

# vanwaarde

uitgave van het NIRV | JULI 2012

Russische  
**benzine**  
in Nederland

Economie  
bestaat dankzij  
waarde  
**verschillen**

HOGЕ TRANSACTIEGERELATEERDE BONUSSEN VOOR MANAGERS ZIJN NIET MEER VAN DEZE TIJD

Alle ingrediënten voor een gezonde ontwikkeling binnen het MKB



## inhoud

- 2 Inhoud  
Colofon
- 4 Interview voorzitter  
Ondernemerskamer  
Peter Ingelse
- 8 Russische benzine  
in Nederland
- 10 Economie bestaat dankzij  
waardeverschillen
- 12 De Stelling
- 14 Interview John F. Kastelein
- 17 Opmerkelijke overname

Hoge transactiegerelateerde  
**bonussen** voor managers  
zijn niet meer van deze tijd  
De Stelling. Lees de opinies op pagina 12...

## colofon

Van Waarde is een uitgave van het NIRV.  
Verschijnt vier keer per jaar  
**Eindredactie:**  
Frank van Ee  
**Redactie:**  
René van Bruggen,  
Arjen Sparrius  
**Ontwerp/Vormgeving :**  
Buro de Beer, Haarlem  
**Tekstproductie/fotografie:**  
De Coalitie, Haarlem  
**Copyright:**  
NIRV  
**Reacties:**  
info@vanwaardemagazine.nl



Russische  
**benzine**  
in Nederland

Lees verder op pagina 9...



Peter Ingelse, voorzitter van de Ondernemingskamer, wikt en beschikt over geschillen binnen ondernemingen. Vaak komt het daarbij aan op waardebeoordeling. Maar het zijn nog lang niet altijd Register Valuators die als deskundigen te hulp worden geroepen. 'De beroepsgroep is nog jong'.

**Peter Ingelse** voorzitter Ondernemingskamer

“ We putten uit een  
reservoir van  
**deskundigen**”

Toen Peter Ingelse bijna drie jaar geleden benoemd werd tot voorzitter van de Ondernemingskamer, had hij er al een lange staat van dienst. Eerst als advocaat in medezeggenschapszaken, later als raadsheer in de kamer zelf. De verschillen met de 'gewone' rechtspraak zijn aanzienlijk, vindt hij: ' We zijn een kamer van het Hof van Amsterdam, maar hebben een landelijke functie en doen vooral zaken in eerste aanleg. We beslissen over rechtspersonen, maar anders dan bij ander handelsrecht hebben we vooral te maken met verzoekschriften en niet met dagvaardingen. Het gaat er hier dus meestal wat informeler aan toe.'

**De Kamer bestaat uit vijf leden, waarom is dat?**

Dat komt door de deskundigheid die voor de zaken is vereist. Behalve drie rechters zitten er ook twee leken, wel bijzonder deskundige

leken, in de kamer: mensen uit het bedrijfsleven met uitgebreide ervaring, uit de financiële hoek, accountants, afhankelijk van de vereiste deskundigheid.'

**Maar u benoemt ook externe deskundigen in een zaak, bijvoorbeeld mensen die de waarde van ondernemingen moeten bepalen.**

'Dat klopt. Bij zaken over uitkoop van aandelen en geschillenregelingen tussen aandeelhouders, zit dat in de procedure ingebakken. Maar ook bij enquêtes, zo'n 65 procent van de zaken, komt het veelvuldig voor als deel van de oplossing van het conflict. Bij enquêtes draait het om twijfels aan het beleid binnen een onderneming waarvoor eerst een onderzoeker wordt aangesteld. Maar daarna moet toch vaak een deskundige de waarde van de onderneming bepalen.'







‘ Register Valuators  
vormen een  
**jonge** beroepsgroep  
die zich nog niet  
heel erg **in de kijker**  
heeft gespeeld.’





### Zet u daar altijd Register Valuators voor in?

‘Nee. We hebben een reservoir van deskundigen waaruit we putten. Van hen kennen we de kwaliteiten. Vaak zijn dat accountants, soms zijn ze ook RV. Dat is historisch zo gegroeid.’

