

Waardebepaling van aandelen in ondernemingen bij gerechtelijke procedures

Bij gerechtelijke geschillen waarbij een onderneming is betrokken, schakelt de rechtbank vaak een deskundige in voor het bepalen van de waarde van de aandelen in de onderneming. In dit artikel staan de benoeming van de deskundige en de vragen die de rechter aan de deskundige stelt centraal.

G. SLOPSEMA

1. Het benoemen van een deskundige

In Nederland is een grote groep specialisten op het gebied van waardebeoordeling te vinden. Zo zijn Register Valuators ingeschreven bij het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV) en zijn gerechtelijke deskundigen op het gebied van Business Valuation ingeschreven in het landelijk register van gerechtelijke deskundigen (LRGD). Toch blijkt dat men in de praktijk regelmatig kiest voor adviseurs die slechts sporadisch betrokken zijn bij het uitvoeren van waardebeoordelingen.

Het bepalen van de waarde is een complexe bezigheid waarvoor men een specialist met voldoende ervaring dient in te schakelen. Van een dergelijke specialist mag men verwachten dat deze op de hoogte is en blijft van de ontwikkelingen op het gebied van waardebeoordeling. Daarnaast is het van belang dat de deskundige de waardebeoordeling voorziet van een goede onderbouwing.

Naast de deskundigheid van de waarderingsdeskundige is bij de benoeming van een deskundige de opdrachtformulering van belang. Een van de grootste misverstanden over waarde is dat men van mening is dat er sprake is van één objectieve waarde. Waarde is echter subjectief en afhankelijk van verwachtingen. Deze verwachtingen kunnen van persoon tot persoon verschillen. Indien de deskundige bijvoorbeeld waardeert vanuit het perspectief van een strategische koper kan er sprake zijn van synergievoordelen die niet optreden indien de deskundige uitgaat van zelfstandige voortzetting van de onderneming (het zgn. stand-alone scenario). Het is derhalve raadzaam om van tevoren af te spreken in welk kader en vanuit welk perspectief de deskundige dient te waarderen.

2. Vragen aan de deskundige

In het kader van gerechtelijke geschillen waarbij de rechter een waarderingsdeskundige benoemt, stellen partijen vooraf een vra-

genlijst op die zij vervolgens aan de deskundige voorleggen. In de hiernavolgende voorbeelden wordt een aantal veelvoorkomende misverstanden behandeld. De voorbeelden die hiervoor zijn gehanteerd, komen uit een gerechtelijke procedure waarbij een deskundige is benoemd om de waarde van een onderneming te bepalen.

De procedure had betrekking op de verdeling in het kader van een echtscheiding. Uit de stukken van de rechtbank bleek dat partij Y eigenaar was van 100 procent van de aandelen in een onderneming. Daarnaast bleek dat partij X recht had op de helft van de waarde van de aandelen in die onderneming. Aan de deskundige is vervolgens een aantal vragen gesteld, waarvan drie vragen in dit artikel worden behandeld om zo het een en ander te verduidelijken.

Vraag 1: Welke navolgende waarderingsmethode(s) acht u het meest toegesneden op de aard van het bedrijf?

- a. de methode waarbij de intrinsieke waarde wordt bepaald;
- b. de methode waarbij de rentabiliteitswaarde wordt bepaald;
- c. de methode waarbij de discounted cashflow waarde wordt bepaald.

Uit deze vraag blijkt dat de deskundige de keuze heeft uit een drietal methodes. In de onderhavige casus was (van de gegeven methodes) de discounted cashflow-methode het meest toegesneden op de aard van het bedrijf. In het kort bepaalt de deskundige bij deze methode de waarde door verwachte vrije geldstromen constant te maken tegen de gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet van de onderneming. De uitkomst van deze methode is de economische waarde van de onderneming. Er zijn echter meer methoden voorhanden om de economische waarde te bepalen. Zo zijn onder andere de Adjusted Present Value-methode en de Cash to Equity-methode beschikbaar. Per waarderingsvraagstuk dient de deskundige te beoordelen welke methode het beste is toe te passen.

