

144. Waardebepaling ondernemingen bij echtscheiding: waarde of prijs?

E.R. LANKESTER RA RV

In de afgelopen jaren zijn er diverse artikelen geschreven om juristen die bij echtscheidingen van ondernemers zijn betrokken meer inzicht te geven in de wijze waarop de waarde van een onderneming kan worden bepaald.¹ Meestal wordt in deze artikelen uiteengezet welke waarderingsmethoden er zijn en wat de voor- en nadelen van deze methodes zijn. Over de vraag die aan het bepalen van de waarde voorafgaat, is echter veel minder vaak geschreven en dat betreft de vraag op welke uitgangspunten de waardebepaling dient te zijn gebaseerd.

Waarde of prijs?

Wanneer aan een waarderingsdeskundige in zijn algemeenheid de vraag wordt gesteld de waarde van een onderneming te bepalen, dan zal deze onder het begrip ‘waarde’ over het algemeen de economische waarde verstaan. De economische waarde betreft de waarde die aan een onderneming kan worden toegekend op basis van economische uitgangspunten, zoals de in de toekomst te verwachten vrije geldstromen bij de DCF-methode.² Samengevat gaat een waarderingsdeskundige dan vanuit een bepaald perspectief (bijvoorbeeld de ondernemer zelf of een potentiële koper) beoordelen welke waarde aan de onderneming kan worden toegekend op basis van de vanuit dat perspectief verwachte vrije geldstromen. Hierbij kan het zo zijn dat een onderneming bekeken vanuit het perspectief van de ondernemer zelf (uitgaande van voortzetting door de ondernemer) een geheel andere waarde heeft dan bekeken vanuit het perspectief van een potentiële koper (uitgaande van overname van de onderneming). De vraag is nu wat het juiste uitgangspunt is in geval van een echtscheidingssituatie.

Bij een echtscheiding worden de bezittingen in principe in de verdeling/verrekening betrokken tegen hun waarde in het economisch verkeer, uitzonderingen zoals op grond van redelijkheid en billijkheid daargelaten. De *waarde*

in het economisch verkeer is echter iets wezenlijk anders dan de in de alinea hiervoor genoemde *economische waarde*. Onder de waarde in het economisch verkeer wordt namelijk verstaan de prijs die op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meestbiedende gegadigde aan de ondernemer voor de onderneming zou zijn geboden/betaald. Oftewel: voor welk bedrag zou het object (in dit geval de onderneming) op de peildatum door de ondernemer te gelde kunnen worden gemaakt. Hierbij gaat het dus niet om welke waarde aan de onderneming kan worden toegekend, maar om het bedrag waartegen de onderneming te gelde kan worden gemaakt, oftewel de prijs.

Essentieel bij het voorgaande is dus het verschil tussen de begrippen waarde en prijs, waarbij van belang is te onderkennen dat de waarde die iemand aan een goed toekent niet gelijk hoeft te zijn aan de prijs waartegen iemand bereid is dat goed over te nemen. Derhalve is het belangrijk dat in een waarderingsrapport een goede definitie wordt opgenomen van wat er onder het begrip waarde is verstaan.

In dit artikel zal verder als uitgangspunt dienen dat de waarde in het economisch verkeer, oftewel de prijs waartegen de onderneming overdraagbaar is, moet worden bepaald bij een verdeling/verrekening in geval van een echtscheiding.

Waarde economisch verkeer

Wanneer de waarde in het economisch verkeer moet worden bepaald, zullen eerst de volgende vragen moeten worden

¹ Zie o.a. Groeneveld *EB* januari 2011, Massart *EB* februari 2011 en De Bruin *EB* januari 2013.

² DCF: Discounted Cash Flow methode – bij deze methode wordt de waarde gerelateerd aan de verwachte vrije geldstromen die contant worden gemaakt naar het waarderingsmoment.

beantwoord voordat tot een concrete waardebepalings kan worden overgegaan:

1. Was de onderneming op de peildatum naar verwachting verkoopbaar aan een derde partij?
2. Indien er meerdere eigenaren zijn: zijn er tussen de eigenaren van de onderneming contractuele afspraken gemaakt die bij een verkoop op de peildatum nageleefd zouden hebben moeten worden?
3. Als de onderneming verkoopbaar zou zijn aan een derde partij, hoe zou die derde partij dan tot een voor hem/haar reële prijs zijn gekomen?
4. Als de onderneming als geheel niet verkoopbaar is, dan is het alternatief om de onderneming te gelde te maken het verkopen van alle individuele bezittingen en met de resterende liquiditeiten alle schulden te voldoen waarna de liquidatiewaarde resteert.

