andere het gevolg zijn van wijziging van de resultaten, van het belastingtarief, van het werkkapitaal en van investeringen in materiële vaste activa.

Voor de scenarioperiode bestaat geen vaste termijn. Deze periode bestaat dus niet altijd uit bijvoorbeeld drie of vijf jaren. De lengte is afhankelijk van de verwachting vanaf welke datum sprake zal zijn van een stabiele periode, met andere woorden een periode waarin de FCF constant blijven. Deze stabiele periode wordt de 'restperiode' genoemd. Aan de hand van een rekenvoorbeeld werk ik de aandelenwaardering hierna uit.

Klaas en Jeanette gaan scheiden. Daarom moeten de aandelen worden gewaardeerd in SGS BV, die Klaas bezit in de vennootschap. De peildatum voor de waardering is 31 december 2021. Het belang van de peildatum komt verderop bij '1. Bedrijfsresultaat' nog aan de orde. In tabel 1 is een voorbeeld van een berekening van de economische waarde van de aandelen van SGS BV opgenomen. Ik pas daarbij de *Adjusted Present Value* (APV)-methode toe. Dit is een in de praktijk veel toegepaste variant van de DCF-methode. Na tabel 1 is per onderdeel een toelichting opgenomen.

Tabel 1

SGS BV									
Waardering op basis van de <i>Adjusted Present Value</i> -methode per 31 december 2021									
		2022	2023	Prognose			Stabilisatiejaar	Restwaarde	Cumulatief
(bedragen x € 1.000)				2024	2025	2026	2027		
Bedrijfsresultaat	1.	253	275	298	323	349	355		
Vennootschapsbelasting	2.	-33	-38	-44	-51	-58	-49		
Bedrijfsresultaat na aftrek van belastingen		220	236	253	272	291	306		
Af: toename werkkapitaal (excl. liquide middelen)	3.	-22	-30	-32	-34	-37	-11		
Af: investeringen in materiële vaste activa	4.	0	0	0	0	-80	-18		
Bij: afschrijvingen immateriële vaste activa	5.	40	40	40	40	40	0		
Bij: afschrijvingen materiële vaste activa	6.	17	17	17	17	18	18		
Vrije <i>cashflow</i>		255	263	278	295	232	295	1.786	
Contante waarde operationele geldstromen	7.	218	193	175	159	107	117	706	1.675
Belastingvoordeel financiële lasten	8.	4	4	4	4	4	4	22	
Contante waarde <i>tax shield</i>		3	3	2	2	2	1	9	22
Waarde operationele activiteiten									1.698
Af: rentedragende verplichtingen	9.								-200
Bij: niet-operationele activa	10.								58
Waarde van de aandelen (100%)									1.556

A. Scenarioperiode

1. Bedrijfsresultaat

Het bedrijfsresultaat ontleen ik aan de prognose die door Klaas is opgesteld (tabel 2 hierna). De waarderingsdeskundige zal de verwachtingen in de prognose toetsen aan bijvoorbeeld branche-informatie en een verklaring vragen voor opvallende afwijkingen. Als de echtscheiding in goed overleg tussen de beide echtelieden plaatsvindt, vindt de informatie-uitwisseling transparant plaats en bespreekt de deskundige onder andere de door Klaas opgestelde prognose in bijzijn van Jeanette zodat ook zij haar vragen kan stellen en opmerkingen kan maken. Het zal niet de eerste keer zijn dat de (in dat geval vaak negatieve) prognose een heel ander beeld geeft dan de ondernemer thuis heeft geuit. In overleg-situaties dienen beide echtelieden in te stemmen met de prognose. Daarna kan de deskundige aan de slag.