### Zal dat in de toekomst vaker gebeuren?

‘Misschien wel. Register Valuators vormen een jonge beroepsgroep die zich nog niet heel erg in de kijker heeft gespeeld. Maar ik heb de indruk dat er wel het nodige aan het imago gebeurt, met een register, een klachtenprocedure, een opleiding.’

### Zijn er verschuivingen zichtbaar in de zaken bij de Ondernemingskamer?

‘Dat is moeilijk te zeggen. We hebben redelijk wat uitkoopzaken de laatste tijd. Maar dat zijn er dan zo’n 15 per jaar op een totaal van ruwweg 150 zaken. Dat is te weinig om daar grote uitspraken over te doen.’

### Schrijft de ondernemingskamer de methode van waardebeoordeling voor?

‘In eerste instantie laten wij het aan de deskundige over om zijn methode te kiezen. Dat is zijn vak. Maar soms leidt dat tot discussies tussen partijen waarover wij als kamer dan een beslissing moeten nemen.’

### Cruciaal bij waardebeoordeling is natuurlijk de peildatum. Laat u dat ook aan de Valuator over?

‘Nee. Daarvan zeggen we meestal: neem een voor de hand liggende, zo recent mogelijke datum. We proberen het gat tussen de peildatum en onze beslissing zo klein mogelijk te houden. Maar als die periode te lang is, vragen we wel eens om een update.’

Onlangs hadden wij een zaak waarin de deskundige de aandelen waardeerde per 1 januari. De deskundige rapporteerde begin maart en had de waarde op goede gronden geëxtrapoleerd naar 1 maart. En toen wij twee maanden later de beslissing namen konden wij die extrapolatie doortrekken.’

### Een ander heet hangijzer bij waardebeoordelingen zijn kortingen op minderheidspakketten. Hoe kijkt u daar tegenaan?

‘Die worden door ons doorgaans niet gehonoreerd. Wettelijk hebben aandeelhouders zich jegens elkaar te gedragen naar redelijkheid en billijkheid. Het zou betekenen dat een minderheidsaandeelhouder zijn pakket moet aanbieden voor bijvoorbeeld 15% onder de waarde. Maar dat betekent ook dat het pakket na de overdracht ineens weer 15% meer waard is geworden. Zo behoren aandeelhouders niet met elkaar om te gaan. Andersom geldt het net zo. Het laatste aandeel is bij een overdracht natuurlijk veel meer waard voor de uitkoper, want daar bespaart hij zich dure procedures mee. Maar daar komt ook geen toeslag op.’



De Russische olie- en gasmaatschappij LUKOIL maakte in april bekend 59 tankstations van de Verolma Groep over te nemen. Voor Nederland gaat het om 46 tankstations van het SmeetsGeelen netwerk. Daarnaast worden de bestaande handelsactiviteiten en logistieke organisatie in Nederland en België overgenomen. De overname past uitstekend bij de huidige activiteiten in de regio verklaart Ivo Hoskens, Retail Sales Manager en Deputy Managing Director LUKOIL Belgium NV.

### Hoe heeft u het overnametraject aangepakt?

Als Lukoil Belgium opereren wij vanuit Brussel. Wij waren daarom op zoek naar iemand die de Nederlandse oliemarkt goed kent en die ons kon introduceren bij relevante partijen. Lukoil heeft een belang van 45% in de olieraffinaderij in Zeeuws-Vlaanderen. Nu wij een markt extra kunnen bedienen, kan die raffinaderij nog efficiënter draaien.

### Welke adviseurs hebben u tijdens het overnametraject ondersteund en hoe was de rolverdeling?

De heer Arjen Sparrius van Business Value B.V. heeft als RV'er een belangrijke rol gespeeld. Hij was van begin tot eind betrokken bij de onderhandelingsgesprekken. Hij kent de Nederlandse oliemarkt en begrijpt de verschillende bedrijfsonderdelen en – processen in onze branche. Bovendien is hij specialist op het vlak van bedrijfswaar-

dering en zeer ervaren in het begeleiden van overnames. Zijn bedrijfseconomische analyses vormden voor ons een duidelijke meerwaarde. Daarnaast hebben wij met Ernst & Young en Baker & McKenzie samengewerkt voor de due diligence en contractzaken.

