

# DE RV-UPDATE

DE RV-UPDATE 2 – 2  
AUGUSTUS 2006

IN DIT NUMMER:

- Welkom
- MOVIR
- Gepubliceerde artikelen
- Terugblik workshop Employee benefits
- InterVisie
- Schade



Redactie:  
Tel nr: 023 56 85800  
Fax nr: 023 56 85806  
E-mail: [ouderoelink@ibus.nl](mailto:ouderoelink@ibus.nl)

Secretariaat :  
Koningsweg 94  
5211 BN 's-Hertogenbosch  
Tel nr: 073 61 00422  
Fax nr: 073 61 00433  
E-mail : [secretariaat@nirv.nl](mailto:secretariaat@nirv.nl)

Beste Register Valuator,

Tijdens de zomervakantie verschijnt wederom de tweede RV-Update van dit jaar. Het is heerlijk om te zien dat het opstellen van dit intern blad, door en voor NIRV-ers, zo snel gevuld raakt. Hulde aan de inzenders!

Achter de schermen is de PR commissie bezig met het treffen van de voorbereidingen voor de inschrijving van het 100<sup>e</sup> NIRV lid. De insteek is om zoveel mogelijk publiciteit voor het NIRV in de media te verkrijgen. Wordt vervolgd!

De redactie

## Movir Convenant met Register Valuators

Het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV) is een samenwerking aangegaan met arbeidsongeschiktheidsverzekeraar Movir. Het overeengekomen convenant werd op 13 april jongstleden ondertekend door Dirk van Sluis, voorzitter van de beroepsvereniging, en Dick Bukman, directeur van Movir. Met deze samenwerking verstevigt Movir haar positie binnen de financiële markt van vrijberoepsbeoefenaars.

Het convenant is gesloten voor onbepaalde tijd en biedt beide partijen een aantal voordelen. Zo krijgen aangesloten leden een korting op hun AOV-premie en staan de uitgebreide preventiediensten van Movir tot hun beschikking. Voor Movir is het een uitbreiding van haar positie binnen de groep vrijberoepsbeoefenaars financiële dienstverlening. Movir heeft al convenanten met onder meer de KNB en de SRA.

Movir is een intermediaire verzekeringsmaatschappij, dit betekent dat u een tussenpersoon moet aanwijzen welke uw belangen behartigt. Advios Assurantiën BV is de financieel intermediair welke heeft bemiddeld bij de totstandkoming van het mantelcontract tussen het NIRV en Movir. Het unieke van Advios is dat zij een provisieplafond hanteert van EUR 380 per jaar. Doordat de standaardprovisie bij een arbeidsongeschiktheids-verzekering bij Movir gelijk is aan 12,5% van de jaarpremie zal het voordeel al snel oplopen tot honderden euro's per jaar! Het introductieaanbod loopt tot 1 september 2006.

Flip van Spaendonck

## Gepubliceerde artikelen

Er zijn wederom diverse artikelen verschenen. Van prof. drs. J. Vis MBA verscheen in het Tijdschrift Controlling het artikel 'Forensic valuation: waardering van bedrijfsbelangen of van economische schade'. Daarnaast besteedt Jan Vis in hetzelfde blad aandacht aan 'Reële Opties in een reële wereld. De strekking was dat flexibiliteit in een investeringsbeslissing waarde schept. Aan de hand van een investeringsproject wordt dit uitgewerkt. Tot slot wordt in het blad Fusie & Overname, in de uitgave van februari 2006, de vraag gesteld of geld altijd waarde heeft. In deze tijd waarin de inflatie weer opsteekt is dit zeer actueel.

### **Terugblik workshop Employee Benefits in het kader van fusie & overname.**

De commissie vaktechniek heeft wederom een boeiende workshop georganiseerd. Afgelopen mei was het thema ‘employee benefits in het kader van fusie & overname’. Gastsprekers waren de heren drs. Frank Verschuren AAG en mr. Jan H.W. Oosterbroek FB RV.