1. Verkoopbaarheid onderneming

Om te beoordelen of de onderneming op de peildatum verkoopbaar zou zijn, moet onder meer worden gekeken naar de vraag of de onderneming voor een derde partij ook levensvatbaar zal zijn wanneer de huidige ondernemer de onderneming zou vervreemden. Veelal speelt hierbij de belangrijke vraag in hoeverre de resultaten van de onderneming afhankelijk zijn van de persoonlijke inspanningen van de huidige ondernemer. Zo dit in hoge mate het geval is, zal de onderneming voor een derde partij meestal niet interessant zijn, omdat deze er dan zelf geen rendement mee kan behalen. Advocaten spreken in zo'n geval veelal over persoonlijke (niet overdraagbare) goodwill. In een dergelijke situatie kan aan de verwachte resultaten/geldstromen geen waarde worden toegekend. Deze resultaten betreffen dan in feite namelijk de beloning voor de persoonlijke inspanningen van de ondernemer, oftewel het inkomen van de ondernemer. Dit speelt met name bij ondernemers die een specialistisch beroep uitoefenen via een eigen onderneming. Wanneer bij echtscheiding de waarde van een dergelijke onderneming moet worden bepaald, zal dit veelal de liquidatiewaarde betreffen, waarbij het uitgangspunt is dat niet de onderneming als geheel wordt verkocht, maar de individuele activa te gelde worden gemaakt. Hierop kom ik verderop in dit artikel nader terug.

2. Contractuele afspraken

Wanneer er meerdere aandeelhouders dan wel vennoten in een onderneming zijn, dan dient te worden beoordeeld of er tussen hen contractuele afspraken zijn gemaakt die moeten worden nageleefd in geval de aandelen van een van hen ter overname zouden zijn aangeboden. Wanneer een ondernemer zijn/haar aandelen zou hebben willen verkopen op de peildatum, dan zou hij/zij immers gehouden zijn aan de met de andere eigenaren gemaakte contractuele afspraken. Zo zijn er bijvoorbeeld bij een aantal grote accountantskantoren contractuele afspraken gemaakt tussen de aandeelhouders waarbij in geval van uittreden de aandelen tegen de nominale waarde moeten worden geleverd aan de onderneming. Gegeven dit contract is dit dan de enige wijze

waarop een aandeelhouder in een dergelijke organisatie zijn aandelen kan vervreemden. Omdat de aandelen niet tegen een andere prijs kunnen worden vervreemd, komt deze contractueel overeengekomen prijs in die situatie overeen met de waarde in het economisch verkeer van deze aandelen.

Bij het beoordelen van de contractuele afspraken tussen de eigenaren moet worden vastgesteld of de gemaakte afspraken een recht of een plicht betreffen. Wanneer de andere eigenaren het recht hebben de aandelen over te nemen tegen een contractueel overeengekomen prijs of een prijs op basis van een contractueel overeengekomen prijsformule, dan is daarmee niet gezegd dat zij dat op de peildatum ook daadwerkelijk gedaan zouden hebben. Wel ligt het dan voor de hand dat wanneer zij zelf meer waarde aan de aandelen zouden toekennen dan de contractueel overeengekomen prijs waartegen zij het aandeel kunnen overnemen, zij dan van hun recht gebruik zouden hebben gemaakt: oftewel de contractueel overeengekomen prijs zal in dat geval veelal de maximale prijs zijn waartegen de aandelen kunnen worden verkocht.

De economische waarde betreft de waarde die aan een onderneming kan worden toegekend op basis van economische uitgangspunten, zoals de in de toekomst te verwachten vrije geldstromen bij de DCF-methode.

Samengevat is het dus van groot belang dat wanneer er meerdere aandeelhouders of vennoten zijn, de contractueel tussen hen gemaakte afspraken goed worden beoordeeld om vast te stellen hoe deze zouden hebben uitgewerkt bij een vervreemding van de aandelen van de scheidende ondernemer op de peildatum.

3. Verkoop aan een derde partij

In geval de conclusie kan worden getrokken dat de (aandelen in een) onderneming overdraagbaar zijn aan een derde partij, dan zal er een waardering moeten plaatsvinden. Hierbij zal een waarderingsdeskundige moeten beoordelen welke prijs een derde partij mogelijk bereid zou zijn geweest te betalen voor de onderneming. Dat is voor een waarderingsdeskundige een lastig vraagstuk. De prijs is immers de uitkomst van een onderhandelingstraject tussen een kopende en verkopende partij en die uitkomst is alleen bekend wanneer er daadwerkelijk een onderhandeling heeft plaatsgevonden met een succesvolle uitkomst. Omdat er bij een echtscheiding geen feitelijke verkooptransactie plaatsvindt (ervan uitgaande dat de ondernemer de onderneming blijft voortzetten), dient de waarderingsdeskundige een aanname te maken ten aanzien van wat een redelijke prijs zou kunnen zijn geweest bij een transactie op de peildatum. Soms kan hiervoor aansluiting worden gezocht bij usances in de markt. Veelal betreft dit historisch ontstane vuistregels, zoals een bepaalde factor maal de

