

# EB

Tijdschrift voor *scheidingsrecht*

*J. Nijenhuis en J. Wisseborn*

*Drs. R.M. Kavelaars-Niekoop FM*

*A.R.P. de Bruijn RA RV*

*Mr. M.J. de Klerk en mr. E.M. Dooting*

## IN DIT NUMMER:

**Tenuitvoerlegging in familierechtelijke zaken**

**Enkele gevolgen voor echtscheiding bij inwerkingtreding van de voorstellen van de Commissie Dijkhuizen**

**De nettowaarde van de eenmanszaak**

**EBKort**

**Rechtspraak**

Januari 2013 **Afl. 1**



**Kluwer**

a Wolters Kluwer business



10294973

## De netto waarde van de eenmanszaak

### 3

Dit artikel behandelt de zaken die bijzondere aandacht behoeven bij de berekening van de waarde van een onderneming, die in de vorm van een eenmanszaak wordt gedreven. In dit artikel beschrijf ik deze problematiek binnen de context van een echtscheiding van de ondernemer. Zoals zal blijken geldt ook in deze situatie onverkort, dat de waardering van de onderneming direct samenhangt met de bepaling van het inkomen van de ondernemer. Dit inkomen geldt als uitgangspunt voor de berekening van de draagkracht, welke draagkracht op haar beurt bepalend is voor de hoogte van de kinder- en/of partneralimentatie.

Ik neem in dit artikel een willekeurige onderneming uit de praktijk als voorbeeld, te weten Schoenenspecialzaak Van Leer. In de winkel is naast de eigenaar/ondernemer één parttime-medewerkster werkzaam gedurende 32 uur per week.

De ondernemer en zijn echtgenote zijn in een echtscheiding beland. Zij hebben ervoor gekozen om zich voor de afwikkeling van de echtscheiding bij te laten staan door een fa-

milierechtadvocate die tevens als mediator namens hen beiden optreedt.

Partijen zijn in gemeenschap van goederen gehuwd. Er zijn geen kinderen uit dit huwelijk geboren. Naast de verdeling van de gemeenschappelijke boedel dient eveneens de hoogte van de partneralimentatie bepaald te worden. De onderneming maakt onderdeel uit van de boedel en daarom dient hiervan de waarde te worden bepaald. Voor de bepaling van de waarde kunnen in beginsel meerdere waarderingmethodes gebruikt worden. De meest bekende methodes die ik in de praktijk tegenkom zijn die waarbij de ondernemingswaarde wordt bepaald op basis van:

1. de intrinsieke waarde;
2. de rentabiliteitswaarde;
3. de goodwill;
4. de contante waarde van toekomstige geldstromen.

De hiervoor genoemde methodes zal ik hierna op basis van de onderstaande balans en winst-en-verliesrekening nader toelichten.

BALANS			
(x € 1000)			
ACTIVA		PASSIVA	
Inventaris	75	Kapitaal	150
		Fiscale Oudedagsreserve	60
Voorraad	175		
Vorderingen	15	Kortlopende schulden	<u>100</u>
Liquide middelen	<u>45</u>		
	310		310

<sup>1</sup> A.R.P. de Bruijn RA RV is senior consultant business valuation bij Hoek en Blok Corporate Finance te Barendrecht.

## WINST-EN-VERLIESREKENING

(x € 1000)	2011	2010	2009
Omzet	575	595	550
Inkoopwaarde	<u>-390</u>	<u>-400</u>	<u>-350</u>
Brutomarge	185	195	200
In % van de omzet	32,2%	32,8%	36,4%
Personeelskosten	25	25	25
Afschrijvingen	12	12	12
Huisvestingskosten	25	25	25
Autokosten	14	14	14
Verkoopkosten	5	5	5
Algemene kosten	<u>15</u>	<u>15</u>	<u>15</u>
Totaal kosten	96	96	96
Bedrijfsresultaat	89	99	104
Rentelasten	<u>-3</u>	<u>-3</u>	<u>-3</u>
Resultaat	86	96	101
Toevoeging FOR	<u>-10</u>	<u>-11</u>	<u>-12</u>
	76	85	89

### 1. De intrinsieke waarde

Bij deze methode wordt het bedrijfsvermogen als uitgangspunt genomen voor de berekening van de waarde. Zoals meer dan eens het geval is bestaat ook bij de onderhavige eenmanszaak het bedrijfsvermogen uit twee componenten, te weten het kapitaal en de fiscale oudedagsreserve (hierna: de FOR). De vraag die dan opkomt is of de FOR voor het volledige bedrag als onderdeel van het bedrijfsvermogen gezien kan worden en in dit geval daarmee als onderdeel van de intrinsieke waarde.

Om deze vraag te kunnen beantwoorden ga ik hier nader in op wat de FOR nu feitelijk vertegenwoordigt.

#### *De fiscale oudedagsreserve*

Ondernemers kunnen er jaarlijks bij hun aangifte Inkomstenbelasting voor kiezen om wel of niet een bedrag aan de FOR toe te voegen. Voor 2012 geldt – afgezien van aanvullende voorwaarden en beperkingen – dat de toevoeging 12% van de winst bedraagt met een maximum van € 9542. De toevoeging aan de FOR vermindert het belastbare bedrag waarover inkomstenbelasting geheven wordt en levert derhalve een belastingvoordeel op. De hoogte van dit voor-

deel is afhankelijk van de hoogte van het in het betreffende jaar totale belastbaar inkomen en de daarop gebaseerde tarieven van de inkomstenbelasting. Het voordeel bedraagt evenwel maximaal 52% van € 9542 is € 4962. De FOR dient tot het belastbaar inkomen te worden gerekend, in het jaar waarin de onderneming wordt gestaakt. Dit heeft tot gevolg dat hierover inkomstenbelasting dient te worden afgedragen tegen de in het jaar van staking van toepassing zijnde belastingtarieven.