Peildatum

Volgens de waarderingstheorie dient de prognose te worden opgesteld op basis van de informatie die op de peildatum bekend was of redelijkerwijs bekend kon zijn. In de uitspraak van 12 november 2013 van Hof Arnhem-Leeuwarden (ECLI:NL:GHARL:2013:8550, r.o. 4.16) staat het volgende vermeld: "De DCF-methode is (...) gebaseerd op de te prognosticeren (tijd) vrije kasstromen (geld), contant gemaakt tegen de gewogen gemiddelde vermogenskosten (risico), waarbij met name de prognoses ten aanzien van de te verwachten kasstromen en de disconteringsvoet van belang zijn. Het gaat dus om de toenmalige prognoses (...),

zoals ook de toelichting op de door rechtbank van partijen overgenomen vraagstelling vermeldt. Met de deskundigen is het hof van oordeel dat het niet gaat om nadien werkelijk behaalde (betere) resultaten. Daarvan uit te gaan, zou neerkomen op wijsheid achteraf, die partijen destijds zelf nog niet hadden."

Zeker bij een waardering waarbij de waardepeildatum verder in het verleden ligt, speelt een juiste toepassing van de peildatum een rol. Als inmiddels is gebleken dat de gereali-seerde resultaten dan wel geldstromen bijvoorbeeld (veel) positiever zijn dan zich op de peildatum liet aanzien, is de verleiding soms groot om – buiten de theorie om – uit te gaan van de werkelijke resultaten. Dit zal alsdan tot een hogere waarde leiden dan op de peildatum reëel was.

2. Vennootschapsbelasting

Analoog aan de theorie ten aanzien van de peildatum moeten de tarieven zoals deze bekend waren op de peil-datum, worden toegepast.

3. Werkkapitaal

Een toename van het werkkapitaal leidt tot een afname van de geldstromen en vice versa. Denk bijvoorbeeld aan debiteuren, bij een betaling door een debiteur (ceteris paribus) neemt het werkkapitaal af en komt er geld binnen (inkomende geldstroom).

De mutatie van het werkkapitaal in de scenarioperiode kan bijvoorbeeld worden afgeleid uit een prognosebalans. Bij de berekening van het werkkapitaal is van belang – om

Tabel 2

Geprognosticeerde winst- en verliesrekening van 2022 tot en met 2026						
	W	F	P	P	P	P
(bedragen x € 1.000)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	4.332	4.570	4.890	5.232	5.599	5.991
Stijging t.o.v. voorgaand jaar	23,3%	5,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Kostprijs van de omzet	3.260	3.439	3.680	3.938	4.213	4.508
Brutomarge	1.072	1.131	1.210	1.295	1.385	1.482
Brutomarge in % van de omzet	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%	24,7%
	297	313	335	359	384	411
	227	239	256	274	293	314
	40	40	40	40	40	40
	10	17	17	17	17	18
	91	96	103	110	118	126
	50	53	56	60	65	69
	31	33	35	37	40	43
	42	44	47	51	54	58
	33	35	37	40	43	46
	7	7	8	8	9	10
Totaal kosten	828	878	936	997	1.063	1.134
Bedrijfsresultaat	244	253	275	298	323	349

W: Werkelijk F: Forecast P: Prognose

dubbeltellingen te voorkomen – dat de liquide middelen (activa) en bankschulden (passiva) daarbij worden geëlimineerd. De liquide middelen worden namelijk afzonderlijk (zie hierna bij punt 10) verwerkt in de aandelenwaarde. Hetzelfde geldt voor de bankschulden (zie hierna punt 9).

4. Investerings in materiële vaste activa

Deze investeringen zullen blijken uit een investeringsbegroting. Ook hier is een goede onderbouwing noodzakelijk. Hogere investeringen, zeker in de eerste jaren na de peildatum, hebben een negatief effect op de berekende waarde. Als sprake is van uitbreidingsinvesteringen is de vraag legitiem hoe zich dit vertaalt in bijvoorbeeld hogere omzet. Andersom zal het resultaat niet toe kunnen nemen of zelfs stabiel blijven als er niet wordt geïnvesteerd.

5. en 6. Afschrijvingen (im)materiële vaste activa

De toekomstige afschrijvingslasten zijn af te leiden uit de investeringen tot aan de peildatum en volgen uit de investeringsbegroting.

7. Contante waarde van de operationele kasstromen

Bij toepassing van de *Adjusted Present Value* (APV)-methode worden de geprognosticeerde jaarlijkse geldstromen contant gemaakt tegen de kostenvoet van het eigen vermogen. In vakjargon wordt deze kostenvoet de 'Keu' (kostenvoet eigen vermogen *unlevered*) genoemd.

