



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## Waarderen van familiebedrijven in de context van crisis: Een complexe materie voor de juridische praktijk

Labohm, A.N.; Broekema, M.J.R.; Adriaanse, J.A.A.

### Citation

Labohm, A. N., Broekema, M. J. R., & Adriaanse, J. A. A. (2021). Waarderen van familiebedrijven in de context van crisis: Een complexe materie voor de juridische praktijk. *Fiscaal Tijdschrift Vermogen*, 2021(9), 16-29. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3278211>

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3278211>

**Note:** To cite this publication please use the final published version (if applicable).

# 29. Waarderen van familiebedrijven in de context van crisis

## Een complexe materie voor de juridische praktijk

MR. A.N. LABOHM, DR. M.J.R. BROEKEMA MBV RV EN PROF. DR. J.A.A. ADRIAANSE

Het waarden van een familiebedrijf is in een stabiele economische situatie al complex, laat staan als er sprake is van een economische crisis als gevolg van corona in combinatie met een huwelijks crisis van de ondernemer. Gangbare, op economische grondslagen gebaseerde waarderingsmethodes voor de waardering van een onderneming zijn in een crisissituatie kwetsbaar omdat er onvoldoende inzicht is in hoe de economie zich in een bepaalde branche gaat ontwikkelen. Het waarden van een familiebedrijf is verder ook nog zeer specifiek, waarbij objectieve, subjectieve en emotionele factoren een rol spelen. In dit artikel belichten wij enkele economische en juridische aspecten van waardering in het perspectief van crisis. Aan de hand van een voorbeeld geven wij inzicht in de grote verschillen in waarde die kunnen ontstaan wanneer een familiebedrijf op basis van de DCF-methode wordt gewaardeerd. Aandachtspunten worden geformuleerd over hoe om te gaan met waarden in de context van een crisis.

### Inleiding

Onderzoeksbureau McKinsey sprak in april 2020 de verwachting uit dat de Europese economie als gevolg van de coronapandemie (COVID-19) in 2020 met 11% kan gaan krimpen, en dat het tot 2023 kan duren voordat deze weer op het oude niveau is.<sup>1</sup> In *Het Financieele Dagblad* (FD) van 26 februari 2021 stond een artikel: ‘Ondernemers met coronastress kloppen aan voor psychische hulp. Wie zijn levenswerk als zand door zijn vingers voelt glippen, gaat daar psychisch eraan onderdoor’. De Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants (NBA) pleitte reeds in een open brief van 5 maart 2021 voor meer regelingen voor ondernemers bij de herstart na corona. Zij vreest dat veel ondernemers verder in de problemen komen zodra de steunmaatregelen aflopen. Op 27 mei 2021 is door de overheid het vijfde steunpakket aangekondigd voor ondernemers. Hiermee wordt onderkend dat een aantal bedrijfstakken de gevolgen van de coronacrisis nog lang zullen voelen. Zelfs nu de economie in het algemeen weer aan het opveren is.

In economische termen kan de coronapandemie als een *black swan* worden beschouwd: een onvoorziene gebeurtenis die de economie ernstig verstoort (Taleb, 2010). In juridische zin kan deze omstandigheid worden gezien als

een onvoorziene omstandigheid in de zin van art. 6:248 BW en art. 6:258 BW. Uit de rechtspraak en literatuur volgt evenwel dat de rechter terughoudend is met het toepassen van art. 6:258 BW<sup>2</sup>. Hoe dan ook, door een onvoorziene omstandigheid kunnen zich vele juridische geschillen gaan voordoen. Een ervan is de waardering van een onderneming in het kader van bijvoorbeeld: a) een koop-/verkooptransactie, b) de verdeling van een huwelijksgemeenschap na ontbinding van de echtverbintenis, c) het vaststellen van het bedrag dat aan erfbelasting verschuldigd is<sup>3</sup> en d) de bedrijfsverdracht vader/zoon en/of moeder/dochter, denk bijvoorbeeld aan de situatie dat de dochter op 1 december 2019 – derhalve vlak voor de coronacrisis – het horecaconcern van haar vader heeft overgenomen.

De toekomstige vrije geldstroom van een onderneming is voor veel economen de belangrijke grondslag voor het bepalen van de waarde van bedrijven. Onder de vrije geldstroom wordt verstaan die geldstroom die niet noodzakelijk is voor de bedrijfsvoering. Dit is dus het bedrag dat beschikbaar is voor alle vermogensverschaffers: aan de aandeelhouders in de vorm van dividend of ter aflossing van schulden aan financiers. Het kasstroomoverzicht, waarin

1 T. Allas, P.E. Sjatil, S. Stern & E. Windhagen (2020), ‘How European businesses can position themselves for recovery’, *McKinsey*, 29 april 2020. Geraadpleegd op 15 augustus 2021, van <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/how-european-businesses-can-position-themselves-for-recovery>.

2 C.E. Drion (2020), ‘Corona en onvoorziene omstandigheden’, *NJB* 2020/1251; M. Ruygvoorn (2020), ‘Kan ik van mijn overeenkomst af met een beroep op de coronacrisis?’, *NJB* 2020/882; T.J. Backx (2020), ‘Corona: een onvoorziene omstandigheid in het familierecht?’, *EB* 2020/51.  
3 Art. 21 lid 1 Successiewet 1956, ‘Het verkregene wordt in aanmerking genomen naar de waarde welke daarop op het tijdstip van de verkrijging in het economische verkeer kan worden toegekend. De peildatum voor de omvang en samenstelling van de nalatenschap is de datum van overlijden.’

verschillende soorten geldstromen worden gepresenteerd, is voor de waardering van een onderneming van belang, en het is noodzakelijk dat de toekomstige vrije geldstromen zo nauwkeurig mogelijk worden geprognosticeerd.<sup>4</sup> In de waarderingspraktijk wordt daarbij veelal de Discounted Cash Flow-methode gehanteerd (hierna DCF-methode) om uiteindelijk tot de (berekende) waarde te komen. Eenvoudig gezegd is dit een waardering op basis van de vrije geldstroom tegen een vermogenskostenvoet.<sup>5</sup> De waarde van de aandelen in een onderneming wordt dan bepaald door de contante waardering van de toekomstige geldstromen die aan de vermogensverschaffers – bijvoorbeeld de aandeelhouders – toekomt. De vraag die wij feitelijk in dit artikel aan de orde stellen, is of deze methodiek van waardering past in de huidige onzekere economische situatie en dan specifiek gericht op het familiebedrijf.

Een familiebedrijf kan overigens op basis van vele methodes worden gewaardeerd.<sup>6</sup> Uit de rechtspraak en juridische literatuur volgt dat de zogenoemde ‘rechtssfeerwaarde’ in familierechtelijke geschillen vaak als richtsnoer wordt gebruikt voor de vaststelling van de waarde van de onderneming. Deze rechtssfeerwaarde is voor een econoom echter een onbekend fenomeen. Het betreft namelijk geen economische waarderingsmethode, dat wil zeggen een methode zoals in de internationale bedrijfseconomische literatuur en praktijk gangbaar, maar veeleer een privaatrechtelijke gedachtegang van redelijkheid en billijkheid. Ten overvloede, dit levert additionele complexiteit op.

Rechtzoekenden in familierechtelijke geschillen kunnen zich over het algemeen geen beeld vormen van de DCF-methode terwijl de rechter echter regelmatig aan een deskundige de opdracht geeft om de waarde juist op basis van de DCF-methode vast te stellen. De rechtzoekende denkt vaak ‘balansgeoriënteerd’, dat wil zeggen in bezittingen, schulden en eigen vermogen in plaats van in geldstromen, laat staan in disconteringsvoeten. Economische waarderingsrapporten van een familiebedrijf zijn daarbij ook omvangrijk en zeer technisch. Met andere woorden, het kennisverschil tussen rechtzoekenden en deskundigen creëert bij voorbaat ook al complexiteit. Dit betekent tevens dat een rechter die een oordeel dient te geven over een dergelijk rapport in elk geval gedegen basiskennis moet hebben van waarden. Het is immers uiteindelijk de rechter die in een rechterlijk

oordeel beslist voor welke waarde/prijs de aandelen in een familiebedrijf in de verdeling moeten worden betrokken.

Niet alleen de waardering van het familiebedrijf is overigens complex, ook de financiering hiervan is moeilijk ondanks de lage rente en het algehele overschot aan kapitaal dat in de wereld beschikbaar is. Banken stellen hoge eisen aan zekerheden die voor een lening moeten worden verstrekt en zijn vaak slechts bereid een lening te verstrekken voor een periode van vijf jaar<sup>7</sup>. De financiering van een echtscheiding – kan de directeur-groootaandeelhouder zijn/haar ex-partner uitkopen? – wordt in de meeste procedures dan ook overgeslagen. Terwijl dit aspect wel degelijk van belang is.

Aan de hand van een aantal onderwerpen nemen wij de lezer mee in het landschap van de waardering van het familiebedrijf. Sommige economische onderwerpen zijn voor de jurist niet eenvoudig te doorgronden, echter het beschikken van enige basiskennis is noodzakelijk: a) om de juiste vragen aan de deskundige te kunnen stellen en b) om een waarderingsrapport te kunnen begrijpen. De navolgende onderwerpen komen hierna aan bod:

1. Het familiebedrijf als maatschappelijk fenomeen.
2. Hoe zit de DCF-methode in elkaar en wat is economische waarde?
3. Casus: de waarde van ‘Nieuwe Wereld Fashion B.V.’ vóór en ná corona.
4. Waarderingsproblemen in de praktijk.
5. De peildata voor waardering in het huwelijksvermogensrecht.
6. Jurisprudentie: de onderneming van de Zeevisser Hoge Raad 2 maart 2001/504 en het Hof Arnhem-Leeuwarden van 2 februari 2021.
7. De rechtssfeerwaarde; een privaatrechtelijke benadering.
8. Slot.

Voor een goed begrip van dit artikel is het van belang te definiëren wat onder een onderneming wordt verstaan. Wij omschrijven deze als een organisatorisch verband van kapitaal en arbeid dat gericht is op deelname aan het maatschappelijk voortbrengingsproces met als doel een zodanige kasstroom te genereren dat de organisatie (duurzaam) kan blijven voortbestaan.<sup>8</sup> In economische zin is de vorm waarin de onderneming wordt geëxploiteerd daarbij in beginsel niet relevant. Ondernemingsvermogens zijn de activa en passiva die dienstbaar zijn aan de onderneming voor het bepalen van het economische resultaat.<sup>9</sup> Voor de

4 M.I.J. van Doorn (2018), *Jaarrekening MKB 2018*, SRA (p. 138-142): Een kasstroomoverzicht is een overzicht van de geldmiddelen die in de verslagperiode beschikbaar zijn gekomen en van het gebruik dat van deze geldmiddelen is gemaakt. Het kasstroomoverzicht maakt geen onderdeel uit van de jaarrekening. Het kasstroomoverzicht wordt gesplitst naar de activiteitengebieden: 1) operationeel, 2) investeringsactiviteiten, 3) financieringsactiviteiten.