Terug naar de casus kan de vraag nu worden beantwoord hoe met de FOR dient te worden omgegaan bij de bepaling van de omvang van de intrinsieke waarde. De FOR vertegenwoordigt op zich geen waarde, het is geen pot met geld die kan worden aangesproken. Integendeel, over de toekomstige afnemende van de FOR is inkomstenbelasting verschuldigd. In het geval geen FOR was gevormd was er in die betreffende afgelopen jaren meer inkomstenbelasting verschuldigd geweest dan het geval is geweest bij toevoeging aan de FOR. Nu er een opgebouwde FOR is, is er sprake van een toekomstige belastingverplichting. Afgezien van een rentevoordeel vanwege het later betalen van de verschuldigde belasting en een mogelijk lager tarief in het jaar van betalen, bestaat er geen voordeel.

Daarmee kom ik tot de conclusie, dat voor zover het de berekening van de intrinsieke waarde betreft, de FOR vermindert dient te worden met een toekomstige belastingclaim. Op de omvang van deze belastingclaim kom ik hierna in dit artikel nog terug.

**Stille reserves**

Terug naar de berekening van de intrinsieke waarde. Bij de berekening van deze waarde wordt rekening gehouden met verschillen tussen de werkelijke waarde en de boekwaarde (volgens de balans) van onder andere de vaste activa. In ons voorbeeld bedraagt de boekwaarde van de inventaris € 75.000. Stel nu dat de 'werkelijke' waarde geen € 75.000, maar € 90.000 bedraagt. Er is dan sprake van een zogenoemde 'stille' reserve. De waarde van de stille reserve wordt verlaagd met een hierover te berekenen belastingclaim. De reden hiervan is, dat indien de inventaris verkocht zou worden tegen de getaxeerde werkelijke waarde, er belasting verschuldigd is over de boekwinst die bij de verkoop wordt gerealiseerd. Over de hoogte van deze belastingclaim zijn de meningen verdeeld. Welk percentage moet hiervoor worden aangehouden? Hierop ga ik hierna bij de bespreking van de belastingen nog in. Overigens lijkt het wellicht in eerste aanleg vanzelfsprekend om te spreken over een werkelijke waarde van in casu inventaris. Bedacht echter moet worden wat met 'werkelijke waarde' wordt bedoeld. Is dit de geschatte opbrengstwaarde op het moment van waarden, en zo ja is dit de opbrengst onder optimale verkoopomstandigheden of bij een gedwongen verkoop? Of wordt hiermee de verzekerde waarde volgens de polis bedoeld? Of betreft het de indirecte opbrengstwaarde, met andere woorden de som van de opbrengsten die met de inventaris wordt dan wel kan worden behaald? De vraag welke uitgangspunten dienen te worden gekozen om een werkelijke waarde te bepalen is derhalve niet zo eenvoudig te beantwoorden!

**Belastingen**

Hiervoor reeds werd in relatie tot de fiscale oudedagsreserve, alsmede bij het berekenen van de op een stille reserve drukkende belastingclaim de vraag gesteld met welk belastingpercentage gerekend dient te worden. Dient één van de in het jaar van waarden geldende nominale tarieven te worden aangehouden: 52%, 42% of 33,1%? Dient rekening te worden gehouden met de fiscale ondernemersfa-

ciliteiten zoals de MKB-winstvrijstelling, de zelfstandigenaftrek en de investeringsaftrek? In de praktijk zie ik adviseurs die in dergelijke gevallen een – meestal niet nader toegelichte – contante waarde van een door hen gekozen belastingpercentage hanteren, dan wel dat een percentage (bijv. van 30%) wordt gebruikt, welk percentage volgens hen als 'redelijk' kan worden beschouwd. Zo'n redelijkheidpercentage vloeit voort uit de gedachte dat de belastingclaim contant gemaakt moet worden. Daarover wordt wel anders gedacht omdat die reserve mede dient voor het belastingdeel van de toekomstige winst.

Specifiek bij een onderneming zonder rechtspersoonlijkheid, zoals bijvoorbeeld de eenmanszaak, is dat de belasting wordt geheven van de ondernemer en niet van de onderneming. Het effectieve belastingpercentage dat door de betreffende ondernemer wordt betaald is naast de hoogte van de winst uit onderneming mede afhankelijk van overige fiscale bijtellingen en aftrekposten (bijv. de betaalde hypotheekrente, partneralimentatie en lijfrentepremie). Daarbij komt dat dit percentage jaarlijks kan verschillen vanwege veranderingen in de persoonlijke situatie. Bij een besloten vennootschap is in beginsel duidelijk welk belastingpercentage van toepassing is, namelijk 20% tot een winst van € 200.000; daarboven is 25% vennootschapsbelasting verschuldigd. Dat maakt het berekenen van de belastingdruk bij een besloten vennootschap veelal minder gecompliceerd.