omzet. Naarmate er in de loop der jaren meer kennis is gekomen omtrent het waarderen van ondernemingen, zijn dergelijke vuistregels echter meer en meer ter discussie komen te staan. Rationeel beschouwd zal de prijs die iemand bereid is te betalen voor een bedrijf zich immers altijd realistisch moeten verhouden tot de waarde gebaseerd op het verwachte rendement. Wanneer een onderneming die ondanks een goede omzet naar verwachting geen positieve vrije geldstromen zal gaan realiseren, zal deze veelal geen (economische) waarde hebben. In een dergelijke situatie lijkt het dan ook niet reëel dat een kopende partij dan wel bereid is hier een prijs voor te betalen op basis van een vuistregel die uitsluitend is gerelateerd aan de verwachte omzet.

Dat het in de praktijk toch voorkomt dat er bij overnames prijzen worden betaald die zich niet lijken te verhouden met de verwachte winstgevendheid/vrije geldstromen, heeft verschillende oorzaken. Veelal heeft dit te maken met door de koper verwachte synergievoordelen wanneer door de overname twee ondernemingen kunnen worden samengevoegd. Onder synergievoordelen wordt bijvoorbeeld verstaan dat door de samenvoeging van de onderneming kosten kunnen worden bespaard. Andere (subjectieve) elementen die een rol spelen bij het tot stand komen van een specifieke transactieprijs zijn bijvoorbeeld het belang van het overnemen van een concurrent en het kopen van marktaandeel. Omdat dit altijd subjectieve en casus specifieke afwegingen zijn die in een onderhandelingsstraject worden gemaakt, kan de wijze van prijsvorming die wordt waargenomen bij een individuele transactie niet een-op-een als uitgangspunt worden gehanteerd bij een waardebeoordeling waarbij er geen daadwerkelijke verkooptransactie plaatsvindt. Het is immers zeer de vraag of in geval de te waarderen aandelen op de peildatum zouden zijn verkocht, de prijs dan ook op die wijze tot stand zou zijn gekomen.

Onder de waarde in het economisch verkeer wordt namelijk verstaan de prijs die op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meest-biedende gegadigde aan de ondernemer voor de onderneming zou zijn geboden/betaald.

Wat een waarderingdeskundige wel kan doen, is zich verplaatsen in een (fictieve) overnemende partij en vanuit dat perspectief beoordelen wat per de peildatum een plausibele prognose zou kunnen zijn. Op basis van die prognose kan dan een economische waarde worden bepaald. Veelal zal hierbij gebruik worden gemaakt van de DCF-methode, aangezien deze methode door waarderingdeskundigen wordt beschouwd als de best voorhanden zijnde methodiek om de waarde te bepalen. Ik verwijs hiervoor naar de eerder aangehaalde artikelen. Vervolgens kan worden beredeneerd wat in de ogen van de waarderingdeskundige een reële transactieprijs zou kunnen zijn, gegeven

de economische waarde die hij reëel acht. Normaliter zal die prijs onder de berekende economische waarde liggen, omdat het voor een koper economisch beschouwd alleen interessant is te investeren in een onderneming als dat kan voor een bedrag dat lager is dan de economische waarde die hij eraan toekent. Zo niet, dan komt hij namelijk niet in een betere positie door de investering. Derhalve zou de prijs dan kunnen worden benaderd door een discount (korting) op de berekende waarde toe te passen. Ik herhaal hierbij dat daarmee niet is gezegd dat dit ook daadwerkelijk de prijs zou zijn die bij een concrete transactie tot stand zou zijn gekomen, omdat bij een concrete onderhandeling over de prijs ook de eerder genoemde subjectieve elementen en specifieke belangen een rol spelen.

Hiervoor is opgemerkt dat een kopende partij soms bereid is een prijs te betalen die hoger is dan de economische waarde die een onderneming lijkt te hebben, omdat de kopende partij synergievoordelen veronderstelt te kunnen behalen. Dit zijn echter voordelen die uitsluitend kunnen worden behaald bij deze specifieke combinatie van twee bedrijven en dus niet aan de te waarderen onderneming kunnen worden toegerekend. Derhalve ligt het voor de hand om in geval van een echtscheiding de onderneming te waarderen uitgaande van de standalone gedachte, oftewel continuering van de te waarderen onderneming uitgaande van de bestaande situatie en ongewijzigd beleid.