5 A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden (2017), *Waardering van onderneming in de juridische praktijk*, Uitgeverij Paris (p. 75). Bij toepassing van de DCF-methode worden de operationele geldstromen veelal gediscoteerd tegen de gewogen gemiddelde kosten voet van het eigen en vreemd vermogen. De Engelstalige aanduiding voor deze term is Weighted Average Cost of Capital (WACC).

6 A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden (2017), *Waardering van onderneming in de juridische praktijk*, Uitgeverij Paris (hfdst. 4-8).

7 R. de Lange, J. Braaksma & R. Betlem (2021, 21 januari), ‘Banken draaien duimschroeven mkb’er strakker aan in de tweede lockdown’. *Het Financieel Dagblad*.

8 A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden (2017), *Waardering van onderneming in de juridische praktijk*, Uitgeverij Paris (p. 11); P. van Schilffgaarde (2013), ‘Van de BV en de NV’, Kluwer (p. 20).

9 M.J.J.R. van Mourik, L.C.A. Verstappen & W. Burgerhart, *Handboek Scheiding Deel B*, 2020, H 2.9 (p. 13): ‘Ondernemingsvermogen vormt als zodanig niet een goed ten aanzien waarvan kan worden bepaald dat het buiten de gemeenschap valt (artikel 1:94 lid 4 BW), De huwelijksgemeenschap omvat evenmin de tot het ondernemingsvermogen behorende goederen.’

leesbaarheid van dit artikel gaan wij ervan uit dat de onderneming in de vorm van een besloten vennootschap wordt geëxploiteerd. Op de definitie van familiebedrijf gaan wij verderop afzonderlijk in.

### Het familiebedrijf en de waarderingmethode

Het is algemeen aanvaard om familiebedrijven te definiëren binnen het kader van drie aspecten: 1) familie, 2) bedrijf en 3) eigendomsstructuur. De belangrijkste positieve, algemene kenmerken van familiebedrijven zijn langetermijngerichtheid, betrokkenheid bij lokale gemeenschappen en een unieke bedrijfscultuur die is gebaseerd op waarden die door de belanghebbende familieleden worden uitgedragen. De langetermijngerichtheid van familiebedrijven betekent dat er sprake is van duurzame banden met werknemers, klanten en leveranciers. De man of vrouw die het familiebedrijf heeft opgericht, heeft vaak de intentie om het bedrijf over te dragen aan de volgende generatie. Om de ondernemingsdoelen te bereiken, investeren familiebedrijven dan ook vaak zo veel mogelijk van de winst in de onderneming. De doelstelling is een lange termijn.<sup>10</sup> Deze specifieke omstandigheden zijn in privaatrechtelijke zin ook van belang in het kader van de waardering van een familiebedrijf in een verdelingsgeschil tussen echtgenoten. De rechter dient op basis van art. 3:185 BW immers naar redelijkheid rekening te houden met de belangen van partijen alsmede met het algemene belang. Een belang van de ondernemer is dat hij/zij de onderneming ook na de echtscheiding kan voortzetten en dat de onderneming voor hem/haar en het gezin een bron van inkomsten blijft. Het algemene belang is dat een economisch gezond familiebedrijf niet als gevolg van een familieconflict ten gronde gaat, en daarmee de werkgelegenheid in de lokale gemeente verdwijnt en/of andersoortige economische waarde verdwijnt.

Op 1 januari 2018 telde Nederland 273.000 familiebedrijven. Zesentachtig procent van de familiebedrijven was een zogenoemd microbedrijf. Dit zijn bedrijven met twee tot tien werkzame personen. De meeste familiebedrijven waren volledig in handen van één familie. Bij 45% van de familiebedrijven had één eigenaar de volledige zeggenschap over het bedrijf. Bij 48% had het familiebedrijf meerdere eigenaren die samen één familie vormen en zo de volledige zeggenschap hadden. Familiebedrijven zijn gemiddeld gezien ouder dan niet-familiebedrijven. Zij waren in december 2018 verder goed voor ruim 29% van alle werknemersbanen in Nederland. Familiebedrijven in het niet-financiële bedrijfsleven realiseerden in 2018 403 miljard euro omzet en 103 miljard euro toegevoegde waarde. Uit voormelde gegevens volgt dat het familiebedrijf maatschappelijk en economisch bezien in Nederland van grote betekenis is.<sup>11</sup>

Populair gezegd, het familiebedrijf is een van de ‘motoren’ van de Nederlandse economie.

De hiervoor al genoemde DCF-methode is als waarderingmethode theoretisch gezien de beste methode voor het waarderen van een onderneming.<sup>12</sup> De deskundige die een waarderingrapport moet opstellen, kan in de juridische praktijk echter ook gebruikmaken van (niet-limitatief): 1) intrinsieke waarde, 2) liquidatiewaarde, 3) waarde in verpachte staat, 4) agrarische waarde en 5) een waarde dat een lonende exploitatie nog juist tot de mogelijkheden behoort, ook wel continuïteitswaarde genoemd.<sup>13</sup> Nogmaals, voor een goed begrip richten wij ons in dit artikel op de DCF-methode in de context van een economische crisis. Het is van belang op te merken dat in de praktijk ook gebruik wordt gemaakt van andere methodes om de ondernemingswaarde (en daarvan afgeleid de aandelenwaarde) te bepalen, zoals de Comparable Company Analysis, ook wel geduid als een multiple-benadering. Middels deze methode wordt de ondernemingswaarde berekend aan de hand van een ratio (veelal de ratio ‘Ondernemingswaarde/EBITDA’)<sup>14</sup> die geldt voor in meer of mindere mate vergelijkbare (beursgenoteerde) ondernemingen als die met de te waarderen onderneming. De gevonden ratio – die veelal wordt gecorrigeerd voor risico’s die aanwezig zijn bij niet-beursgenoteerde ondernemingen – wordt vervolgens gebruikt om op basis van de EBITDA van de te waarderen onderneming de ondernemingswaarde te bepalen. Alhoewel een multiple-benadering een zinvolle controle kan zijn van de berekende DCF-uitkomst is het belangrijk te realiseren dat het in de praktijk lastig blijkt om vergelijkbare ondernemingen met de te waarderen onderneming te selecteren, en dat complexe financiële informatie wordt gevat in een enkele variabele zoals de EBITDA, waardoor overige elementen die van invloed zijn op de ondernemingswaarde mogelijk worden onderschat.

Feitelijk is een dergelijke multiple-benadering meer een benadering van de prijs die in de markt waarneembaar is dan van de waarde. Het is dan ook van belang prijs en waarde van elkaar te onderscheiden. Wanneer in de waarderingpraktijk wordt gesproken over prijs, dan wordt gerefereerd aan de transactieprijs die tussen een (bereidwillige) koper en verkoper tot stand komt. Prijs is een ander begrip dan economische waarde, die appelleert aan de subjectieve waarde die een koper of verkoper aan de onderneming in kwestie toekent op basis van de verwachtingen omtrent de toekomstige verdien capaciteit van de onderneming. Niet zelden is de berekende waarde overigens het vertrekpunt of het referentiekader voor de tot stand te komen transactieprijs.

10 J. Klimek (2016), Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over familiebedrijven in Europa als bron van nieuwe groei en kwaliteitsvollere banen. *Publicatieblad van de Europese Unie*.

11 CBS, *Rapportage Familiebedrijven in Nederland*, 2015.

12 P. Fernández (2007), *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*. IESE Business School, 1-27.

13 A.N. Labohm, W.T.M. Veerman & P.M. van der Zanden (2017), *Waardering van ondernemingen in de juridische praktijk*, Paris Uitgeverij (hfdst. 4-8); J. Vis (2010), *Ondernemend waarderen: waarderend ondernemen: de subjectiviteit van het begrip economische waarde*. Maklu; R. Kooger (2012), *Ondernemingswaardering voorbehouden aan bedrijfseconomen?*, KNB (hfdst. 5).

14 EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

## DCF-methode

De (georganiseerde) professie van waarderingsdeskundige van bedrijven bestaat in Nederland sinds enkele tientallen jaren en ook hier is, net als in Angelsaksische landen waar de beroepsgroep al veel langer bestaat, bedrijfswaardering grotendeels gestoeld op de zogenoemde inkomensbepaling waarbij voortbrenging van economische waarde is afgeleid van de capaciteit van een individueel activum of samenstel van activa (dat wil zeggen een onderneming) om toekomstige opbrengsten te kunnen genereren. De eerste toepassing van de DCF-methode had voornamelijk betrekking op het waarderen van leningen en levensverzekeringen vanwege hun voorspelbare kenmerken omtrent ingaande en uitgaande geldstromen. Als gevolg van de positieve economische omstandigheden rond het midden van de negentiende eeuw ontstonden er wereldwijd meer kapitaalintensieve projecten waarbij eerst een aanzienlijke uitstroom van geld plaatsvond alvorens een instroom van geld ontstond, zoals bijvoorbeeld bij investeringen in spoorwegconstructies in de Verenigde Staten of grootschalige publieke projecten in Frankrijk. Alternatieve waarderingsmethoden waren dan ook nodig om deze projecten te waarderen.<sup>15</sup> Toch duurde het tot de twintigste eeuw, mede dankzij baanbrekende artikelen over het verdisconteren van dividenden,<sup>16</sup> voordat de DCF-methode zowel in theorie als praktijk acceptatie kreeg voor andere investeringsbeslissingen.<sup>17</sup> Na de sterke opkomst van veelbelovende technologiebedrijven aan het eind van de twintigste eeuw werd de DCF-methode overigens nog meer populair omdat er steeds meer snelgroeiende technologiebedrijven werden opgericht met (in eerste instantie) negatieve inkomsten maar met veelbelovende vooruitzichten, die niet met traditionele methoden konden worden gewaardeerd.<sup>18</sup>

De DCF-methode heeft zich daarmee de afgelopen decennia ontwikkeld tot een van de meest prominente waarderingsmethoden. Om inzicht te krijgen in deze waarderingsmethode is het voor de jurist en overige niet-waarderingsdeskundigen van belang de volgende zes stappen te doorgronden: 1) bepaling van de vrije geldstroom,

2) bepaling van de disconteringsvoet,<sup>19</sup> 3) bepaling van de ondernemingswaarde, 4) bepaling van de marktwaarde van rentedragende schulden en vorderingen per waarderingsdatum, 5) bepaling van eventuele niet operationele activa en passiva en 6) calculatie van de waarde van de aandelen.