Zelfs over het feit dat er bij een waardebepaling rekening dient te worden gehouden met een bepaalde belastingdruk, hoe deze ook wordt berekend, bestaat – zo leer ik uit de praktijk – verschil van mening. Ik ben er overigens stellig van overtuigd dat er in het kader van een boedelverdeling bij echtscheiding wel degelijk met belastingheffing rekening dient te worden gehouden. Dit volgt reeds uit de omstandigheid dat over de winst van een onderneming belasting verschuldigd is en ook in het geval van verkoop van een onderneming dient over de daarbij behaalde boekwinst inkomstenbelasting te worden afgedragen. Derhalve kan niet worden ontkend dat met belastingen rekening dient te worden gehouden bij de waardering in het kader van een verdeling van de gemeenschappelijke boedel. Ik geef een voorbeeld ter verduidelijking.

**Belastingberekening, een voorbeeld**

Stel, de opbrengst bij verkoop van de onderneming bedraagt	a.	275.000
Het kapitaal van de onderneming bedraagt		<u>150.000</u>
De meeropbrengst/boekwinst bedraagt in dit geval		125.000
Stel, de belastingdruk bedraagt 52%		
De verschuldigde belasting over de boekwinst bedraagt dan:	b.	<u>65.000</u>
Netto resteert een bedrag van a. minus b.:	c.	210.000

Ter toelichting merk ik op dat over het opgebouwde kapitaal bij verkoop geen belasting behoeft te worden betaald. Het kapitaal is immers het totaal van de resultaten van de afgelopen jaren waarop de privéopnames in mindering zijn gebracht. Over de jaarlijkse winsten is reeds in de betreffende jaren inkomstenbelasting betaald zodat bij verkoop

niet nogmaals belasting verschuldigd is. Over de FOR moet wel belasting worden betaald. Dat is in deze opstelling automatisch verwerkt.

In mijn voorbeeld kan de intrinsieke waarde – na aftrek van nominale belastingclaims – als volgt worden berekend:

---

**INTRINSIEKE WAARDE – NETTO**

Kapitaal volgens de balans		150.000
bij: meerwaarde inventaris	15.000	
af: belastingclaim, stel 52%	<u>-7800</u>	
		7200
Fiscale oudedagsreserve	60.000	
af: belastingclaim, stel 52%	<u>-31.200</u>	
		<u>28.800</u>
De netto intrinsieke waarde bedraagt dan:		186.000

---

**Samenvatting**

Samenvattend kan de conclusie worden getrokken dat de berekening van de intrinsieke waarde in beginsel eenvoudig is. Voor sommige adviseurs is dit een reden om deze methode te gebruiken. Aan deze methode kleven echter belangrijke nadelen. Eén van de belangrijkste nadelen is dat deze waarderingmethode in het geheel geen rekening houdt met behaalde dan wel te behalen resultaten. Of de winst nu hoog of laag is maakt geen verschil voor de waarde. Daarbij komt dat de waarde gebaseerd wordt op *boekhoudkundige* waarden. Weliswaar wordt rekening gehouden met stille reserves doch de bepaling van deze reserves is – in elk geval in de praktijk – uiterst arbitrair.

vraag welke resultaten hiervoor in aanmerking dienen te worden genomen, bestaat in de praktijk verschil van inzicht. Doorgaans wordt uitgegaan van een verwacht resultaat, welk resultaat wordt bepaald op basis van (een gemiddelde van) de gerealiseerde resultaten van de afgelopen drie jaren. Vervolgens wordt het berekende – al dan niet gewogen, waarbij veelal aan het oudste jaar het minste gewicht wordt toegekend – gemiddelde 'genormaliseerd'. Dit houdt in dat incidentele baten en lasten van de afgelopen jaren buiten beschouwing worden gelaten. Het aldus berekende genormaliseerde en gewogen gemiddelde resultaat wordt vervolgens 'contant' gemaakt tegen een rentabiliteitscoëfficiënt (hierover later meer) waaruit de rentabiliteitswaarde volgt.

**2. De rentabiliteitswaarde**

Een voorbeeld ter illustratie:

Bij deze methode wordt de ondernemingswaarde bepaald op basis van de resultaten van de onderneming. Over de

---

**RENTABILITEITSWAARDE**

Jaar	winst	factor	som
2009	101.000	1	101.000
2010	96.000		
af: normalisatie, stel	<u>-5000</u>		
	91.000	2	182.000
2011	86.000	3	258.000
		6	541.000
Gewogen gemiddelde:			90,167
Rentabiliteitscoëfficiënt, stel 15%			
De rentabiliteitswaarde bedraagt dan:			601.111

---

Ook in deze situatie dient – net als bij de intrinsieke waarde – rekening te worden gehouden met de invloed van inkomstenbelasting. Indien wij veronderstellen dat de belastingdruk 52% bedraagt kan de nettorentabiliteitswaarde als volgt worden berekend.

Ik merk bij onderstaande berekening op, dat daarbij het resultaat vóór aftrek van de toevoeging aan de fiscale oudedagsreserve als uitgangspunt dient te worden genomen. De

dotatie aan de FOR is immers slechts een mogelijkheid om de verschuldigde inkomstenbelasting naar een later moment uit te stellen en staat los van de operationele resultaten van de onderneming. Bij de berekening van de nettowaarde, in casu de nettorentabiliteitswaarde, wordt – net als bij berekening van de intrinsieke waarde – rekening gehouden met de belastingclaim over de fiscale oudedagsreserve.