### Waarom Nederland?

De stations die wij in Nederland en België overnemen van Verolma Groep liggen voor het overgrote deel in Nederlands en Belgisch Limburg. De geconcentreerde locatie geeft ons de kans om met een stevige lokale verankering de Nederlandse markt te betreden en biedt een uitstekend platform voor verdere groei en expansie in Nederland. De energie- en vooral de brandstoffenmarkt kunnen best extra concurrentie gebruiken. Zeker omdat wij altijd onder de prijs van de grote oliebedrijven blijven. De automobilist betaalt dus bij ons minder aan de pomp.



# Russische **benzine** in Nederland



‘...bedrijfseconomische analyses  
vormden voor ons  
een duidelijke **meerwaarde.**’

Economie  
bestaat dankzij  
waarde**verschillen**



We worden opgevoed met normen en waarden. Veel waarden delen we met elkaar. Toch zijn ze ook heel persoonlijk. Deze tweeledigheid is niet alleen zichtbaar bij morele of ethische waarden, maar ook bij financieel-economische waarden: de betekenis van verwachte geldstromen. We delen dezelfde principes, en toch kan de uitkomst per belanghebbende verschillend zijn.

**Drs. Joost Groeneveld RA RV**

Directeur Wingman  
Business Valuators B.V., Breda

De waarderingsuitkomsten hangen af van de rol van de belanghebbende, van zijn persoonlijke doelstellingen en zijn individuele capaciteiten. Die positie is voor veel belanghebbenden verschillend. En natuurlijk zijn de (wisselende) omstandigheden van invloed: het te waarderen object in relatie tot het subject, op een bepaald tijdstip onder bepaalde omstandigheden. Dus ook de situaties zijn vaak verschillend. Die wisselende combinaties van positie en situatie vereisen maatwerk, dat voor respectieve belanghebbenden tot verschillende uitkomsten kan leiden. Economie bestaat dankzij waardeverschillen. De analyse daarvan is het specialisme van Register Valuators.

de hand. En zodra de accountant als specialist wordt gezien, is hij dat op het gebied van jaarverslaggeving en controle. In accounting krijgt economie de vorm van veronderstelde continuïteit. De “waarden” in accounting zijn gebaseerd op een historie van prijsvorming (cost based). In economie gaat het om de toekomst met de bijbehorende verwachtingen en risico's (income based). Economische waarde is altijd toekomstgericht.

Waardebepaling komt vaak op een cruciaal moment: bedrijfsopvolging; overname; uitkoop; boedelverdeling; schadeclaim. Het zijn “eenmalige” gebeurtenissen met grote gevolgen voor de toekomst van de

‘...en natuurlijk zijn de (wisselende)  
omstandigheden van invloed...’

Toenemende specialisatie is niet exclusief voor de financiële bedrijfseconomie. Bijvoorbeeld in de medische sector heeft de huisarts ruimte moeten maken voor zeer uiteenlopende specialismen: de huisarts verwijderd een splinter; operaties worden in het ziekenhuis verricht. En niemand gaat met zijn gebroken voet naar een oogarts. De parallel met de huisaccountant ligt voor

belanghebbende(n). Daar mogen geen fouten mee worden gemaakt.

De belanghebbende opdrachtgever – de vennootschap, de DGA, zijn opvolger of een wederpartij - moet weten “wat hij doet”, op basis van een gedegen waarderingsonderzoek. Hij moet zich kunnen verantwoorden, zowel inhoudelijk als procedureel. Hij heeft dus een Register Valuator nodig.