Van belang is op te merken dat de vrije geldstroom een volstrekt ander begrip is dan het op boekhoudkundige grondslagen bepaalde winstbegrip. Voor de bepaling van de vrije geldstromen wordt het boekhoudkundig resultaat van de onderneming omgezet naar het economische resultaat (geldstromen). Deze vrije geldstroom vormt de werkelijke afspiegeling van de zuivere verdien capaciteit van een onderneming zonder dat deze wordt beïnvloed door boekhoudkundige aspecten en of (externe) verslaggevingsstandaarden en -regels. Met andere woorden: het boekhoudkundig resultaat wordt gecorrigeerd voor zogenaamde 'cash' en 'non-cash' elementen.

In de waarderingsliteratuur worden geldstromen dan ook geduid als 'echt geld' dat de onderneming genereert. Deze vrije geldstromen worden als volgt berekend:<sup>20</sup>

$$\begin{aligned}
 &+ \text{ Operationeel Resultaat voor Rente en Belasting (EBIT)} \\
 &- \text{ Belasting (over EBIT)} \\
 &= \text{ Netto Operationeel Resultaat (NOPAT)} \\
 &+ \text{ Afschrijving \& Amortisatie (D\&A)} \\
 &- \text{ Investerings in Vaste Activa (Capex)} \\
 &\pm \text{ Mutatie in Netto Werkkapitaal (NWC)}^1 \\
 &\pm \text{ Mutatie Voorzieningen} \\
 &= \text{ Vrije Geldstroom (FCFF)}
 \end{aligned}$$

1 Netto werkkapitaal is het kapitaal dat ondernemingen nodig hebben om aan hun dagelijkse financiële verplichtingen te voldoen; dat wil zeggen vlottende activa minus vlottende passiva. Groeit een onderneming, dan stijgt meestal de behoefte aan netto werkkapitaal.

Figuur 1 Berekening van de vrije geldstroom.

In rekenkundig opzicht is deze methode vormgegeven middels een relatief eenvoudige vergelijking die bestaat uit een teller die de toekomstige verwachte vrije geldstromen – ook wel aangeduid als *free cash flows to firm* (FCFF)<sup>21</sup> – vertegenwoordigt, en een noemer die een zogenoemde risico gewogen disconteringsvoet representeert, oftewel een disconteringsvoet die een reflectie betreft van de *risico's* die kleven aan het realiseren van die toekomstig te verwachten

15 S.P. Dulman (1989), 'The development of discounted cash flow techniques in US industry', *Business History Review*, 63(3), 555-587; R.H. Parker (1968), 'Discounted cash flow in historical perspective', *Journal of Accounting Research*, 58-71; A. Pezet (1997), 'The development of discounted cash flow and profitability of investment in France in the 1960s', *Accounting, Business & Financial History*, 7(3), 367-380; J. Rutterford (2004), 'From dividend yield to discounted cash flow: a history of UK and US equity valuation techniques', *Accounting, business & financial history*, 14(2), 115-149.

16 M.J. Gordon (1959), 'Dividends, earnings, and stock prices', *The review of economics and statistics*, 99-105.

17 J.R. Edwards & A. Warman (1981), 'Discounted Cash Flow and Business Valuation in a Nineteenth Century Merger A Note', *Accounting Historians Journal*, 8(2), 37-50.

18 J. Rutterford (2004), 'From dividend yield to discounted cash flow: a history of UK and US equity valuation techniques', *Accounting, business & financial history* 14(2), 115-149.

19 In de waarderingspraktijk verwijst de disconteringsvoet naar het rendement dat wordt gebruikt om toekomstige (onzekere) geldstromen terug te brengen tot hun huidige waarde, dat wil zeggen disconteren. Deze disconteringsvoet wordt uitgedrukt middels een percentage en reflecteert het vereiste rendement of de drempel die investeerders vereisen in verhouding tot het risico dat zij lopen met de betreffende investering.

20 EBIT: Earnings Before Interest and Taxes, NOPAT: Net Operating Profit After Tax, D&A: Depreciation & Amortization, CAPEX: Capital Expenditures, NWC: Net Working Capital, FCFF: Free Cash Flow to Firm.

21 De vrije geldstroom voor de onderneming (FCFF) is het bedrag van de geldstroom uit bedrijfsactiviteiten dat beschikbaar is voor uitkering aan alle vermogensverschaffers ná aftrek van belastingen, afschrijvingen, en investeringen in vaste activa en werkkapitaal. De FCFF kan worden gezien als een maatstaf voor de economische winstgevendheid van een onderneming na alle uitgaven en (her)investeringen.



vrije geldstromen. Deze vrije geldstromen worden tenslotte verdisconteerd tegen deze disconteringsvoet waarbij impliciet rekening wordt gehouden met de zogenoemde tijds-waarde van geld, namelijk dat een vrije geldstroom die over een jaar wordt ontvangen vandaag de dag een lagere waarde vertegenwoordigt (geld dat vandaag wordt ontvangen kan immers meteen worden geïnvesteerd om rendement te realiseren en heeft daarmee een hogere waarde). De vergelijking van de ondernemingswaarde kan dan als volgt worden weergegeven.

$$\text{Ondernemingswaarde} = \frac{FCFF_1}{(1+k)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+k)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(k-g)} / (1+k)^{n-1}$$

$FCFF_1$  = cashflow in het 1<sup>e</sup> jaar in de prognoseperiode

$FCFF_n$  = cashflow in de restperiode

$k$  = disconteringsvoet

$g$  = veronderstelde groei (in %) van de geldstroom in de restperiode

$n$  = het aantal jaren in het waarderingmodel

Uit voornoemde vergelijking kan worden afgeleid dat een schatting van de waarde bestaat uit een prognoseperiode én een restperiode, waarbij de geldstromen van beide periodes worden verdisconteerd tegen een risicogewogen disconteringsvoet. Veelal wordt voor beide periodes dezelfde disconteringsvoet gehanteerd, maar soms worden variërende disconteringsvoeten gebruikt binnen de prognoseperiode. De prognoseperiode vertegenwoordigt de periode waarin sprake is van een redelijke hoeveelheid tijd waarvoor gedetailleerde aannames kunnen worden gedaan met betrekking tot de ontwikkelingen van de onderneming en de daarmee samenhangende verdien capaciteit. Er is veelal sprake van groei van de geldstromen en er vinden in deze periode hiervoor uitbreidingsinvesteringen plaats. In de praktijk bedraagt de prognoseperiode veelal drie tot zeven jaar, maar deze kan langer zijn voor sommige soorten bedrijven, zoals olie en gas of mijnbouw. Over het algemeen kan worden gesteld dat een prognoseperiode die veel verder reikt dan circa vijf jaar gaat lijken op een ‘gokspel’, en dat is dan ook waar de restperiode om de hoek komt kijken. Tegen het einde van de prognoseperiode tendent de onderneming (theoretisch) naar een stabiele situatie, een ideaal-complex waarbij de investeringen in vaste activa gelijk zijn aan de afschrijvingen op vaste activa. Wanneer deze stabiele fase is aangebroken, vangt de zogenoemde restperiode aan. De onderneming eindigt dus niet na de prognoseperiode met het genereren van geldstromen, maar ze genereert vanaf dan (theoretisch) stabiele geldstromen die worden ‘gevangen’ middels één enkele geldstroom die representatief is voor de verdien capaciteit van de onderneming tot in de schier oneindigheid.

Wanneer deze geldstromen in de restperiode worden gediscoteerd naar de peildatum van de waardering leidt dit tot de restwaarde: de contante waarde van alle volgende geldstromen na de prognoseperiode. Van belang is op te merken dat in tegenstelling tot de groei van de geldstro-

men in de prognoseperiode de groei van de geldstromen in de restperiode veelal plaatsvindt op nominalistische wijze, dat wil zeggen groei die in economisch opzicht geen reële waarde meer toevoegt, maar slechts inflatoire groei.<sup>22</sup> Immers, wanneer men zou uitgaan van een eeuwigdurend groeipercentage dat hoger is dan de inflatie, stelt men in feite dat wordt verwacht dat de groei van de onderneming de groei van de economie eeuwigdurend zal overtreffen. Niet zelden, en afhankelijk van de omstandigheden, kan deze restwaarde overigens wel 70% of meer uitmaken van de totale ondernemingswaarde. Het zal duidelijk zijn dat derhalve veel aandacht dient te worden besteed aan de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de berekening van de restwaarde.

Wanneer wordt gesproken over het begrip ‘waarderingssuitkomst’, dan spreken wij ten aanzien van de uitkomst van een DCF-waardering bewust van een schatting (‘estimate of value’) van de waarde aangezien de uitkomst rekenkundig gezien weliswaar een puntschatting oplevert. De internationale waarderingpraktijk beschouwt een dergelijke uitkomst echter als een schatting van de meest waarschijnlijke van een reeks van mogelijke uitkomsten op basis van de aannames die in het waarderingproces zijn gedaan.<sup>23</sup> Overigens, als gevolg van de coronapandemie zal de distributie van mogelijke waarderingssuitkomsten evenwel niet meer normaal zijn verdeeld. Gezien de vele parameters en bijbehorende inputvariabelen die nodig zijn bij het toepassen van de DCF-methode, is deze nuancering van het begrip ‘waarderingssuitkomst’ dan ook verklaarbaar.

Alvorens nader in te gaan op de parameters en inputvariabelen van een DCF-waardering, is het goed om eerst een (gecomprimeerde) DCF-waardering te behandelen aan de hand van een (gefingeerde) casus, genaamd ‘Nieuwe Wereld Fashion B.V.’.

## De waarde van De Nieuwe Wereld Fashion B.V.

De man is directeur-groootaandeelhouder van familiebedrijf De Nieuwe Wereld Fashion B.V., opgericht in 1890 door een van zijn voorvaders. In de besloten vennootschap wordt een handelsonderneming geëxploiteerd in damesmode. De damesmode komt uit India en wordt in winkels in de Benelux verkocht. Bij de onderneming zijn dertig mensen in dienst, van wie de meesten op het hoofdkantoor. De onderneming kent een lange geschiedenis en de strategie kan – volgens de familietraditie – worden getypeerd als ‘op de lange termijn gericht’.