**RENTABILITEITSWAARDE – NETTO**

Rentabiliteitswaarde, bruto	601.111
Belastbare meerwaarde (601.111 - 150.000) = 451.111 á 52%	<u>234.578</u>
De nettorentabiliteitswaarde bedraagt dan:	<u>366.533</u>

**Rentabiliteitseis**

Ik kom in de praktijk tegen, dat de rentabiliteitseis, die bij deze methode wordt gebruikt, op verschillende manieren wordt bepaald. De rentabiliteitseis dient een weerspiegeling te zijn van de zogenoemde opportunity costs. Met andere woorden: het rendement dat een investeerder zou ontvangen indien hij zijn vermogen op een alternatieve manier zou beleggen met eenzelfde mate van risico. Het gaat hier om het percentage winst dat een belegger met zijn investering in een vergelijkbare onderneming gerealiseerd wil zien.

In de praktijk zie ik dat hiervoor een willekeurig, als 'redelijk' ingeschat percentage wordt gekozen. Hierna zal ik bij de behandeling van de waarderingmethode op basis van kasstromen (Discounted Cash Flow methode) uitgebreid ingaan op de totstandkoming van de vermogenskostenvoet. De aldaar besproken kostenvoet vertoont overeenkomsten met de hier aan de orde zijnde rentabiliteitseis. Ik sluit hier af met de opmerking dat mijn ervaring is dat de rentabiliteitseis in veel gevallen met een 'verstandige vinger in de lucht' wordt bepaald. Vaak ontbreekt derhalve een deugdelijke argumentatie, waardoor weinig zinvol over de hoogte van dit percentage kan worden gediscussieerd.

**Samenvatting**

Samenvattend merk ik op, dat – net zoals de intrinsieke waarde – ook de rentabiliteitswaarde in beginsel en afgezien van de problematiek rond de bepaling van de hoogte van de belastingdruk, redelijk eenvoudig te berekenen is. Men kan zich echter – en mijns inziens niet ten onterechte – afvragen of de resultaten uit het verleden (weliswaar genormaliseerd) een juiste basis bieden voor de berekening van de waarde van de onderneming. Een belangrijk manco

aan deze methode is dat geen rekening wordt gehouden met de te verwachten resultaten. Zeker in de huidige tijd waarin menig ondernemer alle zeilen bij moet zetten om het hoofd boven water te houden en de in het verleden behaalde resultaten bij lange na niet meer gehaald worden, kan men zich – mijns inziens terecht – afvragen of de toepassing van een dergelijke methode wel te rechtvaardigen is. Een ander bezwaar van deze boekhoudkundige methode is het feit dat geen rekening wordt gehouden met benodigde investeringen in vaste activa en de afschrijvingen op deze activa.

**3. De goodwillmethode**

Goodwill kan worden gedefinieerd als de contante waarde van de toekomstige overwinsten. De aanhangers van deze methode berekenen de goodwill en tellen deze op bij de hiervoor toegelichte intrinsieke waarde. De goodwill wordt in deze gevallen berekend op basis van in het verleden behaalde resultaten. Daarbij wordt meestal een gemiddelde dan wel een gewogen gemiddelde van de resultaten van de afgelopen drie boekjaren in ogenschouw genomen.

**Een voorbeeld ter verduidelijking**

Op basis van het hieronder vermelde overzicht van de resultaten en de berekende zogenoemde 'overwinst' kan de goodwill als volgt berekend worden, waarbij uitgegaan wordt van een gewogen gemiddelde van de winsten van de afgelopen 3 jaren.

Zoals uit onderstaand voorbeeld valt af te leiden, wordt de overwinst berekend door de resultaten te verminderen met een redelijk geachte ondernemersbeloning, alsmede met een vergoeding van rente welke wordt berekend over het kapitaal volgens de balans in casu € 150.000.

GOODWILL			
Jaar	winst	factor	som
2009	89.000	1	89.000
2010	85.000	2	170.000
2011	76.000	3	<u>228.000</u>
		6	487.000
Gewogen gemiddelde:		a.	81.167
af: ondernemersbeloning			-60.000
af: rente over kapitaal, stel 5%			<u>-7500</u>
Overwinst			13.667
Kapitalisatiefactor, stel		b.	3
Waarde goodwill		a. x b.:	41.000

Vervolgens wordt de eerder onder 1. berekende intrinsieke waarde verhoogd met de berekende goodwill. Aldus (zie de

hieronder opgenomen berekening) volgt hier uit een waarde van de onderneming van € 205.680.

#### DE GOODWILLMETHODE, NETTOWAARDE

Kapitaal volgens de balans		150.000
bij: meerwaarde inventaris	15.000	
af: belastingclaim, stel 52%	<u>-7800</u>	
		7200
Fiscale oudedagsreserve	60.000	
af: belastingclaim, stel 52%	<u>-31.200</u>	
		<u>28.800</u>
		186.000
Goodwill, bruto	41.000	
af: belastingclaim, stel 52%	<u>-21.320</u>	
		<u>19.680</u>
De ondernemingswaarde bedraagt dan:		205.680

#### Samenvatting

De bezwaren die gemaakt kunnen worden bij de berekening van de intrinsieke waarde gelden hier vanzelfsprekend onverkort. Daarbij komt dat in de praktijk de berekening van de goodwill moeilijk te beargumenteren en daardoor lastig is uit te leggen. Om te beginnen is de kapitalisatiefactor een arbitrair bepaald getal. In de praktijk wordt deze vaak gekoppeld aan het aantal jaren waarin de berekende waarde kan worden terugverdiend, met andere woorden een factor 3 staat voor een terugverdienperiode van 3 jaren. Een andere onderbouwing van de kapitalisatiefactor die ik tegenkom is de mate van duurzaamheid van de overwinst.