Wat men met intrinsieke waarde bedoelt, is in de praktijk overigens niet altijd duidelijk. Vaak verwijst de waardeerder naar het weer-

EEN VAN DE GROOTSTE MISVERSTANDEN OVER
 WAARDE IS DAT MEN VAN MENING IS DAT ER
 SPRAKE IS VAN ÉÉN OBJECTIEVE WAARDE.
 WAARDE IS ECHTER SUBJECTIEF EN AFHANKELIJK
 VAN VERWACHTINGEN.

gegeven eigen vermogen van de onderneming per waarderingmoment. Boekhoudkundig is dit de som van alle activa minus het vreemd vermogen. Waarderen tegen intrinsieke waarde impliceert dat er sprake is van een zogenaamd liquidatiescenario. Deze waarde resteert immers na verkoop van de activa en aflossing van de schulden. In dat geval kan geen sprake zijn van het continueren van de onderneming. In de praktijk vergeet degene die de waardering uitvoert regelmatig rekening te houden met liquidatiekosten. Voorbeelden hiervan zijn: het afwaarderen van voorraden en afvloeiingskosten voor personeel.

De rentabiliteitswaarde wordt bepaald door een normatieve netto-

winst contant te maken tegen de kostenvoet van het eigen vermogen. Het boekhoudkundige winstbegrip staat echter los van het begrip 'economische waarde'. Een eventuele groei in nettowinst gaat vaak gepaard met investeringen in activa en nettowerkkapitaal. Deze investeringen worden bij deze methode volledig buiten beschouwing gelaten. Voor het bepalen van economische waarde dient de deskundige derhalve gebruik te maken van toekomstige geldstromen in plaats van nettowinst.

Er bestaat geen uniforme methode die geschikt is om de waarde van elke onderneming te bepalen. Een waardebepaling is maatwerk waarbij de deskundige voor de keuze van de juiste waarderingmethode de specifieke casus goed moet beoordelen. De vraag welke methode het meest is toegesneden op een specifieke onderneming is dan ook een goede vraag om aan een deskundige te stellen. Het geven van een aantal keuzemogelijkheden beperkt de deskundige en kan leiden tot extra complicaties bij het uitvoeren van de waardebepaling.

Vraag 2: Partij X heeft recht op de helft van de waarde van de onderneming. Op welke wijze kan partij Y dit vanuit de onderneming financieren?

De conclusie dat partij X recht heeft op de helft van de waarde van de onderneming was in deze casus onjuist. Partij X had namelijk recht op de helft van de waarde van de aandelen in die onderneming. 'Waarde van de onderneming' is een ander begrip dan 'aandeelhouderswaarde'. De waarde van een onderneming kan vele



ER BESTAAT GEEN UNIFORME METHODE DIE GESCHIKT IS OM DE WAARDE VAN ELKE ONDERNEMING TE BEPALEN.

malen hoger zijn dan waarde van de aandelen in dezelfde onderneming. Het onderstaande voorbeeld verduidelijkt dit verschil.

Stel dat de waarde van de onderneming in totaal € 10.000.000,= bedraagt en dat de waarde van het vreemd vermogen € 7.500.000,= bedraagt. De waarde van de aandelen in de onderneming is dan te bepalen op € 2.500.000,=. Conform de hiervoor gestelde vraag heeft partij X nu recht op € 5.000.000,=, zijnde de helft van de waarde van de onderneming. Indien er sprake is van de verdeling van het aandeel van partij Y in de onderneming, heeft partij X recht op € 1.250.000,=. Een vergelijking kan worden gemaakt met de verdeling van de waarde van een woonhuis. Indien men bij die verdeling geen rekening houdt met de hypotheek die op het woonhuis is gevestigd, is dit in het nadeel van een van beide partijen.