# Hoge transactiegerelateerde **bonussen** voor managers zijn niet meer van deze tijd

## **Tjarda Molenaar,**

*Tjarda Molenaar, Directeur Nederlandse  
Vereniging van participatiemaatschappijen*

Voor participatiemaatschappijen zijn hoge transactiegerelateerde bonussen nooit van deze tijd geweest. Het gaat bij participatiemaatschappijen namelijk niet om bonussen maar om winstdelingen. Deze winstdeling is daarnaast ook niet gerelateerd aan transacties, maar is van toepassing op het gehele fonds. In de regel heeft een fonds een looptijd van 10 jaar, en kunnen beleggers niet zomaar in- of uitstappen.

Tot een bepaalde drempel (in de regel 8% rendement) zijn het alleen de beleggers (pensioenfondsen, particulieren) die winst uitgekeerd krijgen. Alle winst boven deze drempel wordt 20/80 verdeeld. Dat wil zeggen dat 20% van deze (over)winst naar de participatiemaatschappij gaat en de overige 80% naar de beleggers. Tot die tijd ontvangt

de participatiemaatschappij alleen een onkosten vergoeding om de organisatie draaiende te houden. De hoogte van de winstuitkering is dus sterk afhankelijk van de vraag in hoeverre de fondsmanager in staat is blijvend waarde toe te voegen aan de fondsinvesteringen. Het is ook een reëel risico dat er geen winst uitgekeerd wordt aan de participatiemaatschappij.

Het grote voordeel van deze regeling is dat de belangen van iedere partij gelijkgeschakeld zijn. Iedereen is gebaat bij een zo groot mogelijke langdurige waardecreatie. Daarnaast hebben grote institutionele beleggers veel invloed op de vaststelling van de fondsvoorwaarden. Kleinere partijen zullen minder invloed hebben, maar zij kunnen bijvoorbeeld kiezen voor fonds-in-fondsen. Tijdens de looptijd van een fonds hebben beleggers via investeringscomités ook grote invloed op de investeringsstrategie, en dus op de uiteindelijke winst.



**Tjarda Molenaar**



**Alex Klein**

*Hoge transactiegerelateerde bonussen voor managers zijn niet meer van deze tijd. Dat is dit keer de stelling waarop twee deskundigen reageren. Wij hopen dat ook onze leden hun mening over deze stelling willen geven. Mail uw reactie daarom naar: [info@vanwaarde.nl](mailto:info@vanwaarde.nl)”*

**Alex Klein,**

*Columnist De Telegraaf*

Alex Klein is een veelgelezen columnist voor De Telegraaf, schreef toegepaste bedrijfskunde boeken voor ondernemers en starters en geeft als freelance professor les op hogescholen en universiteiten in Europa en de VS.

“Het klopt om mensen te laten meegenieten van de resultaten die ze boeken. Met bonussen heb ik geen enkel probleem mits het geen korte termijn bonussen zijn. Het is bijvoorbeeld makkelijk gedurende één jaar drastisch in de kosten te snijden, waardoor het resultaat op

korte termijn in positieve zin wordt beïnvloed. Maar als men niet investeert, de lange termijn vergeet, zullen cijfers snel opnieuw rood worden. Winst is immers niets anders dan een mening die je kunt beïnvloeden. De koppeling tussen wat je doet en wat je krijgt, is belangrijk. Niet voor niets telt Nederland zo veel ZZP-ers. In dat verband is het vreemd dat er geen malusregeling bestaat voor directeuren en managers. Want als een ZZP-er slecht presteert, krijgt hij wel de rekening gepresenteerd, vermindert zijn inkomen. Iedereen is het met die malusregeling eens, alleen gebeurt het niet. Tot mijn grote verbazing en ook ongenoegen.”





Fiscale waarderingen  
vaak beladen door  
**tegengestelde**  
belangen



John F. Kastelein





ECONOMISCH

John F. Kastelein werkt bij de Belastingdienst. Van huis uit is hij jurist, fiscalist en vastgoed (waarderings)deskundige. Hij volgde in Rotterdam de opleiding Business Valuation. BV is een vak waar volgens hem nog te veel (goedbedoelde) hobbyisten rondlopen. “In Rotterdam leerde ik meer economisch denken en economisch waarderen. De BV-opleiding maakte mijn waarderingscirkel rond. Voor mij geldt in het algemeen: Knowing nothing about a subject is frequently healthier than knowing what is not so. And a little learning may be a dangerous thing.”