De duurzaamheid wordt gerelateerd aan kwalitatieve factoren zoals de kwaliteit van het management, de concurrentiepositie, de vestigingslocatie en dergelijke. Andere bezwaren zijn dat de hoogte van de bij de berekening van de overwinst (zie het overzicht hiervoor) als redelijk aangenomen ondernemersbeloning vaak niet op een deugdelijke wijze is onderbouwd. Daarnaast worden de in het verleden gerealiseerde resultaten als basis voor de goodwill gebruikt, terwijl de waarde juist in de toekomst verdiend moet worden. Zeker in het kader van een echtscheiding is uitermate belangrijk dat de berekende en vervolgens tussen de ex-partners te verdelen waarde door de ondernemer gefinancierd kan worden uit de toekomstige resultaten.

Omdat een transparante en gemotiveerde onderbouwing van de berekening van de goodwill en de kapitalisatiefactor ontbreekt, is de kans niet ondenkbeeldig, dat in het geval de op basis van deze methode berekende waarde wordt betwist, er een welles-nietessituatie ontstaat. In plaats hiervan zou men naar mijn mening constructief met elkaar van gedachten moeten wisselen op basis zorgvuldig gekozen argumenten.

#### 4. De contante waarde van toekomstige geldstromen

Zelfs volgens veel van de adviseurs die de hiervoor besproken boekhoudkundige methodes toepassen, is de Discounted Cash Flow DCF-methode de theoretisch meest juiste waarderingsmethode. Bij deze methode is de waarde afhankelijk van drie factoren, te weten tijd, geld en risico. Een significant verschil met de hiervoor besproken waarderingsmethodes is dat bij toepassing van de laatstgenoemde methodes de boekhoudkundige waarden als uitgangspunt worden genomen, terwijl bij de DCF-methode de waarde gebaseerd wordt op marktwaardes. Een ander belangrijk onderscheid tussen de boekhoudkundige methodes en de DCF-methode is dat laatstgenoemde methode een prospectief karakter heeft. De waarde wordt niet bepaald door in het verleden behaalde resultaten doch wordt berekend op basis van verwachte, toekomstige geldstromen. Ten slotte is bij de DCF-methode de waarde in belangrijke mate afhankelijk van het risicoprofiel van de betreffende onderneming.

Een veel gehoorde opmerking is dat de DCF-methode weliswaar theoretisch de best toepasbare methode is, doch dat deze methode vanwege haar vermeende complexiteit niet toepasbaar is. Dit zou vooral gelden voor de kleinere MKB-ondernemingen. Ik ben het met deze argumentatie ten dele van de DCF-methode pertinent niet eens en ik zal in het vervolg van dit artikel ook motiveren waarom ik vind dat de DCF-methode juist vaker toegepast zou moeten worden. Op voorhand merk ik op dat een openhartoperatie ook bijzonder complex is en er desondanks – gelukkig – dergelijke operaties worden uitgevoerd. Met andere woorden de complexiteit van een methode mag naar mijn mening geen reden zijn om deze niet toe te passen. Wat belangrijk is, is dat de adviseur zijn cliënt helder kan uitleggen welke aspecten van belang zijn bij toepassing van de DCF-methode. De rekentechnische ins en outs kunnen achterwege blijven. Die zijn vooral voor de adviseur zelf van belang.

Ik zal de DCF-methode hierna in drie stappen toelichten, te weten:

- de bepaling van de omvang van de geldstromen;
- de bepaling van de vermogenskosten;
- de bepaling van de waarde van het eigen vermogen.

#### De geldstromen

In tegenstelling tot de hiervoor behandelde boekhoudkundige methodes zijn bij de DCF-methode niet de resultaten, maar de geldstromen van belang voor het bepalen van de waarde. Dit houdt onder meer in dat rekening wordt gehouden met verwachte investeringen in vaste activa en in werkkapitaal. Kosten die ten laste van het resultaat komen, zoals bijvoorbeeld afschrijving op inventaris, komen niet ten laste van de liquiditeit van de onderneming en worden daarom bij toepassing van deze methode opgeteld bij het resultaat. Ook toevoegingen en onttrekkingen aan voorzieningen, die weliswaar invloed hebben op het resultaat, maar niet op de geldstromen, worden op eenzelfde manier verwerkt. Aldus kunnen de werkelijke inkomende en uitgaande geldstromen van de onderneming worden bepaald.