Contante waarde: $FCF / (1+Keu)^N$; N = aantal jaren na de waardepeildatum.

Voor een scenarioperiode van vijf jaar zoals in ons voorbeeld werkt dit als volgt uit:

$$FCF_1 / (1+Keu)^1 + FCF_2 / (1+Keu)^2 + FCF_3 / (1+Keu)^3 + FCF_4 / (1+Keu)^4 + FCF_5 / (1+Keu)^5$$

De vermogenskostenvoet weerspiegelt het geëiste rendement van de investering in SGS BV Bij een hoger risico behoort een hoger geëist rendement en daaruit volgt een lagere aandelenwaarde. Omgekeerd geldt hetzelfde.

De Keu kan op meerdere manieren worden bepaald. Een veel voorkomende methode is – naast onder andere het *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) – de zogenoemde 'build up'-methode. Deze licht ik hierna toe.

Tabel 3.1

Rendementseis op eigen vermogen:	
Risicovrij rendement	0,19%
	5,00%
	5,19%
	11,53%
Kostenvoet eigen vermogen <i>unlevered</i>	16,72%



Het risicovrije rendement en de marktrisicopremie zijn in tabel 3.1 ontleend aan onderzoek van KPMG.⁴ Het risicovrije rendement bestaat uit de tijdswaarde van geld (of anders gezegd de reële rentevoet) en de inflatie. De marktrisicopremie is de extra premie voor het investeren in een marktportefeuille (van beursgenoteerde aandelen) ten opzichte van het risicovrije rendement. Er bestaan naast KPMG overigens nog andere bronnen waaraan deze informatie kan worden ontleend, waaronder New York University (A. Damodaran 'Country Default Spreads and Risk Premiums'). De opbouw van de *small firm*-premie (SFP) is hierna in tabel 3.2 uiteengezet. In de *small firm*-premie komen de specifieke risicofactoren aan bod die behoren bij de te waarderen onderneming.

Tabel 3.2

Small firm-premie			
	Weging	Score	Product
Illiquideitspremie	2,00%	1,0	2,00%
Afhankelijkheid opdrachtgevers	1,57%	0,1	0,16%
Afhankelijkheid leveranciers	1,26%	1,0	1,26%
Afhankelijkheid management	1,74%	1,0	1,74%
			3,16%
Spreiding activiteiten	1,26%	0,8	1,01%
Toetredingsbarrières tot de markt	0,94%	0,5	0,47%
Trackrecord	1,37%	0,5	0,69%
Flexibiliteit	1,05%	0,2	0,21%
			2,37%
Extra premie			4,00%
Small firm-premie			11,53%



De elementen en de wegingsfactoren in tabel 3.2 zijn ontleend aan empirisch onderzoek van BDO Corporate Finance (publicatie 'Ondernemingsspecifieke risicofactoren in het Midden- en Kleinbedrijf in Nederland'). De score wordt door de waarderingdeskundige bepaald op basis van zijn onderzoek van de onderneming. Hoe hoger het risico dan wel de afhankelijkheid, hoe hoger de score en hoe lager de waarde. Bij een maximaal risico is de score 1,0 en bij geen enkel risico is de score 0,0.

In het geval een of meerdere factoren een zeer hoog risico vormen, wordt de SFP verhoogd met een extra premie. Dit is bijvoorbeeld het geval bij een zeer hoge mate van afhankelijkheid van het management of van een of enkele grote opdrachtgevers. En ook voor deze parameter in de waarde-

ring geldt, dat bij een scheiding beide partijen in goed overleg hun visie geven en met behulp van de deskundige tot een afgewogen risicopremie (Keu) komen.

Tot slot merk ik nog op dat voor het berekenen van de contante waarde veelal de 'eindejaarsconventie' wordt toegepast. Dit betekent dat ervan uit wordt gegaan dat de geldstromen eind van het jaar ter beschikking staan van de vermogensverschaffers. Op basis daarvan wordt de geldstroom in het eerste jaar na de waardepeildatum 1 jaar contant gemaakt, in het tweede jaar 2 jaar et cetera.