De aandelen in deze vennootschap maken deel uit van de huwelijksgemeenschap waarin de man is gehuwd. De man wenst de waarde van de aandelen te laten berekenen voor de verdeling van de huwelijksgemeenschap na echtscheiding. Hij geeft aan een waarderingdeskundige opdracht om op basis van de DCF-methode de waarde van de

22 Inflatie verhoogt weliswaar de geldstroom, maar heeft echter geen reëel effect.

23 International Valuation Standards Council (2020), *International Valuation Standards*, Effective 31 January 2020.

aandelen en onderliggende onderneming te waarderen. De opdracht is verstrekt in oktober 2020 met 1 januari 2021 als peildatum<sup>24</sup> van waardering van de aandelen ('Peildatum'). Op basis van de door hem verstrekte gegevens heeft de waarderingdeskundige de vrije geldstromen voor de prognoseperiode (2021 tot en met 2024) bepaald. De vrije geldstroom in de restperiode (2025 en verder) van de onderneming heeft de waarderingdeskundige bepaald op € 1.071.000.

	1	2	3	4	
Bedragen x EUR '000	2021	2022	2023	2024	2025
Vrije geldstroom	830	920	1.000	1.050	1.071
groei van de geldstroom j-o-j		10,84%	8,70%	5,00%	2,00%

Figuur 1. Cashflow projectie (afgerond op duizendtallen).

De Nieuwe Wereld Fashion B.V. wordt verondersteld per Peildatum deels te zijn gefinancierd met rentedragend vreemd vermogen ter hoogte van € 2.500.000.<sup>25</sup> Doordat deze onderneming deels is gefinancierd met vreemd vermogen, dienen niet alleen de eigen vermogensverschaffers te worden gecompenseerd voor het te lopen risico, maar ook de vreemd vermogensverschaffers middels de overeengekomen rentevergoeding. Dit betekent dat er een gewogen gemiddelde disconteringsvoet ontstaat (WACC)<sup>26</sup>, oftewel gewogen naar het proportionele aandeel van eigen vermogen en vreemd vermogen ten opzichte van het totale vermogen (alle tegen marktwaarden). Belangrijk om op te merken is dat de disconteringsvoet vanuit het perspectief van de vermogensverschaffers een compensatie voor te lopen risico is. Vanuit de onderneming bezien, betreft deze disconteringsvoet de kosten van de verschillende door de onderneming gebruikte financieringscomponenten. In dit voorbeeld is de WACC bepaald op 14,25%.<sup>27</sup> Alhoewel door marktdynamieken de rendementen op risicovrije titels (bijvoorbeeld staatsobligaties) thans negatief zijn, wordt voor waarderingdoeleinden in de praktijk de negatieve risicovrije rente als onderdeel van de WACC gecorrigeerd op basis van een reële rentevoetaanname van ten minste 0%, en een inflatieaanname die doorgaans gelijk wordt

gesteld aan de langetermijngroei voet die wordt gehanteerd voor de restwaardeperiode. Immers, de risicovrije rentevoet zoals gehanteerd in de WACC wordt op nominale basis bepaald, en de nominale rentevoet wordt afgeleid van een reële rentevoet en de inflatie. Op deze manier wordt geborgd dat de geldstromen op een gelijkwaardige basis worden bepaald als bij de bepaling van de WACC.

Indien de DCF-methode voor het bepalen van de waarde van De Nieuwe Wereld Fashion B.V. wordt toegepast, leidt dit tot een contante waarde van de prognoseperiode van € 2.718.000 en een contante waarde van de restperiode van € 5.131.000 per Peildatum, zijnde de contante waarde per ultimo 2024 van alle geldstromen vanaf 2025 (i.e. € 8.743.000), welk bedrag vervolgens contant wordt gemaakt naar de Peildatum (zie figuur 2).<sup>28</sup> Ook in dit voorbeeld is de restwaarde een aanzienlijk deel van de totale ondernemingswaarde, namelijk circa 63%.

Voorts wordt verondersteld dat per Peildatum een bedrag aan overtollige (niet-operationele) liquide middelen aanwezig is ter hoogte van € 200.000 evenals een kunstverzameling (bezittingen die niet dienstbaar zijn aan de bedrijfsvoering) van de directeur-groootaandeelhouder (dga) met een geschatte marktwaarde van € 150.000. Voorgaande getallen bij elkaar opgeteld, leiden tot de zogenaamde ondernemingswaarde van € 8.199.000. Hierop dient de marktwaarde van het per Peildatum rentedragend vreemd vermogen van € 2.500.000 in mindering te worden gebracht, resulterend in een aandelenwaarde van € 5.699.000.

	1	2	3	4	
Bedragen x EUR '000	2021	2022	2023	2024	2025
Vrije geldstroom	830	920	1.000	1.050	1.071
groei van de geldstroom j-o-j		10,84%	8,70%	5,00%	2,00%
g (lange termijn groei voet)		2,00%			
k (disconteringsvoet: WACC)	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%
Disconteringsperiode	1,00	2,00	3,00	4,00	
Disconteringsfactor	0,88	0,77	0,67	0,59	0,59
Contante waarde vrije geldstroom	726	705	671	616	8.743
Contante Waarde Prognoseperiode	2.718				
+ Contante Waarde Restperiode	5.131				
+ Overtollige liquide middelen	200				
+ Niet-operationele activa	150				
= <b>Ondernemingswaarde</b>	<b>8.199</b>				
- Rentedragend vreemd vermogen	2.500				
= <b>Aandelenwaarde (100%)</b>	<b>5.699</b>				

Figuur 2. DCF-berekening van De Nieuwe Wereld Fashion B.V. per Peildatum (scenario 1).

Uit figuur 2 kan indirect worden afgeleid dat de DCF-waardering in beginsel is gebaseerd op een drietal kernelementen:

1. Ten eerste het element 'geld' dat wordt uitgedrukt middels de vrije geldstroom, oftewel die geldstroom die middels de operationele activiteiten van de onderneming wordt gerealiseerd in enige periode en die ter beschikking staat van de verschaffers van zowel eigen vermogen als vreemd vermogen. Dit nadat bij de bepaling van deze geldstromen rekening is gehouden met een

24 Zuiver rekenkundig is de peildatum van de berekende waarde 31 december, echter voor de leesbaarheid is 1 januari als peildatum van de berekende waarde gehanteerd.  
 25 In casu wordt verondersteld dat de boekwaarde van het vreemd vermogen gelijk is aan de marktwaarde van het vreemd vermogen.  
 26 Weighted Average Cost of Capital; gewogen gemiddelde vermogenskosten. Deze disconteringsvoet is gebaseerd op een vaste doelratio van het eigen vermogen en vreemd vermogen ten opzichte van het totale vermogen. Er wordt geen rekening gehouden met een veranderende financieringsstructuur, en wordt derhalve verondersteld vast te zijn gedurende de gehele periode die wordt betrokken in de waardering. In de WACC is reeds opgenomen het belastingvoordeel op betaalde rentelasten, de zogenaamde 'tax shield'. Zodoende zijn de nettokosten van vreemd vermogen (rente minus belastingvoordeel) verwerkt in de WACC.  
 27 Het valt buiten de reikwijdte van dit artikel om in te gaan op te totstandkoming van de samenstelling en hoogte van de disconteringsvoet. Rekenkundig wordt deze binnen de veronderstellingen van het Capital Asset Pricing Model (CAPM) als volgt berekend:

$$WACC = \left( \frac{Equity}{Total\ Value} \times Cost\ of\ Equity \right) + \left( \frac{Debt}{Total\ Value} \times after\ tax\ Cost\ of\ Debt \right)$$

28 De contante waarde van de vrije geldstromen in de restperiode kan als volgt worden berekend:  $\frac{FCFF_n \times (1+g)}{(k-g)} \times Disconteringsfactor$ .

In dit voorbeeld werkt dit als volgt uit:  $\frac{1.071}{(14,25\% - 2\%)} \times 0,59 = 5.131$ .

correctie voor afschrijvingslasten, vennootschapsbelasting, investeringen in nettowerkkapitaal en vaste activa, en mutatievoorzieningen.

2. Ten tweede, 'groei' van deze vrije geldstromen gedurende de verwachte levensduur van de onderneming.
3. Ten derde 'risico' dat samenhangt met het kunnen realiseren van deze vrije geldstromen uitgedrukt middels de disconteringsvoet.

Ondanks de wijdverspreide toepassing van op DCF-gebaseerde waarderingsmethoden leidt deze methode vaak tot vele discussies doordat bijvoorbeeld de geldstroomvoorspellingen slecht zijn onderbouwd, de berekeningen van de restwaarde onjuist zijn en disconteringsvoeten niet juist worden ingeschat. En er zijn nog allerlei schattingsproblemen met betrekking tot verschillende inputvariabelen van de DCF-waardering die waarderingsdeskundigen ondervinden.<sup>29</sup> Het is dan ook hierdoor dat velen van mening zijn dat een DCF-waardering vaak onmogelijk of onpraktisch is te gebruiken. Dit is naar de mening van de auteurs maar deels waar. Juist de DCF-methode is theoretisch correct doordat die rekening houdt met het waarde-effect van de karakteristieken van de toekomstige geldstromen, en het dwingt derhalve de waarderingsdeskundige nauwgezet te werk te gaan bij het inschatten van deze toekomstige geldstromen die een onderneming kan genereren en de daarmee samenhangende risico's. Wordt hier lichtvoetig mee omgegaan, dan is een DCF-waardering kwetsbaar en kwetsieus ten aanzien van de waarderingsuitkomst.

Wat zijn belangrijke aandachtspunten bij een op DCF gebaseerde waardering voor de rechtzoekende, de advocaat en de rechter om op te letten? Wat ons betreft zijn dat de volgende aspecten:

1. de hoogte én de groei van de geldstromen in de prognoseperiode;
2. de hoogte van de disconteringsvoet;
3. de berekeningswijze van de restwaarde en de groei van de vrije geldstromen in de restperiode; en
4. de omvang van de benodigde investeringen in vaste activa en werkkapitaal om groei te kunnen realiseren.