**Je bent de enige RV'er binnen de Belastingdienst. Hoe gaat de Belastingdienst met waarderingsvraagstukken om?**

Voor waarderingsvraagstukken kan een beroep worden gedaan op het in 2010 opgerichte Landelijk Business Valuation Team (LBVT). Dit zijn collega's die meer dan gemiddeld geïnteresseerd zijn in (bedrijfs)waarderingsvraagstukken. De bevoegde inspecteur en/of controlemedewerker bepaalt of hij intern advies

inwint. Als wij niet worden geraadpleegd, kunnen wij dat niet afdwingen. Het LBVT verzamelt en veredelt kennis op het gebied van (bedrijfs)waardering(vraagstukken) en brengt dat in de vorm van (on)gevraagde adviezen op de werkvloer bij de 'inspecteurs'.

**Bij welke waarderingvraagstukken in de fiscale rechtspraak wordt aansluiting gezocht bij wat RV'ers de 'economische waarde' noemen?**

Fiscale vraagstukken zijn vaak zwaar beladen, omdat er tegengestelde belangen kunnen zijn. Men berekent en verwacht een fiscaal gevolg. Transacties tussen onafhankelijke derden zien wij in principe niet. Wij zien veelal transacties in gelieerde verhoudingen of wettelijk vereiste waarderingen waar fiscale gevolgen aan verbonden zijn. Hier ligt een belangrijk verschil tussen economisch waarderen en fiscaal waarderen. Bij fiscale waarderingvraagstukken moet worden aangesloten bij het waardebegrip uit de betreffende heffingswet.

Het centrale fiscale objectieve waardebegrip is de 'waarde in het economische verkeer' (WEV). Deze waarde is vrijwel nooit gelijk aan de 'economische waarde'.

De fiscale WEV is namelijk een 'prijs' en wel 'de prijs die bij aanbidding van de zaak ten verkoop op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meestbiedende gegadigde daarvoor zou zijn besteed', aldus

de Hoge Raad. Iedere fiscale waardering moet worden gezien in de fiscale context. Iedereen weet dat er verschillen bestaan tussen een 'economische waarde' en een objectieve prijs.

**Worden bij waarderingvraagstukken in de fiscale rechtspraak ook andere waarderingdefinities toegepast dan alleen de economische waarde? En welke worden geaccepteerd?**

Fiscaal gezien bestaat het begrip 'economische waarde' niet. De uitkomst van een 'economische waardering' kan wel een indicatie geven voor het fiscale waardebegrip dat moet worden bepaald. Twee voorbeelden. De Successiewet 1956 spreekt voor de schenk- en erfbelasting bij bedrijfsopvolging van een 'waarde going concern' en een 'liquidatiewaarde'. Voor de liquidatiewaarde geldt grofweg dat kan worden aangesloten bij de directe opbrengstwaarde. Voor de going concernwaarde zou een economische waardering uitkomst kunnen bieden.

De (lagere) fiscale bedrijfswaarde voor de winstbepaling is de hoogste van de directe en indirecte opbrengstwaarde. Afhankelijk van het fiscale waardebegrip, de daarbij behorende wetgeving, beleidsbesluiten en jurisprudentie, zal moeten worden bekeken welke waarderingmethoden het meest geschikt zijn om de vereiste fiscale waarde te bepalen.



## opmerkelijke overname



Heineken neemt de Belgische ontwikkelaar van ciders Stassen over. Dat meldde de bierbrouwer onlangs zonder op financiële details in te gaan. Heineken ziet een belangrijke groeiemarkt in cider. Het bedrijf komt daarom met diverse nieuwe ciders op de markt, die voor een groot deel al samen met Stassen zijn ontwikkeld. Stassen moet na de overname gaan fungeren als het ontwikkelcentrum van Heineken voor nieuwe ciders.

**NIRV**

[www.nirv.nl](http://www.nirv.nl)