Zoals ik hiervoor reeds opmerkte zijn in deze context niet de in het verleden gerealiseerde resultaten en geldstromen van belang, maar de geldstromen die in de toekomst worden verwacht. De vraag komt dan op hoe een zo concreet beeld van de toekomst kan worden verkregen. In tegenstelling tot hetgeen sommige adviseurs ons willen doen geloven is het in kaart brengen van de toekomstige geldstromen beslist geen 'natte vinger werk'. Daarbij dient te worden bedacht dat het in dit kader gaat om verwachtingen en niet om voorspellingen. Niemand heeft immers een glazen bol waarmee de toekomst kan worden voorspeld. Het in kaart brengen van realistische en op deugdelijke wijze onderbouwde verwachtingen is echter zeer wel mogelijk. Hiermee kom ik op één van de grote voordelen van deze methode ten opzichte van de boekhoudkundige methodes. Om de waarde te kunnen bepalen is het noodzakelijk de onderneming te doorgronden, met andere woorden te begrijpen hoe de personele organisatie is opgebouwd, welke sterke en zwakke punten aan de onderneming verbonden zijn, in welke externe marktomgeving de onderneming werkzaam is, wat de omvang is van de orderportefeuille, in welke mate de omzet bestaat uit langlopende contracten, welke politieke zaken invloed kunnen hebben op de bedrijfsvoering – hierbij valt te denken aan bijvoorbeeld ondernemingen die in de zorgsector werkzaam zijn – enzovoort. De DCF-methode 'dwingt' de waarderingsdeskundige op een positieve manier alle relevante aspecten van de betreffende onderneming in kaart te brengen. Daartoe behoort ook een uitgebreid onderzoek van de externe markt. Bij het onderzoek van de marktomgeving kan gebruik worden gemaakt van bijvoorbeeld rapportages van brancheorganisaties en van banken. Uitsluitend het bestuderen en analyseren van de jaarcijfers is beslist onvoldoende om een gemotiveerd beeld van de toekomst te verkrijgen. Daarmee is de DCF-methode meer tijdrovend en volgens sommigen meer complex. Daar staat tegenover dat moeilijk valt te ontkennen dat de hiervoor genoemde factoren niet relevant zijn als het gaat om de waarde van een onderneming.

#### De vermogenskosten

De waarde van de onderneming wordt naast de omvang van de verwachte geldstromen in belangrijke mate beïn-



vloed door de hoogte van de vermogenskosten. De vermogenskosten weerspiegelen het risicoprofiel van de betreffende onderneming. In het algemeen geldt: een hoger risico leidt tot een lagere waarde.

De vermogenskostenvoet van een MKB-onderneming kan op de volgende schematische wijze in kaart worden gebracht:

#### VERMOGENSKOSTENVOET

risicovrije rente  
marktrisicopremie  
bedrijfsspecifieke risicopremie

Ik zal de hiervoor genoemde begrippen nader toelichten.

De *risicovrije rente* reflecteert het rendement op (nagenoeg) risicovrije beleggingen. Veelal wordt hiervoor het rendement op 10-jarige staatsobligaties gebruikt. De Nederlandse Bank publiceert dagelijks de hoogte van diverse rentevoeten waaronder die op voornoemde staatsobligaties. Om een indicatie van de hoogte te geven: per 1 januari 2012 bedroeg deze rente 2,25% op jaarbasis.

De *marktrisicopremie* is de extra vergoeding die investeerders eisen bovenop de risicovrije rente, wanneer wordt belegd in beursgenoteerde (aandelen)fondsen. Er wordt door diverse instanties onderzoek verricht naar de omvang van deze premie. Eén van de bronnen is afkomstig van A. Damodaran verbonden aan de New York University. Per 1-1-2012 bedraagt de marktrisicopremie volgens deze bron voor de Nederlandse markt 6,0%.

Ten slotte licht ik hierna de *bedrijfsspecifieke risicopremie* toe. Schematisch is deze (bron: BDO Corporate Finance, november 2010) als volgt opgebouwd:

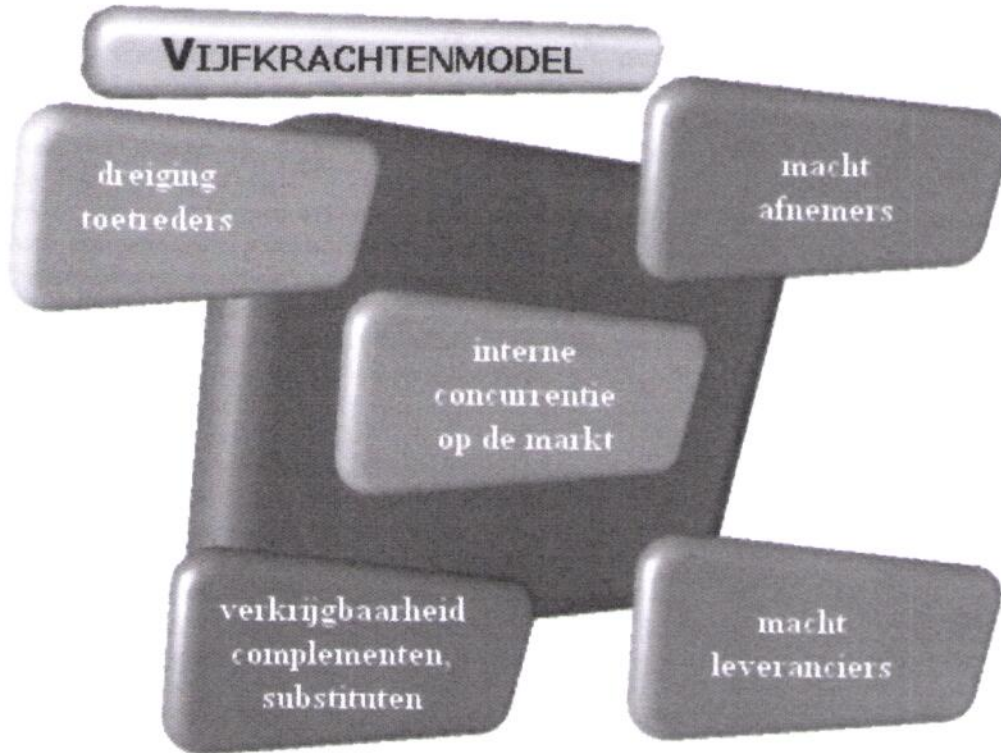
#### BEDRIJSSPECIFIEKE RISICOPREMIE

Ondernemingsspecifieke risicofactoren	weging
Illiquiditeit	2,00%
Afhankelijkheid opdrachtgevers	1,57%
Afhankelijkheid leveranciers	1,26%
Afhankelijkheid management	1,74%
Spreiding activiteiten	1,26%
Toetredingsbarrières tot de markt	0,94%
Trackrecord	1,37%
Flexibiliteit	<u>1,05%</u>
	11,19%

Verondersteld wordt dat aan een investering in een niet-beursgenoteerde MKB-onderneming een hoger risicoprofiel

kleeft dan aan een beursfonds. In de hierboven opgenomen tabel zijn de specifieke – op basis van het door BDO verrichte onderzoek – op MKB-ondernemingen van toepassing zijnde factoren, alsmede de daaraan toegekende weging opgenomen. Afhankelijk van de feitelijke situatie (een hoog, een laag of een gemiddeld risico) bij de te waarden onderneming wordt aan de hiervoor genoemde percentages door de waarderingsdeskundige een score tussen 0 (geen risico) en 1 (hoog risico) toegekend. Indien op alle punten sprake is van een hoog risico bedraagt de bedrijfsspecifieke risicopremie 11,19%.

Om de score van de hiervoor genoemde bedrijfsspecifieke risico's te kunnen bepalen is een grondig onderzoek naar de kwalitatieve factoren van de onderneming noodzakelijk. In de praktijk wordt in dit verband vaak gebruikgemaakt van een SWOT-analyse (strengths, weaknesses, opportunities en threats) en van het vijfkrachten model van Michael Porter.<sup>2</sup>



**De waarde van het eigen vermogen**

Nadat de financiële prognose van de geldstromen, alsmede de vermogenskostenvoet is bepaald kan de rekentechnische exercitie aanvangen. Zoals ik reeds eerder opmerkte zijn de ins en outs van de berekening minder relevant voor de cliënt. Van een waarderingsdeskundige (Register Valuator) mag worden verwacht dat hij/zij dit rekenwerk – op basis van de hiervoor bepaalde uitgangspunten – foutloos uitvoert. Het inzicht van partijen in de effecten van bepaalde gekozen uitgangspunten kan desgewenst inzichtelijk wor-

den gemaakt door het maken van gevoeligheidsanalyses waarbij de effecten expliciet zichtbaar worden gemaakt van bijvoorbeeld een verlaging van de verwachte geldstromen met € 10.000 of van een verhoging van de kostenvoet met 1%. Het 'gevoel' van cliënten bij de waardebeoordeling wordt hier vaak positief door beïnvloed.

De berekening van de waarde van het eigen vermogen kan op basis van de gekozen uitgangspunten als volgt worden weergegeven:

<sup>2</sup> Michael Porter (23-5-1947), Amerikaanse professor aan de Harvard Business School.

**Schoenenspecialzaak Van Leer****Waardering op basis van de DCF methode per 31-12-2011 (bedragen x € 1000)**

	2012	2013	2014	2015	2016	Rest- waarde 2016	Cumula- tief 2016
Bedrijfsresultaat	85	87	87	87	89		
af: toename werkkapitaal (excl. liquide middelen)	0	0	0	0	0		
af: privé opnames eigenaar	-60	-60	-60	-60	-60		
af: investeringen in materiële vaste activa	-5	-10	-10	-10	-15		
bij: afschrijvingen	12	12	13	15	15		
Vrije cash flow	32	29	30	32	29	204	
Contante waarde operationele geldstromen	27	22	19	17	14	97	196
							<b>196</b>
af: rentedragende schulden							0
bij: overtollige liquide middelen							0
Waarde van de onderneming							<b>196</b>

Een paar opmerkingen wil ik hierbij graag nog maken. De DCF-methode houdt rekening met de waarde van tijd, met andere woorden aan een euro die in 2012 wordt ontvangen wordt meer waarde toegekend dan aan een euro ontvangen in 2015. De tijdswaarde wordt berekend door het contant maken van de geldstromen tegen de hiervoor berekende vermogenskostenvoet. Na de zogenoemde scenarioperiode, die in mijn voorbeeld loopt van 2012 tot en met 2016, begint de restperiode. De restperiode begint wanneer er geen additionele investeringen meer worden verondersteld noodzakelijk te zijn en er sprake is van een constante geldstroom. Veelal wordt verondersteld dat gedurende de restperiode er uitsluitend sprake is van een inflatoire groei van de geldstromen.

De in het hierboven gegeven voorbeeld berekende contante waarde van de operationele geldstromen bepalen de operationele mogelijkheden van de onderneming en daarmee haar waarde. Zulks echter met dien verstande, dat daaraan nog de marktwaarde van de rentedragende schulden en de overtollige liquide middelen kunnen ontbreken. Zij zijn in het voorbeeld op nihil gesteld.