Als namelijk aan deze parameters wordt gesleuteld, ontstaat er een groot verschil in de waarde, wat juridische geschillen kan creëren of bestaande conflicten zal compliceren, zo leert ook recent wetenschappelijk, empirisch onderzoek door een van de auteurs naar de waarderingspraktijk in relatie tot juridische geschillen (zie ook verder).<sup>30</sup>

Ook een verschil van inzicht over de gemiddelde groei van de toekomstige vrij geldstromen in de prognoseperiode van bijvoorbeeld gemiddeld 4,5% in plaats van gemiddeld circa 8% zoals in scenario 1 leidt in deze casus ook al tot forse

waarderingsverschillen, te weten – *ceteris paribus* – in een daling van de aandelenwaarde van bijna 12%. Zie figuur 3 (scenario 2).

	1	2	3	4	2025
Bedragen x EUR '000	2021	2022	2023	2024	2025
Vrije geldstroom	830	867	909	945	964
groei van de geldstroom j-o-j		4,50%	4,75%	4,00%	2,00%
g (lange termijn groeivoet)	2,00%				
k (disconteringsvoet: WACC)	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%
Disconteringsperiode	1,00	2,00	3,00	4,00	
Disconteringsfactor	0,88	0,77	0,67	0,59	0,59
Contante waarde vrije geldstroom	726	664	609	555	7.868
Contante Waarde Prognoseperiode	2.555				
+ Contante Waarde Restperiode	4.618				
+ Overtollige liquide middelen	200				
+ Niet-operationale activa	150				
= <b>Ondernemingswaarde</b>	<b>7.522</b>				
- Rentedragend vreemd vermogen	2.500				
= <b>Aandelenwaarde (100%)</b>	<b>5.022</b>				

Figuur 3. DCF-berekening van De Nieuwe Wereld Fashion B.V. per Peildatum (scenario 2).

Wanneer in scenario 1 van bovenstaande casus de disconteringsvoet door de waarderingsdeskundige niet op 14,25% wordt gesteld, maar op 12% dan komt de aandelenwaarde uit op € 7.510.000. Een verschil van maar liefst circa 32% meer. Zie figuur 4 (scenario 3).

	1	2	3	4	2025
Bedragen x EUR '000	2021	2022	2023	2024	2025
Vrije geldstroom	830	920	1.000	1.050	1.071
groei van de geldstroom j-o-j		10,84%	8,70%	5,00%	2,00%
g (lange termijn groeivoet)	2,00%				
k (disconteringsvoet: WACC)	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Disconteringsperiode	1,00	2,00	3,00	4,00	
Disconteringsfactor	0,89	0,80	0,71	0,64	0,64
Contante waarde vrije geldstroom	741	733	712	667	10.710
Contante Waarde Prognoseperiode	2.854				
+ Contante Waarde Restperiode	6.806				
+ Overtollige liquide middelen	200				
+ Niet-operationale activa	150				
= <b>Ondernemingswaarde</b>	<b>10.010</b>				
- Rentedragend vreemd vermogen	2.500				
= <b>Aandelenwaarde (100%)</b>	<b>7.510</b>				

Figuur 4. DCF-berekening van De Nieuwe Wereld Fashion B.V. per Peildatum (scenario 3).

In de meeste DCF-waarderungen wordt – om pragmatische redenen – verondersteld dat de vrije geldstromen aan het einde van een periode worden ontvangen, veelal een kalenderjaar. Dit wordt ook wel 'eindejaarsconventie' genoemd. In de praktijk is het natuurlijk niet zo dat alle vrije geldstromen aan het einde van een periode worden ontvangen, maar gedurende het jaar. Om het rekenkundig niet te complex te maken, wordt in sommige waarderungen ook wel gerekend op basis van middenjaarsconventie, oftewel de vrije geldstromen worden verondersteld in het midden van een periode te worden ontvangen (i.e. halfjaarsconventie) in plaats van aan het einde van een periode. Ondanks dat de vrije geldstromen niet wijzigen in omvang, leidt de middenjaarsconventiemethodiek tot een hogere contante waarde doordat geldstromen eerder kunnen worden geïnvesteed. Wanneer de geldstromen uit scenario 1 worden verdisconteerd op basis van middenjaarsconventie, resulteert dit in een hogere aandelenwaarde van circa 9,5% ondanks dezelfde vrije geldstromen, dezelfde disconterings-

29 F. Bancel & U.R. Mittoo (2014), 'The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.

30 M.J.R. Broekema (2020), *Cognitive bias in the judgment of business valuations and valuers: how systematic patterns of irrationality affect entrepreneurs, legal professionals and business valuers* (proefschrift), Meijers-reeks nr. MI-339. Universiteit Leiden, Leiden.



voet, maar een andere disconteringsperiode. Zie figuur 5 (scenario 4).

	1	2	3	4	
Bedragen x EUR '000	2021	2022	2023	2024	2025
Vrije geldstroom	830	920	1.000	1.050	1.071
groei van de geldstroom j-o-j		10,84%	8,70%	5,00%	2,00%
g (lange termijn groeivoet)	2,00%				
k (disconteringsvoet: WACC)	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%	14,25%
Disconteringsperiode	0,50	1,50	2,50	3,50	
Disconteringsfactor	0,94	0,82	0,72	0,63	0,63
Contante waarde vrije geldstroom	777	753	717	659	8.743
Contante Waarde Prognoseperiode	2.905				
+ Contante Waarde Restperiode	5.485				
+ Overtollige liquide middelen	200				
+ Niet-operationale activa	150				
= <b>Ondernemingswaarde</b>	<b>8.740</b>				
- Rentendragend vreemd vermogen	2.500				
= <b>Aandelenwaarde (100%)</b>	<b>6.240</b>				

Figuur 5. DCF-berekening van De Nieuwe Wereld Fashion B.V. per Peildatum (scenario 4).

Het moge duidelijk zijn dat ogenschijnlijk kleine aanpassingen in de hoogte van een inputvariabele in een DCF-model kan leiden tot aanzienlijke variaties in de hoogte van de waarde. Een waardering is dan ook een holistisch samenstel van uitgangspunten. Het aanpassen van slechts een enkele inputvariabele is dan ook niet zonder meer mogelijk. Hierna wordt dieper ingegaan op waarderingproblemen in de praktijk en de oorzaken hiervan, waarbij we ons tevens toespitsen op de additionele complexiteit die is ontstaan gedurende de coronapandemie.

## Waarderingsproblemen in de praktijk

Voor de gemiddelde directeur-groootaandeelhouder is het hiervoor beschreven model van waardeberekening moeilijk te doorgronden, dit in tegenstelling tot de waarderingdeskundige die dagelijks met deze rekenmethodiek werkt. De deskundige die op basis van de DCF-methode de waarde van aandelen vaststelt, dient zich er dan ook van te vergewissen of zijn opdrachtgever zijn waarderingrapport heeft begrepen. Dit brengt een zorgvuldige beroepsuitoefening met zich mee en voorkomt c.q. mitigeert bij voorbaat al vele misverstanden en conflicten.

In het zogenoemde Zeevisserarrest had de deskundige in opdracht van de rechter op vijf manieren de waarde van de onderneming berekend. Het gerechtshof gaf uiteindelijk zijn oordeel inzake de waardering gebaseerd op één methode rekening houdend met alle overige subjectieve omstandigheden van het concrete geval. Met andere woorden, door aan de rechter verschillende waardeberekeningen te verstrekken en uitleg te geven waarom er verschillen zijn in de verschillende waardeberekeningen kan de rechter zijn oordeel eenvoudiger motiveren waarom hij voor optie A of B kiest. De Hoge Raad heeft overigens in het Zeevisserarrest geoordeeld dat het aan de feitenrechter is om een keuze te maken met betrekking tot de te hanteren waarderingmethode.<sup>31</sup>

31 HR 2 maart 2001, NJ 2001/584; HR 28 november 2014, ECLI:NL:HR:2014:3462.

Een waarderingrapport in een familierechtelijk geschil is één van de bewijsmiddelen om tot een juiste prijs te komen.<sup>32</sup> De rechter blijft er daarbij autonoom voor verantwoordelijk dat het deskundigenonderzoek zo waarheidsgetrouw mogelijk is, waarbij het ook de verantwoordelijkheid van de rechter is om de visie van de deskundige op een rechtvaardige wijze in zijn oordeel te verwoorden.<sup>33</sup> Het is derhalve de rechter die in heldere taal dient uit te leggen waar hij vindt dat, bijvoorbeeld in bovenstaande casus, het familiebedrijf voor bedrag x in de verdeling moet worden betrokken. Een praktijkprobleem is daarbij, zoals hiervoor ook al aangestipt, of alle partijen, advocaten en de rechter de gehanteerde waarderingmethodiek begrijpen. Als dat niet het geval is dan is er immers het risico dat de uitkomst niet voldoet aan de verwachtingen die men voor de waardering van de waarde had. Als in casu de advocaat van de partner tijdens de mondelinge behandeling bepleit dat er een hoge(re) disconteringsvoet van 20% moet worden gehanteerd met betrekking tot de waardering van de aandelen en de man is het hiermee eens, dan zijn de rechter en de deskundige gebonden aan een disconteringsvoet van 20%. De omvang van de rechtsstrijd wordt namelijk bepaald door partijen.<sup>34</sup> Helaas is de praktijk weerbarstiger. In deze casus zal de kans namelijk groot zijn dat de partner een fors lage(re) disconteringsvoet bepleit dan de man, eenvoudigweg omdat een lagere noemer in de breuk (*ceteris paribus*), tot een hogere uitkomst, dat wil zeggen waardering van de onderneming zal leiden. Vice versa zal dit ook gelden. Het conflict is hiermee geboren dan wel vergroot.

De praktijk laat dan ook met regelmaat zien dat tussen de belanghebbenden bij een DCF-waardering disputen ontstaan als gevolg van de berekende waardering uitkomst, of bestaande disputen worden vergroot en/of verlengd als gevolg van het openbaren van de waardering uitkomst en onderliggende parameters en inputvariabelen.<sup>35</sup> Regelmatig buigt de rechter zich dan ook over dit soort waarderingvraagstukken, zowel binnen het ondernemingsrecht als binnen het familierecht, waarbij belanghebbenden zich regelmatig laten bijstaan door waarderingdeskundigen die vervolgens vurig bepleiten waarom de door hen of door de ander berekende waardering uitkomst goed of fout is. Vanuit wetenschappelijk perspectief is het uiterst

32 Art. 194 Rv tot en met 200 Rv.

33 G. de Groot (2008), *Het deskundigenadvies in de civiele procedure*, Kluwer (p. 437-438): 'De rechter ziet erop toe dat partijen effectief commentaar kunnen leveren op het deskundigen advies, voordat het wordt gebruikt bij de beslissing van het geschil. Hij bepaalt of het deskundigenadvies de gegevens bevat die hij nodig heeft voor de verdere beslissing van het geschil, danwel of hij behoefte heeft aan aanvullende voorlichting van dezelfde of een andere deskundige. Uiteindelijk neemt hij een beslissing in het geschil van partijen.'