In het eerste deel van de workshop heeft de heer Oosterbroek een inleiding verzorgd over onder meer juridische aspecten van pensioenstelsels wetgeving en inhoud van de onderscheiden stelsels. Aan bod kwamen de ‘defined contribution’ en ‘defined benefit’ systemen. Tevens werden fiscale aspecten van de in Nederland voorkomende pensioenregelingen belicht, voornamelijk gezien vanuit het werkgeversperspectief. Tot slot bracht de heer Oosterbroek de juridische aspecten met het oog op de inhoud van de sale & purchase agreement in relatie tot het pensioen onder de aandacht.

Na het nuttigen van een zeer goed verzorgde diner was het woord aan de heer Verschuren. Hij ging in op employee benefits (met name pensioenen), en de invloed daarvan op de ondernemingswaarde. Aan de hand van een rekenvoorbeeld werd de marktwaarde van de pensioenverplichting en het pensioenvermogen berekend. De methodiek hiervoor is IAS 19.

Op het afgeschermd gedeelte van de NIRV-website zijn de Powerpoint-presenties opgeslagen.

### **InterVisie**

Sinds het afgelopen voorjaar kennen we binnen het NIRV “InterVisie Bijeenkomsten”. Uit het feit dat 47 NIRV-leden zich hiervoor ingeschreven hebben, nota bene bijna de helft van het aantal leden van de vereniging, blijkt dit initiatief in een duidelijke behoefte te voorzien.

Na inmiddels ca. 3 maanden kunnen we constateren dat de gehouden bijeenkomsten goed

zijn verlopen, en tot geanimeerde discussies tussen leden geleid hebben. Zowel de vakinhoudelijke verdieping, als de gelegenheid tot netwerken, wordt door veel mensen genoemd als reden voor hun deelname. Mogelijk komt daar in de toekomst nóg een argument bij als “permanente educatie” een rol gaat spelen voor Register Valuators.

De regio Eindhoven, onder leiding van Bert Lippens, was op 6 juli al weer toe aan de derde bijeenkomst. Waar de eerste twee keer gesproken is over de kostenvoet eigen vermogen met een inleiding door Flip van Spaendonk respectievelijk Richard Peeters, ging de derde bijeenkomst over de waardering van merken met een inleiding door Erik Smidt.

De regio Amersfoort, met coördinatie door Friso Kuipers, bleek met 8 mensen die bij nader inzien niet allen tijd bleken te kunnen vrijmaken voor de bijeenkomsten, te klein.

Nadat enkele malen een geplande bijeenkomst vanwege tegenvallende deelname afgelast werd, hebben we besloten de echte enthousiastelingen te verdelen over de overige regio’s. Eind dit jaar kunnen we opnieuw bekijken of er voldoende deelname voor een zelfstandige groep in deze regio is.

De regio Amsterdam-Noord, met coördinatie door Rene van Bruggen, heeft inmiddels twee bijeenkomsten gehouden. De eerste ging over hoe de fiscus tegen waarderingen aankijkt. Op 6 juli werd door Per Kroon de tweede bijeenkomst gehouden over ‘controlled auctions’ en de aanpak van het verkoopproces.

De regio Alphen aan de Rijn, onder leiding van Iwan Oude Roelink kwam bijeen op dinsdag 4 juli om te spreken over de APV-methode in vergelijking tot de klassieke DCF-methodiek. Hiertoe had Iwan een aantal casussen voorbereid.

De regio Rotterdam, met coördinatie door ondergetekende, heeft inmiddels twee bijeenkomsten achter de rug. Na een inleiding door Kees de Geus bleek in de eerste bijeenkomst een geanimeerde discussie te ontstaan over de bij

waardering van ondernemings schade toe te passen principes (zie ingezonden artikel (red)).

