

Echtscheiding; de waarde van de onderneming kan niet uit de jaarrekening worden afgeleid

1

1. Inleiding

Met regelmaat moet worden vastgesteld dat bij echtscheiding de echtelieden gezamenlijk eigenaar zijn van een onderneming. Oorzaak hiervan is vaak dat de onderneming behoort tot de gemeenschappelijke boedel. Een echtgenoot kan ook belanghebbend zijn doordat hij firmant, maat, vennoot of aandeelhouder is in de 'onderneming' van de andere echtgenoot.

Bij boedelscheiding, respectievelijk overdracht van het belang aan de andere partner, moet de waarde van de onderneming, respectievelijk van de aandelen in de vennootschap worden vastgesteld. Vanuit een bedrijfseconomisch perspectief vaak met de volgende uitgangspunten (maar elk geval is anders).

1. De onderneming is een 'going concern'.
2. De prijs is gelijk aan de waarde, maar het staat partijen vrij hier anders mee om te gaan.
3. Marktconformiteit.

Dit artikel geeft inzicht in benaderingen van de waarde van het eigen vermogen in de onderneming. Hierbij wordt de aandacht gevestigd op complicaties die lang niet altijd als zodanig worden herkend.

2. Going concern

'Going concern' is het uitgangspunt dat voor de onderneming geldt wanneer de jaarrekening wordt opgemaakt. Dus zodra voor waardebeoordeling op enigerlei wijze van jaarrekeningen gebruik wordt gemaakt, ligt dit uitgangspunt hieraan ten grondslag, tenzij het tegendeel wordt vermeld. Dat kan de accountant doen in zijn verklaring door de vaststelling dat de continuïteit van de onderneming wordt bedreigd. Maar omdat afwijking van dit beginsel in de jaarrekening als self-fulfilling prophecy kan worden uitgelegd, kan een accountant terughoudend zijn om deze opmerking te maken. Wanneer in zo'n geval ook de ondernemer in zijn jaarverslag zo'n mededeling achterwege laat, suggereert de jaarrekening een continuïteit die er (misschien) niet is. Uitzondering hierop is een liquidatie-overzicht. Daarin moet per definitie worden uitgegaan van liquidatie'waarden' (opbrengsten en kosten, inclusief liquidatiekosten, zoals afvloeiingsregelingen).

In de dynamiek die ondernemen mogelijk maakt, kan het beginsel van een going concern niet zijn beperkt tot

continuïteit voor de onderneming van de 'status quo'. De onderneming ontwikkelt zich, bevindt zich in een bepaalde (groei)fase, ervaart een conjuncturele golf, kiest voor nieuwe strategieën en is afhankelijk van beschikbare human resources. Voldoende redenen om vast te stellen dat de onderneming volgend jaar een andere zal zijn dan vorig jaar.

In die zin is van continuïteit geen sprake. Wel van een going concern. Dit verschil in visie is bepalend voor twee groepen van benaderingen van waarde:

- De accounting-benadering, waarin een statische toekomst wordt verondersteld, met verwijzing naar de historie van de onderneming.
- De economische benadering, waarin de toekomst van de onderneming wordt onderzocht in het perspectief van planning, beleid en beheer.

3.1. Accountingbenadering van waarde

Heel vaak wordt – zij het in principe ten onrechte – voor waardebeoordeling een zogenoemde accounting-benadering gevolgd. Het wil zeggen dat de waarde (in hoge mate) wordt ontleend aan de 'waarden' zoals die in de balans en de resultatenrekening van de jaarrekening worden gevonden. Daarmee worden alle van toepassing zijnde accounting-principles gevolgd, zoals: realisatie, matching, voorzichtigheid, activering, passivering, waardering en rubricering. Het zijn beginselen die van geval tot geval een eigen uitwerking (kunnen) krijgen. Op grond van een identieke set van beginselen zijn voor hetzelfde boekjaar van dezelfde onderneming uiteenlopende jaarrekeningen mogelijk.

Daar komt bij dat in het kader van waardebeoordeling de jaarrekening nogal eens wordt 'genormaliseerd'. Dat heeft niets te maken met het handhaven van bepaalde normen. Het betreft in het algemeen aanpassingen voor een aanwezig geacht tekort aan actualiteit en gebruikelijkheid van bepaalde posten in de jaarrekening. Het feit dat van normalisatie sprake is, neemt niet weg dat de genoemde beginselen zijn toegepast.