In het kader van de procedure had partij X recht op de helft van de waarde van de aandelen in de onderneming. Indien partijen de aandeelhouderswaarde als grondslag voor de verdeling hanteren, is de vraag 'Hoeveel bedraagt de waarde van de aandelen?' voldoende om te komen tot een verdeling. De relevantie van de hiervoor gestelde vraag was voor de deskundige dan ook niet duidelijk.

Vraag 3: Is er in de onderneming goodwill aanwezig? Is deze van persoonlijke of zakelijke aard? Indien sprake is van persoonlijke goodwill, wat is dan de intrinsieke waarde hiervan?

Als de waarde van de aandelen hoger is dan het boekhoudkundige eigen vermogen van de onderneming spreekt men binnen de financiële wereld vaak over goodwill. Met de term 'goodwill' duidt men dan dat gedeelte van de marktwaarde van de onderneming aan dat niet direct is toe te wijzen aan de activa en passiva van die onderneming. Hoe deze waarde vervolgens is onder te verdelen naar verschillende onderdelen van de onderneming (zoals naamsbekendheid, knowhow, service enz.) is vaak niet inzichtelijk.

Als men al een bepaald bedrag zou kunnen toebedelen aan bijvoorbeeld de goede naam van de onderneming, dan speelt nog de vraag

of dit dan persoonlijke goodwill of zakelijke goodwill is. De naamsbekendheid zou bijvoorbeeld in sterke mate kunnen afhangen van inspanningen van de directeur-groootaandeelhouder. Aangezien de handelsnaam onderdeel is van de onderneming zou men kunnen beargumenteren dat hier sprake is van zakelijke goodwill. Anderzijds hangt de waarde die is toe te kennen aan de naamsbekendheid af van een persoon waardoor wellicht sprake is van persoonlijke goodwill.

In het laatste gedeelte van de vraag spreekt men over het begrip 'intrinsieke waarde'. Intrinsieke waarde betekent letterlijk wezenlijke waarde. De intrinsieke waarde van bijvoorbeeld geld is de waarde van het materiaal waarvan het geld is gemaakt. De term 'intrinsieke waarde' staat los van het begrip 'economische waarde'. De vraag wat de intrinsieke waarde is van goodwill is vanuit bedrijfseconomisch perspectief niet te beantwoorden. Deze vraag is in het kader van de opdracht irrelevant en zou geen onderdeel moeten zijn van de opdrachtformulering.

Het beantwoorden van de hiervoor gestelde vraag vergt de nodige inspanningen van de waarderingsdeskundige. Aangezien de beantwoording van de vraag niet relevant is in het kader van de verdeling zou het beter zijn geweest om vooraf de deskundige te raadplegen. Deze zou vervolgens kunnen aangeven welke vragen relevant zijn. Door deze aanpak kunnen partijen de doorlooptijd verkorten en voorkomt men dat de deskundige onnodige kosten maakt.

3. Conclusie

Bij procedures waarbij de rechter een waarderingsdeskundige benoemt, is het raadzaam om gebruik te maken van een specialist op het gebied van waardebepaling. Daarnaast dient sprake te zijn van een heldere opdrachtformulering waarbij de juiste vragen aan de deskundige worden gesteld.

De in dit artikel behandelde vragen zijn slechts enkele voorbeelden van veelvoorkomende problemen met betrekking tot de communicatie tussen rechtbanken en deskundigen. Een groot deel van deze problemen kan men verhelpen door de deskundige eerder te raadplegen. De deskundige zou bijvoorbeeld aanwezig kunnen zijn bij de comparitie van partijen waarbij de partijen de vragen formuleren.

Drs. G. Slopsema RV is register valuator en eigenaar van Solid Valuation, een adviesbureau op het gebied van waardebepaling. Daarnaast is hij ingeschreven als gerechtelijk deskundige op het gebied van Business Valuation en wordt hij ingeschakeld bij gerechtelijke procedures.