De tweede bijeenkomst ging over de impact op de ondernemingswaarde van het inkopen van eigen aandelen. Op 19 september staat de volgende bijeenkomst gepland over de berekening van de kostenvoet eigen vermogen. Als voorbereiding hiervoor zal elk van de aanwezigen een voorbeeld meebrengen van een door hem of haar berekende (en beargumenteerde) kostenvoet.

Leden die zich nog niet voor InterVisie aangemeld hebben, kunnen alsnog hun belangstelling kenbaar maken. Een e-mail naar [NIRV@BusinessValue.nl](mailto:NIRV@BusinessValue.nl) volstaat.

Arien Snarrius

## **SCHADE: ECONOMISCHE WAARDE EN VERMOGENSKOSTEN**

Inbreuk door derden of een van buiten komend onheil op geldstromen is schade voor de eigenaar van de geldstromen. De economische waarde van de schade is gelijk aan het verschil in de geldstromen met en zonder inbreuk, gedisconteerd tegen een bepaalde vermogenskostenvoet (vkv).

Bij bepaling van de schade zijn de volgende vragen van belang.

1. Wat is de veronderstelde geldstroom zonder inbreuk.
2. Wat is de veronderstelde geldstroom na de inbreuk, of, 2a. wat is de gematerialiseerde geldstroom na de inbreuk.
3. Welke vermogenskostenvoet dient te worden gehanteerd bij berekening van de waarde van de onderscheiden geldstromen.
4. Kunnen de toekomstige geldstromen worden geherinvesteerd in activiteiten met een gelijke vkv.

Hieronder wordt ingegaan op de gestelde vier vragen in het geval van inbreuk op de geldstromen van een onderneming, waarbij de eerste twee vragen slechts worden beantwoord in het licht van de relatie tot de vraag welke vkv gehanteerd moet worden.

### **Ad 1. Geldstroom zonder inbreuk**

Ieder geval zal op zich staan. Voor de eenvoud wordt hier aangenomen dat schadelijder en veroorzaker consensus over deze verwachte geldstroom bereiken. Het zij benadrukt dat het scenario ontwikkeld moet worden naar de toestand juist voor het ontstaan van de schade.

Verwachtingen en uitkomsten uit het verleden kunnen weliswaar behulpzaam zijn bij bepaling van het scenario, maar mogen niet als uitgangspunt worden genomen.

Voorts mogen uitkomsten en ontwikkelingen van na de schadedatum strikt genomen niet worden meegewogen indien de DCF methode wordt toegepast.

Dit kan wel eens lastig worden als pas een jaar na dato van het begin van de inbreuk overeenstemming wordt bereikt.

### **Ad 2. Geldstroom direct na inbreuk**

Hier geldt hetzelfde als onder ad 1. Daarbij de toevoeging, dat het gewenst zou zijn risico en onzekerheid te scheiden. Indien de toegenomen onzekerheid door de inbreuk in het scenario verwerkt kan worden, blijft het onsystematisch risico van de betreffende onderneming gelijk in vergelijking met de onderneming van vóór het schademoment. Het laat zich raden dat deze scheiding in de praktijk moeilijk te bepalen zal zijn.

In aanvulling op de korte uitleg bij de beantwoording van de vraag inzake de vermogenskostenvoet is het vermeldenswaard dat de statistiek toepasbaar is voor het systematische risico, ook wel de marktpremie genoemd, welke betrekking heeft op gemiddeld waargenomen rendementen.

Het moge duidelijk zijn dat in geval van een individuele onderneming, waarbij een schadeval de situatie welhaast uniek maakt, er geen historische risicopremies bekend zullen zijn.

Voorts speelt hier nog het algemene argument dat het niet fraai is om historische gegevens te gebruiken voor de toekomst.

### **Ad 2a. Gematerialiseerde geldstroom na inbreuk**

Dit lijkt een aantrekkelijke route bij de schadebepaling, want onzekerheden worden in vergelijking met ad 2 uitgeschakeld.