Tot slot merk ik op dat het uiteraard ook voorkomt dat echtelieden samen actief een onderneming drijven. Wanneer in die situatie een van beiden de onderneming na de scheiding wenst voort te zetten, dan vindt er feitelijk wel een transactie plaats en zal moeten worden bepaald wat een reële prijs is die de voortzettende ondernemer aan de ander dient te voldoen. Als dit niet contractueel is geregeld, dan zal er een concrete onderhandeling tussen de aanstaande ex-echtelieden plaatsvinden die tot een voor beiden acceptabele prijs moet leiden. Hierbij speelt het interessante aspect dat het aandeel van de ene echtgenoot een andere waarde/prijs kan hebben dan dat van de ander. Het kan namelijk zo zijn dat de onderneming meer afhankelijk is van de ene dan van de andere ondernemer.

4. Liquidatiewaarde

Naast het verkopen van een onderneming als geheel kan een ondernemer ook de individuele activa (bezittingen) verkopen en met de resterende liquiditeiten de passiva (schulden) aflossen. Dit is het uitgangspunt bij het bepalen van de liquidatiewaarde. Hierbij wordt derhalve uitgegaan van de waarde in het economisch verkeer van de individuele activa en passiva, op basis waarvan het geldbedrag kan worden bepaald dat de ondernemer naar verwachting kan realiseren bij liquidatie. Volledigheidshalve vermeld ik dat bij de bepaling van de liquidatiewaarde niet alleen rekening moet worden gehouden met de uit de balans blijvende schulden, maar ook met schulden die het gevolg zijn van de liquidatie zoals de afkoop van (huur)overeenkomsten, afvloeiing van personeel en de liquidatiekosten.

De liquidatiewaarde is met name relevant in die situaties waarbij de conclusie is dat een onderneming niet verkoopbaar is aan een derde partij dan wel geen of geringe waarde heeft vanwege onvoldoende verwachte resultaten/vrije geldstromen. Een andere situatie waarbij de liquidatiewaarde aan de orde kan zijn, is wanneer een ondernemer via een holding (waarin verder geen activiteiten plaatsvinden) in een onderneming participeert. In dat geval zal ter bepaling van de liquidatiewaarde van deze holding onder meer de waarde in het economisch verkeer van de participatie in de deelneming moeten worden bepaald.

Wanneer bij een echtscheiding de liquidatiewaarde wordt bepaald, komt het regelmatig voor dat een van de partijen aangeeft dat geen reëel uitgangspunt te vinden, omdat de onderneming niet daadwerkelijk wordt geliquideerd. Immers: de ondernemer zal de onderneming na de scheiding veelal voortzetten. Het gaat er bij een waardering in het kader van een echtscheiding echter niet om wat er daadwerkelijk gebeurt, maar om de prijs die gerealiseerd had kunnen worden bij verkoop dan wel liquidatie op de peildatum. Om tot deze prijsbepaling te kunnen komen, is een uitgangspunt nodig op basis waarvan die prijs kan worden bepaald. Dat geldt bijvoorbeeld evenzeer voor de echtelijke woning die bij een scheiding ook niet altijd wordt verkocht, maar wel in de verdeling/verrekening wordt betrokken tegen de prijs die bij verkoop op de peildatum naar verwachting gerealiseerd had kunnen worden.

Samenvatting

Wanneer het uitgangspunt bij de waardebeoordeling in geval van een echtscheiding de waarde in het economisch verkeer (oftewel de verwachte transactieprijs) is, dan dient onderzoek plaats te vinden naar de prijs waartegen de onderneming op de peildatum naar verwachting kan

worden verkocht dan wel te gelde kan worden gemaakt door liquidatie. Dit betekent dat alvorens een berekening wordt gemaakt eerst een aantal vragen dient te worden beantwoord, te weten of de onderneming gegeven alle feiten en omstandigheden op de peildatum verkoopbaar is en of er met de mede-eigenaren contractuele afspraken zijn

Zo de onderneming verkoopbaar wordt geacht en er geen concrete afspraken zijn gemaakt, dan zal de prijs moeten worden benaderd op basis van een economische waardebeoordeling uitgaande van de verwachtingen van een potentiële overnemende partij.

gemaakt die van toepassing zouden zijn op het moment dat er sprake zou zijn van een concrete verkoop. Zo de onderneming verkoopbaar wordt geacht en er geen concrete afspraken zijn gemaakt, dan zal de prijs moeten worden benaderd op basis van een economische waardebeoordeling uitgaande van de verwachtingen van een potentiële overnemende partij. Oftewel: er dient eerst goed onderzoek plaats te vinden alvorens er gerekend kan worden. Helaas komt het in de praktijk nog steeds voor dat direct wordt begonnen met het maken van berekeningen zonder dat hier weloverwogen uitgangspunten en aannames aan ten grondslag liggen.

Over de auteur

Edwin R. Lankester RA RV is vennoot bij Boringa & Lankester registeraccountants en mediators in Nieuwveen, een financieel advieskantoor met onder meer als specialisatie het adviseren in echtscheidingszaken waarbij ondernemers zijn betrokken.