Eventuele overtollige liquiditeit wordt hierbij opgeteld om uiteindelijk te komen tot de waarde van (het eigen vermogen van) de onderneming.

**Privéopnames**

Bij de waardebeoordeling van een eenmanszaak dient aandacht te worden gegeven aan de in het kader van de waardebeoordeling in aanmerking te nemen privéopnames. Privéopnames leiden tot een vermindering van de geldstromen van de eenmanszaak en zijn daarmee van directe invloed op de te berekenen waarde. De vraag is nu hoe de hoogte van deze opnames kan worden bepaald. Indien de waardering plaatsvindt in het kader van een echtscheiding, dient bedacht te worden dat de hoogte van de hier bepaalde opnames tevens van directe invloed zijn op de berekening van de draagkracht van de ondernemer en daarmee op de hoogte van de partner- en/of de kinderalimentatie. De omvang van de verwachte privéopnames kan in beginsel worden afgeleid van de opnames in de afgelopen jaren. Waakzaamheid is daarbij echter geboden. Zo maakt in veel gevallen de verschuldigde inkomstenbelasting deel uit van de opnames. Bij een daling of stijging van de resultaten zal hiermee derhalve rekening moeten worden gehouden bij het bepalen van de omvang van de opnames. Ook een wijziging in het uitgavenpatroon van de ondernemer zal kunnen leiden tot een verhoging dan wel een verlaging van de opnames. Hogere privéopnames leiden enerzijds tot een lagere ondernemingswaarde en anderzijds verhogen zij de draagkracht en daarmee de grondslag voor de berekening van de alimentatieverplichtingen.

### **Belastingen**

Bij mijn toelichting op de waarderingsmethode op basis van de intrinsieke waarde noemde ik reeds dat in de context van de boedelverdeling bij echtscheiding rekening dient te worden gehouden met verschuldigde belastingen. Bij de berekeningen volgens de boekhoudkundige methodes bijvoorbeeld bij de intrinsieke waarde bestaat er geen direct verband tussen belastingheffing en de berekende waarde. Bij de DCF-methode is dit verband er wel degelijk. Vanzelfsprekend kan geen rekening worden gehouden met wijzigingen in de fiscale wetgeving die op het moment van waarden niet bekend zijn. Derhalve zal bij de bepaling van de hoogte van de verschuldigde belastingen uitgegaan dienen te worden van hetgeen wel bekend is. Bij de DCF-methode kan nauwkeurig worden berekend hoe hoog de belastingdruk is over de verwachte winsten uit de onderneming. Daarbij dienen ook de voor een ondernemer geldende specifieke fiscale faciliteiten te worden betrokken. Ik noem als voorbeelden de MKB-winstvrijstelling, de zelfstandigenaftrek en de investeringsaftrek.

De berekening van de toekomstige belastingheffing over een afname van de FOR en over stille reserves (waaronder goodwill) is gecompliceerder. Omdat niet bekend is op welk moment deze belastingheffing zal plaatsvinden is het berekenen van een contante waarde arbitrair. In overleg met partijen zou gekozen kunnen worden voor een meest waarschijnlijke datum waarop de onderneming zal worden gestaakt, dan wel zal worden verkocht of overgedragen binnen familieverband. In het huidige fiscale stelsel (peildatum 2012) is de belastingheffing na de 65 jaar 17,9% lager dan daarvoor. Dat is het gevolg van de na 65 jaar niet meer verschuldigde AOW-premie. Ook hiermee dient rekening te worden gehouden. Ook als het gaat om de vaststelling van de belastingheffing dwingt de DCF-methode de waarderingsdeskundige tot het kiezen van de juiste uitgangspunten.

### **Samenvatting**

De DCF-methode is weliswaar bewerkelijker dan de hiervoor genoemde boekhoudkundige methodes, doch zij heeft tot gevolg dat – althans bij een juiste uitvoering – met alle relevante aspecten rekening wordt gehouden. Daarmee biedt de DCF-methode een optimale basis om te komen tot een juiste waardering. Een belangrijk bijkomend voordeel van deze methode bij echtscheidingen is, dat indien er tussen partijen consensus bestaat over de verwachte geldstromen en de daarin opgenomen privéopnames, daarmee impliciet een basis bestaat voor de berekening van de draagkracht en van de alimentatieverplichtingen. Ik merk op dat de berekening van de waarde van de onderneming en die van de alimentatie onlosmakelijk aan elkaar verbonden behoren te zijn. De waarde van de onderneming en de alimentatie kunnen als communicerende vaten worden beschouwd, waarbij het van groot belang is dat de privéopnames zowel bij de waardebepaling als bij de berekening van de draagkracht/alimentatie op hetzelfde bedrag gesteld worden!

### **Ter afsluiting**

De hiervoor genoemde boekhoudkundige methodes mogen dan eenvoudiger zijn, maar zij gaan ten onrechte voorbij aan een aantal voor de onderneming relevante aspecten en kunnen daardoor leiden tot een forse overwaardering dan wel onderwaardering. De DCF-methode biedt de ruimte om voor de in het kader van de waardebepaling relevante aspecten de juiste uitgangspunten te kiezen en te verwerken. Een aantal uitgangspunten is arbitrair en kunnen in goed overleg bepaald worden. Ik hoop met dit artikel duidelijk te hebben gemaakt dat voor de waardebepaling van een onderneming de voorkeur dient te worden gegeven aan de DCF-methode.