34 Art. 24 Rv: 'De rechter onderzoekt en beslist de zaak op de grondslag van hetgeen partijen aan hun vordering, verzoek of verweer ten gronde hebben gelegd, tenzij uit de wet anders voortvloeit.'

35 Zie voor een uitgebreide studie naar het ontstaan van conflicten rondom bedrijfswaarderingen onder meer M.J.R. Broekema (2020), *Cognitive bias in the judgment of business valuations and valuers: how systematic patterns of irrationality affect entrepreneurs, legal professionals and business valuers* (proefschrift), Meijers-reeks nr. MI-339. Universiteit Leiden, Leiden.

interessant om te begrijpen hoe een theoretisch uiterst prudente waarderingsmethode tot diametrale inzichten omtrent de berekende DCF-waarde kan leiden. Meerdere oorzaken liggen hieraan ten grondslag. Allereerst kennen we de zogenoemde methodologische fouten. Waar ogenschijnlijk de teller (de cashflow) en de noemer (de disconteringsvoet) overzichtelijke componenten lijken van de DCF-methode, ontstaan toch met grote regelmaat fouten bij de rekenkundige totstandkoming van beide. Daarnaast worden de toekomstig te verwachten cashflows weliswaar nauwkeurig(er) geschat voor de prognoseperiode, binnen een traditionele DCF-methode worden ten behoeve van de bepaling van de restwaardeperiode alle cashflows in deze periode gevat middels één enkele cashflow tot de schier oneindigheid (zie ook hiervoor). Het is daarbij, zoals gezegd, niet ongebruikelijk dat de contante waarde van deze restwaardeperiode aanzienlijk is, en soms wel 70% of meer uitmaakt van de totale ondernemingswaarde. Ook in onderhavige casus maakt de restwaardeperiode een groot deel uit van de totale ondernemingswaarde, zijnde bijna 63% (€ 5.131.000 / € 8.199.000 \* 100%). Indachtig deze constatering is het dan ook voorstelbaar dat ten minste dit deel van de waarderingsberekening vaak onder vuur ligt. Talrijke methodologische fouten kunnen verder ook optreden,<sup>36</sup> zowel: 1) bij het bepalen van de *hoogte* van de cashflows in de prognoseperiode, bij het 2) berekenen van de *disconteringsvoet* gedurende de levensduur van de onderneming en bij 3) het bepalen van de *restwaardeperiode*, of door een combinatie van voornoemde drie. Denk bijvoorbeeld aan cashflows die in de prognoseperiode groeien zonder dat daar afdoende investeringen tegenoverstaan, het hanteren van een veel te korte prognoseperiode waardoor het rendement op geïnvesteerd vermogen structureel hoger blijft dan de onderneming haar kapitaalkosten zijn, wat vanwege marktconcurrentie nimmer eeuwigdurend kan voortduren, een mismatch tussen het risico van de cashflows en de gehanteerde disconteringsvoet, of incrementele waardegroei in de restwaardeperiode.

Empirisch onderzoek van investeringsbank UBS Global Research uit 1997<sup>37</sup> toonde destijds al aan dat bij het hantieren van de DCF-methode analisten binnen 80% betrouwbaarheidsgrenzen geldstromen over een jaar kunnen voorspellen met een nauwkeurigheid van slechts circa 30%. Zelfs wanneer wordt verondersteld dat de geldstroom voor het vijfde en laatste jaar van de prognoseperiode – en derhalve ook die van de restperiode – kan worden voorspeld met een nauwkeurigheid van circa 30%, kunnen fouten in de waardering ontstaan variërend in de hoogte van 50% tot 180%.

In het licht van de vele geavanceerde prognosemodellen die meestal ten grondslag liggen aan een DCF-waardering, blijft het derhalve verstandig deze met gepaste voorzichtigheid te benaderen. De bekende econoom John Maynard

Keynes stelde al lang geleden *'I'd rather be vaguely right than precisely wrong'*, een uitspraak die treffend is bij het opstellen van DCF-waarderingen.

De methodologische en conceptuele fouten die hiervoor zijn benoemd en kunnen optreden bij het tot stand komen van een DCF-waardering kunnen in beginsel grotendeels worden voorkomen. De ene waarderingsdeskundige zal bijvoorbeeld nauwgezet met de waarderingstheorie omgaan dan de andere, en opleiding en ervaring kunnen eventuele omissies in het correct toepassen van de theorie grotendeels vermijden. Desalniettemin volgt uit empirisch onderzoek dat twee waarderingsdeskundigen middels hetzelfde waarderingsmodel veelal nog steeds tot sterk uiteenlopende waarderingsuitkomsten kunnen komen, wat suggereert dat er een kloof bestaat tussen het theoretische waarderingskader en de toepassing ervan.<sup>38</sup> Dit wordt door de onderzoekers deels verklaard doordat een bedrijfswaardering bestaat uit vele parameters die elk moeten worden bepaald, maar waarvoor de theorie te weinig houvast biedt ten aanzien van het schatten van deze parameters. Hierdoor worden waarderingsdeskundigen gedwongen om eigen aannames te maken die grote variaties in de waarderingsuitkomst teweeg kunnen brengen. Hun onderzoek concludeert dan ook enerzijds dat de theorie omtrent bedrijfswaarderingen door waarderingsdeskundigen weliswaar soms wordt genegeerd, maar dat de meeste verschillen die in waarderingsuitkomsten zijn geïdentificeerd, kunnen worden toegeschreven aan een gebrek aan duidelijke richtlijnen over hoe waarderingsdeskundigen schattingen moeten doen.

Een andere verklaring voor het ontstaan van schattingsproblemen bij het tot stand komen van waarderingsuitkomsten zijn de zogenaamde systematische patronen van irrationaliteit, ook wel aangeduid als *biases*. Uit empirisch onderzoek van de Universiteit Leiden volgt onder meer dat ook waarderingsdeskundigen vatbaar zijn voor verschillende soorten biases zoals *anchoring bias* en *engagement bias* die een rol spelen in het beoordelingsproces van waarderingsuitkomsten en waarderingsdeskundigen.<sup>39</sup> Dit onderzoek laat zien dat wanneer waarderingsdeskundigen een 'anker' (*anchor*) wordt gepresenteerd, bijvoorbeeld een waarderingsuitkomst van een andere waarderingsdeskundige, hun perceptie van de waarde van de betreffende onderneming al wordt beïnvloed door het gepresenteerde anker. Nadat de deelnemers aan het onderzoek vervolgens werd gevraagd binnen welke bandbreedte volgens hen de waarde van de onderneming lag, kenden zij een hogere waardering toe aan de onderneming wanneer zij kennis hadden genomen van een relatief hoog anker, en vice versa.

Daarnaast bleek uit hetzelfde onderzoek dat waarderingsdeskundigen worden beïnvloed door de belangen van hun cliënten, in die zin dat zij onbewust (vandaar: bias)

36 Zie P. Fernández & A. Bilan (2019), *110 common errors in company valuations*.

37 J. Wilson (1997), 'Discounted Cash Flows (DCF) Analysis', *UBS Global Research, Valuation Series*.

38 F. Bancel & U.R. Mittoo (2014), 'The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts', *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.

39 M.J.R. Broekema, N. Strohmaier, J.A.A. Adriaanse & J.I. van der Rest (2021), 'Are Business Valuers Biased? A Psychological Perspective on the Causes of Valuation Disputes', *Journal of Behavioral Finance*, 1-20.

aangeven dat een waarderingssuitkomst van een derde moet worden aangepast aan de belangen van hun cliënten. Met name wanneer zij een koper vertegenwoordigen en dus een prikkel hebben om de waarde van de aandelen te verlagen, geven zij ook aan dat de waardering sterker naar beneden moet worden bijgesteld en geven zij ook een lagere bandbreedte voor de waarde van de onderneming aan. Het tegenovergestelde is het geval wanneer zij de verkoper vertegenwoordigen.

Uit het voorgaande kan worden opgemaakt dat waarderingssuitkomsten die zijn gestoeld op de DCF-methode vatbaar zijn voor velerlei discussies, in het bijzonder wanneer belanghebbenden vanuit een andere situatie en positie naar de uitkomst kijken. Voor geschillen die voortvloeien uit het familierecht is het niet aan te bevelen een waarderingmethode c.q. aanpak te kiezen die tot veel discussie aanleiding kan geven, tenzij er een grondige analyse en onderbouwing van de gehanteerde uitgangspunten worden ontvouwd in het waarderingsrapport. Voor microbedrijven is de DCF-methode lastig te gebruiken alleen al vanwege het feit dat de data die moeten worden gebruikt in de praktijk vaak moeizaam voorhanden zijn, echter in beginsel is de DCF-methode bruikbaar voor nagenoeg elke onderneming. Voor een familiebedrijf als Jumbo of Bavaria, maar ook voor mkb-bedrijven met enige omvang, is de DCF-methode bij voorbaat al een goed bruikbare waarderingmethode aangezien er in beginsel voldoende data zijn om een goede prognose te maken. Belangrijk is wel te onderkennen dat in het familiebedrijf de eigenaar centraal staat en vaak de overdracht aan een familielid. Heeft het familielid dat het bedrijf gaat overnemen bijvoorbeeld dezelfde capaciteiten als de oprichter om vergelijkbare vrije geldstromen te genereren? Ook als de oprichter-eigenaar komt te overlijden, is het nog maar de vraag of de onderneming in de toekomst nog de vrije geldstroom kan genereren die tot stand kwam onder het bewind van de oprichter-eigenaar. Deze factoren brengen additioneel complexiteit teweeg, en hier dient dan ook zorgvuldig mee om te worden gegaan bij het waarderen van een familiebedrijf.