Deze accounting-benadering van waarde krijgt uitwerking in methoden die bekend staan als onder andere:

- Intrinsieke waarde (= boekwaarde eigen vermogen in de balans)
- Rentabiliteitswaarde (= factor * de winst)
- Verbeterde rentabiliteitswaarde (= factor * de winst gecorrigeerd voor gewenste vermogensverhoudingen)
- Combinaties van deze methoden.²

1. Drs. J.G. Groeneveld RA RV is directeur van Wingman Business Valuators B.V. te Breda.

2. Zie J.G. Groeneveld, *Waarde in bedrijf*, Deventer: Kluwer 2006.

3.2. **Middeling**

Een balans is een tijdstipgrootheid. Om te voorkomen dat dus van een momentopname sprake zou zijn, wordt voor de bepaling van de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde wel gebruik gemaakt van bijvoorbeeld een al of niet gewogen driejarig gemiddelde. Dat neemt niet weg dat het beginsel van een going concern onaangetast blijft.

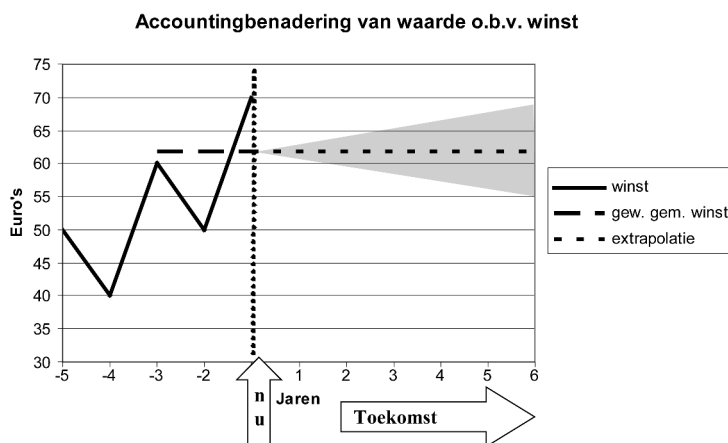
Een bezwaar van middeling is dat de actualiteit op de achtergrond raakt, terwijl een indicatie van het historische risico (spreiding van resultaten) in het gemiddelde

verloren gaat. Bij dat alles is waarde nu eenmaal een tijdstipgrootheid: een momentopname met een peildatum.

In wezen wordt met toepassing van deze accounting-methoden verondersteld dat de gerealiseerde cijfers een betrouwbare indicatie zijn voor de te verwachten resultaten. Door uit te gaan van het verleden wordt in feite verondersteld dat de toekomst er – gemiddeld genomen – ook zo zal uitzien. Dat kan als volgt in beeld worden gebracht (figuur 1).

Voorbeeld 1:

	jaar	winst	gewicht	gewogen winst
	-1	70	3	210
	-2	50	2	100
	-3	60	1	60
	-4	40	0	0
	-5	50	0	0
Totaal		270	6	370
Ongewogen gemiddelde 5 jaar		54		
Ongew. Gem. 3 recente jaren		60		
Gewogen gemiddelde 3 recente jaren				61,7



Figuur 1

In figuur 1 geeft de niet-onderbroken lijn de gerealiseerde winsten aan. De onderbroken lijn geeft daarvan het gewogen gemiddelde van de laatste drie jaren aan. De stippellijn is van dat gemiddelde een extrapolatie voor de toekomst. Het gearceerde deel geeft aan dat rond die geëxtrapoleerde toekomst onzekerheid bestaat. En het is de onzekere toekomst die bepalend is voor de waarde van de onderneming going concern.

Uitgaande van extrapolatie geldt het verleden als indicator voor de toekomst. Maar het zou wel heel toevallig

zijn wanneer deze op basis van de (gewogen) gemiddelde winst *geëxtrapoleerde* toekomst zowel wat verdien capaciteit als qua risicoprofiel gelijk zou zijn aan de *te verwachten* toekomst. Niet het verleden wordt verkocht, maar op basis van het verleden wordt de waarde van de geëxtrapoleerde toekomst verkocht.

Dat door deze extrapolatie sprake is van een verwachting met risico wordt niet altijd goed begrepen. De waarde wordt dan bepaald als een factor * de gerealiseerde winst. Daarbij zet de waardebepaler zich zelfs af tegen het feit van verwachting en risico. De toekomst heet dan koffiedik

te zijn. Op deze manier wordt stilzwijgend het verleden gewaardeerd. Toch wordt die beweerde zekerheid (want geen koffiedik) niet in praktijk gebracht. Met dat zekere verleden zou die waarde veel hoger moeten zijn dan de waarde van die onzekere toekomst. Maar toch wordt de waarde van de 'historische' winst gecorrigeerd voor de risico's van een toekomst die niet is geanalyseerd. Dat is inconsistent en natuurlijk onjuist.