8. Belastingvoordeel financiële lasten

Bij toepassing van de APV-methode wordt net als de operationele geldstroom (FCF) van elk jaar ook het belastingvoordeel berekend en contant gemaakt. Omdat het bedrijfsresultaat (zie hiervoor bij punt 1) voor aftrek van financiële lasten is, worden deze lasten hier berekend en wel op basis van de rentedragende verplichtingen die de onderneming heeft. De rentelasten worden vermenigvuldigd met het tarief van de vennootschapsbelasting, zoals hiervoor bij punt 2 is toegelicht.

9. Rentedragende verplichtingen

Van de contante waarde van de operationele geldstromen wordt de marktwaarde van de rentedragende schulden afgetrokken. De marktwaarde komt veelal overeen met de boekwaarde volgens de balans. Indien echter de contractueel overeengekomen rente op deze schulden afwijkt van de marktrente, moet een correctie worden gemaakt.

In tabel 4 is de contractuele rente 9% en de geldende marktrente 3%. Dat leidt tot een hogere marktwaarde van de schuld, namelijk € 191.217 en dus een tot een (extra) verlaging van de aandelenwaarde met € 41.217.

Tabel 4

De effectieve rente is hoger dan de marktrente

Hoofdsom lening o/g	150.000
Effectieve rente	9%
Marktrente	3%
Rentebetaling jaarlijks per einde jaar	
Gehele aflossing per 31 december 2025	

De berekening van de contante waarde per 31 december 2020 is als volgt:

Effectieve rente:	2020	2021	2022	2023	2024	2025	aflossing 2025
9%	13.500	13.500	13.500	13.500	13.500	13.500	150.000
Contante waarde		13.107	12.725	12.354	11.995	11.645	129.391

Contante waarde totaal per 31 december 2020: 191.217

Pensioenverplichtingen

De waardering van de pensioenverplichting op de balans kan verschillende grondslagen hebben. De waarde van een pensioenverplichting is op de balans vaak berekend op basis van fiscale grondslagen of op basis van RJ 2014/4 ('Best Estimate'). Bij echtscheiding moet in beginsel de commerciële waarde van de pensioentoezegging in aanmerking worden genomen.

In de uitspraak HR 14 april 2017 (ECLI:NL:HR:2017:693) staat daarover bij r.o. 3.4.5 vermeld:

"(...). Indien de vennootschap een pensioentoezegging doet, dient zij zorg te dragen dat zij deze te zijner tijd kan nakomen. Indien en voor zover de opbouw van het pensioen in eigen beheer plaatsvindt, dient zij daarom in beginsel over voldoende kapitaal daartoe te beschikken (in de vorm van een voorziening of van eigen vermogen). In verband met de bepaling van art. 3.29 Wet IB 2001 (die een rekenrente voorschrijft van ten minste 4%) kan de fiscale pensioenreserve in dit verband onvoldoende zijn (hetgeen mede aanleiding is geweest voor de totstandkoming van de Wet uitfasering pensioen in eigen beheer en overige fiscale pensioenmaatregelen, Stb. 2017, 115). Bij het vorenstaande dient dan ook te worden uitgegaan van de zogeheten commerciële waarde van de toezegging, waarbij de heersende marktrente tot uitgangspunt wordt genomen."

Dus ook hier dient waardering tegen marktwaarde te geschieden. De berekening gaat dan analoog aan de berekening van de marktwaarde van de rentedragende schulden.

10. Niet-operationele activa

Dit zijn activa die niet dienstbaar zijn aan (het bedrijfsresultaat van) de onderneming. Voorbeelden zijn een beleggingsportefeuille op de balans van een groothandel, de rekening-courantvordering op de directeur-groothandelaar (dga) alsmede overtollige liquide middelen. De marktwaarde van deze activa wordt bij de contante waarde van de operationele *cashflows* opgeteld.

Rekening-courant dga

De rekening-courantvordering op de dga is in veel echtscheidingen een nare verrassing voor de partner van de dga. Veelal is de partner niet op de hoogte van het bestaan van deze schuld. Al is het een schuld aan de 'eigen' onderneming, het is niettemin een privéschuld die het te verdelen vermogen bij echtscheiding negatief beïnvloed en meestal *fifty-fifty* moet worden gedeeld. De onderneming blijkt achteraf gebruikt te zijn als pinautomaat en daar moeten partijen nadien voor op de blaren zitten.