Voor de eenvoud wordt aangenomen dat de schadeprijs van beperkte duur is en dat na de schadeprijs de situatie weer normaal is, i.e. de situatie in termen van waarde is dan weer precies gelijk aan de verwachte situatie zonder schade.

Omdat er nu geen sprake meer is van verwachte geldstromen, moet de vraag gesteld worden of de DCF methode nog toegepast mag worden. Die is in het kader van economische waarde immers bedoeld voor toekomstige geldstromen.

### **Ad 3.1 Toe te passen vkv zonder inbreuk**

Aangenomen wordt dat schadelijker en veroorzaker het eens kunnen worden over de vermogenskosten. Gelijk het gestelde onder ad 1 met betrekking tot het tijdstip van vaststelling dient de vkv naar omstandigheden op het moment juist voor de schade bepaald te worden. Afwijking van een historische getal zoals ooit eerder door de onderneming vastgesteld, is dus heel wel mogelijk.

### **Ad 3.2 Toe te passen vkv na inbreuk**

Indien de door de schade veroorzaakte toegenomen onzekerheid volledig in het geldstroomscenario kan worden verwerkt, is het aangewezen de onder ad 3.1 vastgestelde vkv te hanteren.

Het is echter zeer de vraag of het hierboven geschetste ideaalbeeld altijd van toepassing zal zijn.

Het is voorstelbaar dat een bepaalde onzekerheid (bijvoorbeeld verlies van marktaandeel, personeel dat wegloopt) niet goed in een scenario is te benoemen en vervolgens in het onsystematisch risico van de vkv wordt ondergebracht.

De waarde van deze verwachte geldstroom wordt daarmee kleiner en de schade derhalve groter.

### **Ad 3.2a Toe te passen vkv op de waargenomen geldstroom na afloop van de inbreuk**

Zoals eerder opgemerkt is het zeer de vraag of het DCF model nu nog gehanteerd mag worden.

De vkv zoals bepaald onder ad 3.1 bevat een risicopremie voor de ongewisheid van de toekomstige geldstromen. Indien de afloop wordt afgewacht, is de ongewisheid verdwenen, en daarmee de ratio voor het toepassen van een risico-opslag.

Dat dit een foutieve conclusie zou zijn uit hoofde van het argument dat door het hanteren van een lagere vkv over de schadeprijs de economische waarde na de schadeprijs lager is dan die van voor de schade is een onjuiste redenering.

Er worden dan namelijk twee economische waarden vergeleken, die op afzonderlijke tijdstippen, waarvan tenminste één in het verleden, zijn vastgesteld. Al eerder is geconstateerd dat economische waarde een toekomst georiënteerd begrip is; het achteraf waarde toekennen is daarom niet juist. In geval van schadebepaling is het slechts zinvol tegelijkertijd vastgestelde economische waarden met elkaar vergelijken.

### **Ad 4 Herinvestering tegen gelijke vermogenskosten**

Bij een goed ontwikkelde vermogens- en kapitaalmarkt zal altijd een alternatieve belegging met een gelijke vermogenskostenvoet voorhanden zijn. In theorie is herinvestering dus altijd mogelijk.

Echter, een belegging is wat anders dan een investering in een project of onderneming. Het is zeer de vraag of een aandeelhouder de ter beschikking komende geldstroom direct zal herinvesteren in een project of onderneming met een gelijke vkv. Wellicht zijn dergelijke projecten in zijn branche niet voorhanden, of is zijn houding ten aanzien van risico juist veranderd.

Ook blijft het geld bij vele ondernemingen al dan niet tijdelijk in kas om reden van bijvoorbeeld voorliefde voor hoge liquiditeit, dan wel is er behoefte aan een oorlogskas voor acquisities en projecten die zich nog moeten manifesteren.

Kees de Geus

*(dit is een extract uit een artikel; het gehele artikel is te vinden op het besloten gedeelte van de website van het NIRV)*