### Waarderen in coronatijd

De bankencrisis, de daaropvolgende economische crisis en de huidige coronacrisis geven aan dat economische ontwikkelingen soms moeilijk te voorspellen zijn. Deze hoge mate van onzekerheid zal het waarderingproces verder compliceren, en kan ervoor zorgen dat de waarderingssuitkomst (nog) vaker ter discussie wordt gesteld. Voor de hand ligt dat dit vervolgens nóg meer gaat klemmen in situaties waarbij een waarderingssuitkomst in rechte wordt betrokken, bijvoorbeeld bij een echtscheiding. En alhoewel waarderingssdeskundigen bij het bepalen van de waarde van een onderneming eraan gewend zijn rekening te houden met reguliere risico's behorende bij de exploitatie van de onderneming en de onzekerheden daaromtrent die worden teweeggebracht door externe en interne omstandigheden, oftewel *systematisch* en *niet-systematisch* risico, is de verstoring als gevolg van de coronapandemie van een geheel andere orde. Immers, men kan *de facto* niet inschatten i) wat de duur en

omvang hiervan zullen zijn (zelfs nu vaccinaties wereldwijd op stoom komen zijn er allerlei risico's voor nieuwe varianten), ii) wat de langetermijneffecten zullen zijn op markten en iii) wat (dientengevolge) de impact is op de verdien capaciteit van een onderneming. Zelfs is thans niet of nauwelijks in te schatten of bepaalde ondernemingen – waarvan het bestaansrecht tot voor de *lockdown* nog nooit ter discussie heeft gestaan – op termijn überhaupt wel zullen overleven. Ergo, waar normaliter de zogeheten *going concern* veronderstelling een veelvoorkomend waarderingsspectief is, kan zelfs dit perspectief onder de huidige omstandigheden dan ook zomaar niet opgaan. Het is, met andere woorden, niet zonder meer evident dat een onderneming schier oneindig actief blijft, inclusief de daarbij behorende positieve bedrijfsexploitatie. En waar, zoals besproken, een geëigende waarderingmethode de zogenaamde DCF-methode betreft, waarbij de waarde van de onderneming is verdeeld in een waarde met betrekking tot de prognoseperiode (van veelal drie tot zeven jaar) en een zogenoemde restwaarde voor de periode daarna (op basis van een eeuwigdurende kasstroom), is het momenteel veel minder vanzelfsprekend dat als gevolg van de effecten van de coronapandemie nog sprake is van een lange prognoseperiode, laat staan enige restwaarde. Veel ondernemingen putten thans uit hun laatste financiële reserves, en het nog beschikbare werkkapitaal droogt snel op, zeker wanneer de steunpakketten van overheden worden beëindigd. Hier zal in de waarderingpraktijk rekening mee moeten worden gehouden, waarbij zowel economisch als juridisch de peildatum van de waardering van belang is.

### Over welke peildata hebben wij het?

Als een familiebedrijf in het kader van een echtscheidingsprocedure moet worden gewaardeerd is het van belang eerst een aantal vragen te stellen en te beantwoorden alvorens aan het werk te gaan. Deze vragen zijn: 'Hoe bent u getrouwd: 1) in algehele gemeenschap van goederen, 2) de beperkte gemeenschap van goederen, 3) onder huwelijkse voorwaarden met daarin opgenomen een periodiek of finaal verrekenbeding?' De tweede vraag die moet worden gesteld is of de aandelen behoren tot de huwelijksgemeenschap of tot het te verrekenen vermogen in het kader van de uitwerking van het periodieke verrekenbeding in de huwelijkse voorwaarden. Als aandelen tot een huwelijksgemeenschap behoren dan moeten die aandelen na de ontbinding in elk geval verdeeld worden. Als aandelen tot het te verrekenen vermogen behoren dan worden de aandelen niet verdeeld, maar wordt de waarde daarvan verrekend.

In art. 1:99 BW is geregeld wanneer de wettelijke gemeenschap van goederen is ontbonden. Bij overlijden wordt de wettelijke gemeenschap van goederen ontbonden op het moment van overlijden en bij echtscheiding door indiening van het verzoekschrift tot echtscheiding bij de rechtbank. Op de datum van de ontbinding van de huwelijksgemeenschap dienen de omvang en samenstelling van de huwelijksgemeenschap te worden vastgesteld. Als partijen onder het maken van huwelijkse voorwaarden met elkaar zijn

getrouwd en de huwelijkse voorwaarden houden tevens een verrekenbeding in, dan is de peildatum voor de omvang van het te verrekenen vermogen de datum van indiening van het verzoekschrift tot echtscheiding. Er ontstaat op het moment van indiening van het verzoekschrift tot echtscheiding een vordering in geld van de ene echtgenoot op de andere echtgenoot. Voormelde peildatum is ook de peildatum voor de waardering van de vermogensbestanddelen die tot het te verrekenvermogen behoren. Als er op 1 december 2019 een verzoekschrift tot *echtscheiding* wordt ingediend en tot het te verrekenen vermogen van een man behoren bijvoorbeeld de aandelen Horeca Eindhoven B.V. dan moet in beginsel op 1 december 2019 de waarde van de aandelen in Horeca Eindhoven B.V. worden vastgesteld. Het is echter niet uit te sluiten dat de waarde van voormelde aandelen op 1 december 2019 een andere waarde hebben dan op 1 juli 2021. De vrouw (ervanuit gaande dat het in casu een vrouw is) heeft vanaf 1 januari 2019 een vordering op haar man welke vordering zij in haar aangifte inkomstenbelasting 2020 dient te vermelden. Op 1 januari 2020 was de coronapandemie in Nederland evenwel nog niet bekend maar de peildatum voor de waardering in het kader van box 3 is 1 januari 2020. Andere situatie: als de directeur-grootaandeelhouder uit dit voorbeeld met uitsluiting van iedere gemeenschap van goederen is gehuwd en op zijn *sterfdatum* van 1 december 2019 behoren de aandelen Horeca Eindhoven B.V. tot zijn nalatenschap dan is de peildatum voor de waardering voor de erfbelasting 1 december 2019. Hier heeft de fiscus mogelijk een eigenbelang inzake de waardering. Als de fiscus de waarde van de aandelen Horeca Eindhoven B.V. namelijk op 1 juli 2021 waardeert op basis van de DCF-methode uitgaande van de gegevens per datum 1 december 2019 – dus geen rekening houdend met de coronapandemie – dan kan het verkeren dat de fiscus een waarde berekent van vele miljoenen terwijl de Horeca Eindhoven B.V. op 1 augustus 2021 in staat van faillissement wordt verklaard. Over de miljoenen erfenis moet de weduwe nog wel fiscaal afrekenen in het kader van de erfbelasting tenzij ze de nalatenschap nog niet heeft aanvaard.

Als aandelen in een besloten vennootschap tot een ontbonden huwelijksgemeenschap behoren dan is de peildatum voor de waarde overigens de datum waarop de feitelijke verdeling plaatsvindt, tenzij door partijen anders is overeengekomen of de redelijkheid en billijkheid zich hiertegen verzetten.<sup>40</sup> Uit het arrest van de Hoge Raad van 8 februari 2013 volgt dat bij een verdeling in de zin van art. 3:182 BW het niet alleen gaat over de overeenstemming wie het goed krijgt maar dient er eveneens overeenstemming te bestaan over de financiële gevolgen van de verdeling.<sup>41</sup>

De rechtbank Noord-Holland heeft recentelijk als peildatum voor de waardering van de aandelen in een besloten vennootschap gekozen voor de datum waarop de huwelijksg-

goederengemeenschap is ontbonden.<sup>42</sup> De rechtbank heeft als volgt overwogen: ‘Als peildatum voor de waardering van de tot de ontbonden huwelijksgoederengemeenschap behorende goederen geldt als hoofdregel het tijdstip van de verdeling, tenzij uit een overeenkomst tussen partijen of de eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeit dat hiervan moet worden afgeweken. Voor wat betreft de waardering van de aandelen van een onderneming die uitsluitend door een van de echtgenoten wordt gedreven, acht de rechtbank het redelijk om vanaf de datum van ontbinding van de huwelijksgemeenschap de ondernemingsrisico’s – in positieve en negatieve zin – te laten bij de ondernemende echtgenoot. Dit leidt tot de conclusie dat voor wat betreft de hierna te noemen eenmanszaak en aandelen in de BV, als peildatum voor de waardering zal gelden de datum van indiening van het verzoekschrift tot echtscheiding, 30 november 2018. Voor de overige tot de ontbonden gemeenschap behorende goederen ziet de rechtbank geen aanleiding om af te wijken van de datum van de feitelijke verdeling.’

Gezien de hoofdregel inzake de waardering van boedelbestanddelen die de Hoge Raad heeft uitgezet, is dit een opmerkelijke uitspraak van de rechtbank. Opmerkelijk in die zin dat voor goederen die tot een ontbonden huwelijksgemeenschap behoren verschillende peildata worden gehanteerd. Een voormalige huwelijksgemeenschap dient namelijk in beginsel in zijn geheel te worden verdeeld tenzij uitzonderlijke omstandigheden zich hiertegen verzetten.<sup>43</sup> De feiten en omstandigheden van het betreffende geval bepalen vervolgens of iets redelijk of billijk is. Is het enkele feit dat een van de echtgenoten bestuurder is van een besloten vennootschap voldoende dat van de peildatum voor de waardering – zoals geformuleerd door de Hoge Raad – kan worden afgeweken? In de meeste gevallen mengt de echtgenoot – niet-ondernemer – zich eveneens tijdens het huwelijk niet in het ondernemingsbeleid van de besloten vennootschap. Ook tijdens het huwelijk heeft de partner van de ondernemer derhalve geen invloed op het beleid. Waarom wordt dit dan anders na ontbinding van de huwelijksgemeenschap? Ook het aandeel van de man in het vermogen neemt af als hij niet op een verantwoorde wijze uitvoering geeft aan het ondernemingsbeleid van de bv. Commercieel bezien is voor de man niet verstandig om tijdens zijn echtscheiding van zijn bedrijfsvoering een puinhoop te maken. Ook na de echtscheiding moet hij met de in de bv geëxploiteerde onderneming verder. In de periode van de ontbinding van de huwelijksgemeenschap kan

40 M.J. van Mourik, I.C.A. Verstappen & W. Burgerhart (2020), *Handboek Nederlands vermogensrecht bij scheiding Deel A* (p. 300), Wolters Kluwer.