4. Economische benadering van waarde

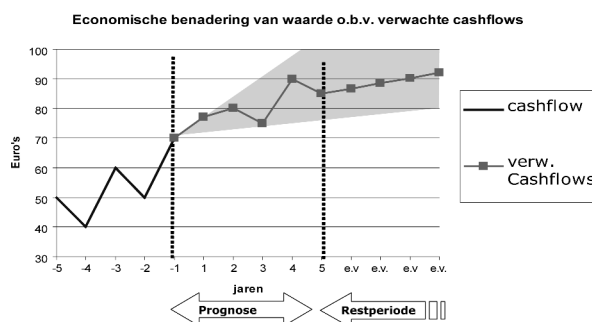
Met de wetenschap dat niet het verleden maar de toekomst wordt gewaardeerd, moet de vraag worden gesteld of het verleden een goede indicatie is voor wat in de toekomst mag worden verwacht en welke daarbij de risico's zijn. Die vraag leidt tot de economische benadering van de waarde van het eigen vermogen. Zo mogelijk aan de hand van een businessplan worden twee profielen vastgesteld: het profiel van de te verwachten geldstromen

(niet winst³) en het profiel van risico en onzekerheid. Die profielen kunnen afwijken van wat het verleden aan indicaties oplevert. Bij een groeiende onderneming zou dat als volgt kunnen worden afgebeeld (Figuur 2). Daar is de toekomst verdeeld in een prognoseperiode en een restperiode. De prognoseperiode is beperkt tot dat deel van de toekomst waarin een ondernemingsplan betrouwbare aanwijzingen kan geven voor de te verwachten cashflows (op basis van het operationele plan en het investeringsplan). Voor de restperiode wordt gerekend met een stationaire toestand (= gelijkheid van afschrijvingen en investeringen). Wel moet worden gerekend met de te verwachten inflatie (de verwachte reële groei/krimp is voor de restperiode op nihil gesteld).

3. Winst/verlies is het verschil tussen opbrengsten en kosten. Een geldstroom is het verschil tussen ontvangsten en uitgaven. Dat hoeft niet samen te vallen: het verschil tussen investering (geld) en afschrijving (kosten) is daarvan een bekend voorbeeld. Winst en vrije geldstroom zijn gelijk onder de voorwaarden van volledige statica en financiering op basis van 100% eigen vermogen.

Voorbeeld 2:

jaar	realisatie winst	prognose cashflow	periode
-5	50		historie
-4	40		historie
-3	60		historie
-2	50		historie
-1	70		historie
1		77	prognoseperiode
2		80	prognoseperiode
3		75	prognoseperiode
4		90	prognoseperiode
5		85	prognoseperiode
e.v.		86,70	restperiode
e.v.		88,43	restperiode
e.v.		90,20	restperiode
e.v.		92,01	restperiode



Figuur 2

Een verleden kan niet worden verkocht. De activa die in de balans staan (= investeringen voor zover nog niet afgeschreven), zijn in principe bedrijfsgebonden en noodzakelijk om de geprojecteerde resultaten te realiseren. Vanwege die verbondenheid mag de waarde van de resultaten niet worden opgeteld bij de waarde van het vermogen. Dat is eenvoudig in te zien. Een onderneming is in dat opzicht vergelijkbaar met het spaarsaldo op een bankrekening.

De enig mogelijke keuze is:

- verdeling van het vermogen
- verdeling van het rendement.

Door de opname van het vermogen kan geen rendement worden behaald. In feite wordt bij opname het toekomstige rendement ingewisseld voor een evenredig deel in de waarde van het huidige vermogen. Die waarde hoeft niet de boekwaarde van het eigen vermogen te zijn. Het is juist de bedoeling dat door waardebepaling van dit geïnvesteerde eigen vermogen de economische waarde wordt vastgesteld. Het zou tot een dubbel telling leiden als bij de berekende waarde de boekwaarde wordt opgeteld.

Na opname zijn er twee mogelijkheden.

- Door herbelegging kan opnieuw een (ander) rendement worden behaald. Het oorspronkelijke rendement is verloren gegaan.
- Het opgenomen vermogen kan consumptief worden aangewend. Maar dan is er geen sprake meer van toekomstig rendement.

Het is kiezen of delen. Het beleggingsvoorbeeld maakt duidelijk dat een optelling van vermogen en rendement leidt tot kiezen én delen. Dat is niet mogelijk. Toch is het nog steeds niet ongebruikelijk om zo'n combinatie van intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde te maken. Dit is dus onjuist. Omdat deze fout meestal wel duidelijk is, wordt vervolgens een (gewogen) gemiddelde berekend. Het zal duidelijk zijn dat dit een fout is die de voorafgaande fout op uiterst arbitraire wijze moet compenseren.

5. Evenwicht; waarde en prijs

De partner die de onderneming voortzet, kiest voor het toekomstig rendement. De partner die zich laat uitbetalen, ziet af van de bestaande belegging en heeft de keuze tussen herbelegging en/of consumptie.