In de waardering van de onderneming is het een activapost op de balans en daarmee een onderdeel van het vermogen van de onderneming. De marktwaarde van de rekening-courant wordt bij de contante waarde van de operationele *cashflows* opgeteld.

Overtollige liquiditeit

Het bepalen van de overtollige liquide middelen is nogal eens onderwerp van discussie. Voorkomen moet worden dat dubbelstelling plaatsvindt bijvoorbeeld met geplande

investeringen. Stel, er staat op de peildatum € 100.000 op de bank. Volgens de investeringsbegroting moet in het eerste jaar van de scenarioperiode € 85.000 worden geïnvesteerd. De juiste manier van handelen is om de geplande investering van € 85.000 als investering in de FCF van jaar 1 op te nemen. De FCF neemt daardoor met € 85.000 af. Onjuist is dan om op het saldo van liquide middelen (nogmaals) € 85.000 in mindering te brengen.

Er zijn ook ondernemingen die eenmalig aan het einde van een jaar vooruit factureren en vooruit ontvangen, dus voordat de prestatie of dienst is geleverd. Het reeds ontvangen bedrag heeft het saldo aan liquide middelen verhoogd. De waarde van de onderneming wordt overschat als in deze situatie het banksaldo niet wordt verlaagd met het vooruitontvangen bedrag.

B. Restperiode

De berekening van de zogenoemde restwaarde gaat als volgt.

$FCF_{es} \times (1+I) / (Keu - I)$; waarbij FCF_{es} de geldstroom is van het laatste jaar van de scenarioperiode en I de verwachte inflatie.

Net als de FCF van de scenariojaren wordt ook de berekende restwaarde contant gemaakt naar de peildatum.

In de restperiode wordt verondersteld dat sprake is van een stabiele groei van de FCF. Deze groei kan vaak niet worden gerealiseerd zonder groei van het werkkapitaal. In die gevallen wordt daarom in de restperiode een (stabiele) groei van het werkkapitaal meegenomen zoals deze is berekend in de FCF van het laatste scenariojaar (zie tabel 1: € 11.000).

5 Samenhang waarde onderneming en alimentatie

Een veel besproken onderwerp is de samenhang tussen het inkomen van de dga dat enerzijds is gebruikt in de waardering op basis van de DCF-methode en anderzijds als draagkracht van de dga is meegenomen. Zowel uit publicaties van waarderingdeskundigen⁵ alsmede vanuit de rechterlijke macht blijkt dat tussen deze beide inkomens een dwingend verband bestaat, met andere woorden gelijk moeten zijn. De volgende tekst uit een publicatie van A. Roelvink-Verhoeff⁶ geeft de essentie, te weten het gevaar van dubbel telling in zowel de waarde als in de alimentatie, duidelijk weer:

"7. Voorkomen van dubbel tellingen

"(...) De beslissingen voor de verdeling/verrekening (en de alimentatie) zijn als communicerende vaten. Om te voorkomen dat één en dezelfde euro twee keer wordt uitgegeven, moet dan ook bij het vaststellen van alimentatie met de gevolgen van de verdeling of verrekening rekening worden gehouden. Als de onderhoudsverplichting eerst wordt vastgesteld en de verdeling of verrekening later, geldt hetzelfde, maar dan omgekeerd. In dat geval dient met de vastgestelde onderhoudsverplichting en het beslag daarvan op de winst, kasstroom of het vermogen, in het kader van de verdeling of verrekening ten volle rekening worden gehouden."

Dat in de waardering rekening wordt gehouden met de samenhang met de draagkracht in het kader van alimentatie past binnen de zogenoemde 'rechtssfeerwaarde'⁷ die van toepassing is bij de echtscheiding. Binnen deze rechtssfeer past een te verrekenen waarde van de onderneming waarbij de continuïteit van de onderneming het uitgangspunt is. Een verkoop(prijs) van de onderneming op de zakelijke markt is niet aan de orde. Ik verwijs naar Hof Den Haag 14 juni 2011 (ECLI:NL:GHSGR:2011:BR3775, r.o. 11). Ten slotte past binnen de rechtssfeerwaarde dat rekening moet worden gehouden met de financieringsmogelijkheden van de aan de partner van de ondernemer te betalen of te verrekenen waarde.

6 Aandelenwaarde of opgepotte winsten?

Aan het eind van dit artikel besteed ik nog aandacht aan een belangrijk onderwerp dat van toepassing is bij echtscheiding waarbij de partners op huwelijkse voorwaarden zijn gehuwd en waarin een periodiek verrekenbeding is opgenomen. Op grond van dat beding verplichten echtelieden zich om jaarlijks hun 'overgespaard inkomen' te verrekenen. Het voert te ver om hierop in dit artikel dieper in te gaan. Van belang is om te weten dat, als de jaarlijkse verrekening niet heeft plaatsgevonden (en dat blijkt in de praktijk dikwijls het geval te zijn), op grond van art. 1:141 lid 4 BW de niet-uitgekeerde winsten, voor zover in het maatschappelijk verkeer als redelijk beschouwd, alsnog bij einde huwelijk moeten worden verrekend. Ingeval de aandelen van de vennootschap (kort gezegd) met privévermogen (bijvoorbeeld voor aanvang huwelijk) van de ondernemer is gefinancierd, dienen volgens Subelack⁸ in beginsel de niet-uitgekeerde 'opgepotte' winsten te worden verrekend en niet de aandelenwaarde. Stille reserves en *goodwill* worden alsdan niet verrekend. Volgens Subelack wordt over het algemeen aangenomen dat met 'voor zover in het maatschappelijk verkeer als redelijk beschouwd' wordt bedoeld, moet worden gekeken naar de vraag welke winstuitkeringen kunnen worden gedaan tot het solvabiliteitsniveau waarbij de continuïteit en bedrijfsvoering van de onderneming niet in gevaar komen. Ter informatie, in de uitspraak van Rechtbank Dordrecht van 18 juli 2012 (ECLI:NL:RBDOR:2012:BX2203) wordt in r.o. 2.36 aansluiting gezocht bij een minimaal vereiste solvabiliteit van de onderneming.

7 Conclusies

- De uitgangspunten bij een waardering bij echtscheiding verschillen van die in bijvoorbeeld een verkooptraject. Bij een echtscheiding is de continuïteit van de onderneming leidend.
- De keuze van de toe te passen waarderingmethode is van groot belang en moet passen bij de aard van de onderneming.
- Bij toepassing van de DCF-methode is sprake van subjectieve parameters. Van belang is dat beide partijen op basis van hoor en wederhoor hun visie kunnen inbrengen.
- Als sprake is van persoonlijke *goodwill*, blijft deze bij echtscheiding buiten de verrekening.
- Dubbeltelling van euro's die zowel in de waarde alsook in de alimentatie worden betrokken, moet worden voorkomen.

Noten

- 1 Dr. Jan Vis MBA RV FRICS, thans kerndocent van de opleiding Business Valuation aan Nyenrode Business Universiteit.
- 2 A.N. Labohm, 'Waardering van een onderneming in het kader van de uitwerking van een verrekenbeding', *EB Tijdschrift voor scheidingsrecht* 2011/60.
- 3 A.N. Labohm, 'De zelfstandig ondernemer in het huwelijksvermogensrecht & het Nederlands vermogensrecht bij echtscheiding deel A en B', *EB Tijdschrift voor scheidingsrecht* 2021/2.
- 4 KPMG, Equity Market Risk Premium – Research Summary.
- 5 Ir. I. Massart RV, 'Ondernemingsvermogen, privévermogen en alimentatie bij echtscheiding een (on)samenhangend geheel?'
- 6 A. Roelvink-Verhoeff, 'Alimentatie en de ondernemer: de verhouding tussen winst, kasstromen en draagkracht', *EB Tijdschrift voor scheidingsrecht* 2012/11.
- 7 R. Kooger RA FM, 'Ondernemingswaardering voorbehouden aan bedrijfseconomen?', preadvies KNB 2012.
- 8 T.M. Subelack, 'Verrekenbeding en opgepotte winst', *EB Tijdschrift voor scheidingsrecht* 2012/2.