De partij die de onderneming voortzet (A), betaalt de andere partner (B) voor de waarde van de toekomst: verwachting en risico. Daarmee is voor partij B van die toekomstige resultaten de te verwachten cashflow betaald, namelijk in de vorm van de berekende contante waarde. In plaats van al die kleinere onzekere bedragen in de toekomst wordt door A nu dat ene grotere bedrag aan B betaald. Diezelfde prijs wordt door de kopende partner A dus geïnvesteerd. Voor A is de redenering dus omgekeerd: hij betaalt nu dat ene grotere zekere bedrag

omdat hij verwacht in de toekomst daarvan het rendement te verdienen in al die kleinere nu nog onzekere cashflows.

De investering van de ene partij is gelijk aan de desinvestering van de andere partij in het toekomstige rendement, waarvoor in een accountingbenadering het verleden de indicatie is en in een economische benadering het ondernemingsplan. Zo doende zijn de partijen na afrekening financieel in evenwicht.

6. Betaling en financiering

Wel dreigt soms dat uitbetaling van de uitkoopsom hoge eisen stelt aan de financieringscapaciteit van de kopende partij. Daarbij dreigt soms het gevaar dat de onderneming door financiering te zwaar wordt belast, respectievelijk dat wel degelijk van discontinuïteit sprake is. Wanneer dit het geval is, zal dit in het algemeen een negatief effect op de waarde hebben. In die zin kan echtscheiding een concrete bedreiging zijn voor de voortzetting van de onderneming. Maar bedacht kan worden dat de betaling op aandeelhoudersniveau moet plaatsvinden en niet binnen de vennootschap, respectievelijk de onderneming.

7. Marktconformiteit

Bij de vaststelling van de waarde wordt in beginsel uitgegaan van marktconforme verhoudingen. Voorafgaand aan de scheiding is daarvan niet altijd sprake. Bij het homogene belang van de partners zoals dat voorafgaand aan de scheiding bestond, hoeft dat geen probleem te zijn. Het is dan als het ware een vestzak-broekzak-strategie. Na de scheiding is dat anders en moeten de lijnen goed worden getrokken. Een voorbeeld: de onderneming betaalt niet altijd (voldoende) huur voor een bedrijfsgebouw dat als privébezit misschien tot dezelfde te verdelen gemeenschappelijke boedel behoort. Een ander voorbeeld: het ondernemersloon wordt niet altijd uitgekeerd of is niet marktconform. Een marktconform salaris kan hoger of lager zijn dan het salaris dat werd uitgekeerd. Niet ongebruikelijk is dat in samenhang hiermee in de onderneming een 'rekening courant'-schuld is gevormd. Een belanghebbende partner zal zich misschien op de bestaande situatie willen beroepen.

8. Samenvatting

Het bovenstaande maakt duidelijk dat de waarde van een aandeel niet uit de jaarrekening van een onderneming kan worden afgeleid.

- De boekwaarde van het eigen vermogen is in dat opzicht misleidend. Waarde heeft per peildatum betrekking op de toekomst: verwachting en risico.
- Dubbel telling van winst en vermogen ligt op de loer. Maar bedacht moet worden dat het geïnvesteerde

vermogen zijn waarde heeft doordat en voor zover er naar verwachting geld mee wordt verdiend.

- Van de te verwachten cashflows geeft het verleden vaak geen betrouwbare indicatie. Het verdient de voorkeur zich van die toekomst een planmatig beeld te vormen. Dat er geen 'businessplan' beschikbaar is, hoeft geen belemmering te zijn.
- Daarbij moet in beginsel worden uitgegaan van marktconforme verhoudingen, ook al werden die in het verleden niet gevolgd.

Voor waardebepaling is een blik in de jaarrekening vanwege haar eenvoud wel verleidelijk, maar dus niet voldoende, en erger: die blik levert onjuiste uitkomsten op (zie ook J. Strikwerda, 'Jaarrekening achterhaald instrument', *Het Financieel Dagblad* 15 oktober 2010).

In een conflictsituatie waarmee echtscheiding vaak gepaard gaat, kan dat worden gebruikt en misbruikt ten koste van de ex-wederhelft.

9. Nawoord

Voor waardebepaling van (aandelen in) ondernemingen schiet gebruik van een jaarrekening onder andere om bovenstaande redenen tekort. Dat is ook bij echtscheiding het geval. Dat betekent dat expertise die met betrekking tot de jaarrekening bestaat, voor deze toepassing tekort moet schieten. Experts op het gebied van economische waardebepaling zijn als registervaluators (RV) verenigd in het Nederlands Instituut van RegisterValuators (NIRV). Met betrekking tot echtscheiding is van belang dat een aantal van hen is geregistreerd als Gerechtelijke Deskundige in het Landelijk Register van de Stichting LRGD.