41 HR 8 februari 2013 NJ 2013, 201, zie T.H. Sikkema (2018), *Beginsel en begrip van verdeling* (p. 97), Kluwer.

42 Rb. Noord-Holland 16 december 2020, ECLI:NL:RBNHO:2020:10696, RFR 2021/48. Zie ook Hof Den Bosch 27 februari 2020, ECLI:NL:GHSHE:2020:732: ‘De vrouw heeft onweersproken gesteld dat de BV alleen door de man wordt gedreven en zij hierin geen zeggenschap had. De eisen van redelijkheid en billijkheid brengen daarom mee dat vanaf de datum van de ontbinding van de huwelijksgemeenschap de ondernemersrisico’s in positieve en negatieve zin ook op de man rusten. Het hof zal daarom gelet op het bovenstaande feiten en omstandigheden als peildatum voor de waardering van de aandelen in de vennootschap hanteren de datum van 29 april 2016’; E.R. Lankester & T.C.E. Boringa (2021), ‘De waarde van een onderneming bij echtscheiding: wanneer is er wat te verdelen?’, REP 2021/208.

43 Art. 3:179 lid 1 BW.



de man de aandelen in de bv niet vervreemden aangezien hij niet bestuursbevoegd is.<sup>44</sup> De man is dus ook gebonden aan de wensen van zijn (ex-)echtgenoot met betrekking tot de aandelen in de besloten vennootschap. De besloten vennootschap is voor de aandeelhouder niet alleen een vermogensbestanddeel maar is eveneens een bron van inkomsten voor de periode tijdens de echtscheidingsprocedure en daarna. Uit deze bron van inkomsten dient de aandeelhouder in zijn kosten van levensonderhoud te voorzien en dat van zijn voormalige gezin. De aandeelhouder heeft er in het algemeen dan ook een groot belang bij dat deze bron van inkomsten in stand blijft. Als de man in zijn functie als bestuurder van de besloten vennootschap er met de pet naar gooit, is de kans groot dat de alimentatierechter van oordeel is dat er sprake is van verwijtbaar inkomensverlies met als mogelijk gevolg dat de alimentatierechter bij de berekening van de draagkracht van de man geen rekening houdt met de inkomensdaling. Daarnaast, de bestuurder van een besloten vennootschap is tegenover de rechtspersoon gehouden tot een behoorlijke vervulling van zijn taak<sup>45</sup>. De bestuurder/aandeelhouder is dus ook op basis van Boek 2 BW gehouden om zijn taak naar behoren uit te voeren. De directeur-grootaandeelhouder heeft er in onze visie een veel groter belang bij om de onderneming op een verantwoorde wijze voort te zetten. Als peildatum lijkt ons het uitgangspunt zoals geformuleerd door de Hoge Raad in het kader van de verdeling dan ook de meeste redelijke. Kort en goed, als partijen een peildatum met elkaar overeenkomen, is het verstandig dat zij aan de peildatum voorwaarden verbinden zoals: 1) de verdeling of de verrekening dient binnen een halfjaar te zijn afgewikkeld en 2) op de peildatum kan worden teruggekomen als er sprake is van een van buitenaf komende oorzaak. Zoals wij hiervoor al hebben aangegeven, sluiten wij niet uit dat als partijen een peildatum voor de waardering zijn overeengekomen de coronacrisis een onvoorziene omstandigheid is in de zin van art. 6:258 BW. Niemand heeft de gevolgen van deze crisis kunnen voorzien.

## Waardering en rechtspraak

Als een onderneming op meerdere manieren wordt gewaardeerd, kan de discussie gevoerd worden welke waarderingstechniek het best past bij het betreffende familiebedrijf. Als de directeur-grootaandeelhouder zijn aandelen aan een willekeurige derde wil verkopen, kan hij opteren voor de DCF-methode. Op basis van kasstromen uit het verleden geeft hij dan een prognose voor de toekomst. Als de directeur-grootaandeelhouder wenst dat het bedrijf wordt overgedragen aan een van zijn kinderen dan heeft hij een andere horizon met betrekking tot de waarde. In die situatie is het van belang dat de continuïteit van de onderneming gewaarborgd blijft en dat de onderneming een gezonde financie-

ringsstructuur heeft. Als de aandelen in een familiebedrijf in een echtscheidingsprocedure moeten worden gewaardeerd dan is de onderneming voor de man veelal een bron van inkomsten. Kan van hem worden verlangd dat hij deze bron moet liquideren?

Het Hof Arnhem-Leeuwarden heeft op 2 februari 2021 inzake de waardering van een familiebedrijf een interessante uitspraak gedaan. In rechtsoverweging 5.22 overweegt het hof als volgt: ‘Vervolgens is de vraag aan de orde op welke wijze de aandelen in de BV moeten worden gewaardeerd en in de afrekening moeten worden betrokken. Gelet op de beschikking van de Hoge Raad 2 maart 2001 NJ 2001/504 is het hof van oordeel dat de eisen van redelijkheid en billijkheid meebrengen dat de overgespaarde gelden met de (her) beleggingen daaruit – dus de hele waarde van de BV op 24 april 2018 – voor verdeling in aanmerking komt. Omdat de broodwinning van de vrouw afhankelijk is van het voortbestaan van de BV, brengen de eisen van redelijkheid echter ook mee dat de man uit dien hoofde niet meer krijgt dan hetgeen de vrouw met behulp van het bedrijfsvermogen kan financieren zonder de BV buiten staat te stellen een eventuele matige tegenslag in de naaste toekomst te overleven. De vrouw moet deze broodwinning kunnen behouden totdat zij een leeftijd heeft bereikt waarop men zich uit zaken pleegt terug te trekken.’ Het hof legt een verbinding tussen de waarde van het familiebedrijf en de financiering van het familiebedrijf. Anders gezegd, bij de waardering dient van een zodanige prijs te worden uitgegaan, dat een lonende exploitatie nog mogelijk is. Ook dient in de onderneming een buffervermogen aanwezig te blijven om een matige tegenslag te kunnen opvangen. Ook de vragen die het hof stelt aan de deskundigen zijn interessant. Deze vragen zijn onder meer: 1) wat is de waarde van de aandelen van de onderneming B BV (met genoemde werkmaatschappijen) per 24 april 2018 volgens de DCF-methode bij voortzetting van die ondernemingen? 2) het hof bepaalt dat de DCF-methode dient te worden gehanteerd. Zijn er in uw visie in de specifieke omstandigheden van de zaak gronden gelegen om een andere waarderingmethode te hanteren dan de DCF-methode? Zo ja, kunt u die dan motiveren? 3) zijn er binnen de onderneming voldoende middelen aanwezig om het aandeel van de man uit hoofde van zijn aanspraken (helft van de waarde) te voldoen zonder dat de continuïteit van de onderneming daarmee in gevaar komt? en 4) welk inkomen kan de vrouw zich uit haar onderneming, na uitkering van hetgeen zij in het kader van de verrekening aan de man verschuldigd is, in redelijkheid verwerven?<sup>46</sup> De vraagstelling van het hof is uitvoerig en gedegen. Toch zien wij nog knelpunten voor de deskundige: a) wie stelt de prognoses op om de vrije kasstroom te berekenen? b) welke disconteringsvoet gaat de deskundige hanteren, c) als geld voor de financiering van de echtscheiding uit de onderneming wordt onttrokken, wat voor effect heeft dat op de

44 Art. 1:97 BW (Het bestuur van de gemeenschap), art. 3:170 lid 3 BW: ‘Tot andere handelingen betreffende een gemeenschappelijk goed dan in de vorige leden vermeld, zijn uitsluitend de deelgenoten tezamen bevoegd.’  
45 Art. 2:9 BW.

46 Hof Arnhem-Leeuwarden 2 februari 2021, ECLI:NL:GHARL:2021:1008, zie ook R. Kooger (2012), ‘Ondernemingswaardering voorbehouden aan bedrijfseconomen?’, *KNB*, 188. Een ander specifiek aspect voor de echtscheidingsmarkt is het financieringsaspect.



waarde van de aandelen? Als de bv geld moet lenen voor de financiering van de echtscheiding van de directeur-groootaandeelhouder zijn er de volgende aandachtspunten: a) de bv moet het geld doorlenen aan de directeur-groootaandeelhouder, b) de lening van de bv kan onder omstandigheden door de fiscus worden gezien als een uitdeling, c) valt een dergelijke lening wel binnen de doelstelling van de statuten van de bv? Als de directeur-groootaandeelhouder – ter financiering van de echtscheiding – dividend gaat uitkeren heeft dit ook een negatief effect op de waarde van de aandelen aangezien er dan sprake is van een uitgaande geldstroom. In ons voorbeeld van de Nieuwe Wereld Fashion B.V. hebben wij cijfermatig aangetoond dat de vrije kasstroom en de disconteringsvoet de grote parameters zijn in de DCF-methode. De cijfers die in de DCF-methode worden gestopt, bepalen de uitkomst, in deze zaak heeft het hof er een veiligheidsrem opgezet namelijk de financierbaarheid. Partijen hadden wellicht ook de zaak anders kunnen aanvliegen en wel in die zin dat eerst naar de financierbaarheid was gekeken en wellicht daarna naar de waarde.

### De rechtssfeerwaarde van het familiebedrijf

Het begrip ‘rechtssfeerwaarde’ moet niet zozeer als een zelfstandig waardebegrip worden beschouwd, maar als aanvaarding, over de gehele waarderinglijn, dat de rechtssfeer in concreto en de daaraan te ontleen factoren bij de waardering meewegen. Redelijkheid en billijkheid vormen het privaatrechtelijk fundament, aldus Burgerhart.<sup>47</sup> Kooger benadert de rechtssfeerwaarde vanuit een economisch perspectief. Hij stelt: ‘er [is] veel voor te zeggen om in het kader van een eerlijke, duurzame en redelijke en billijke afwikkeling ter zake de bedrijfseconomische waarde van de onderneming mee te wegen in het kader van de in de verdeling te betrekken bedrijfseconomische waarde (rechtssfeerwaarde). De rechtssfeerwaarde zou alsdan beperkt dienen te blijven tot de bedrijfseconomische waarde van de onderneming nadat met alle gevolgen van een financiering door de onderneming rekening is gehouden. Alleen dan hebben partijen financieel gezien, na de echtscheiding feitelijk exact hetzelfde.’ Voor de praktijk is het van belang dat recht en economie met elkaar verbonden zijn. De basis van veel conflicten vindt immers zijn grondslag in het beoordelen van de waarde.

Uit de rechtspraak van de Hoge Raad volgt dat ook subjectieve factoren de prijs kunnen bepalen op basis waarvan de waarde van aandelen in de verdeling of verrekening moet

worden betrokken.<sup>48</sup> Waardering van een familiebedrijf is maatwerk. In onze visie dient ook stilgestaan te worden bij: 1) de branche waarin de onderneming werkzaam is, 2) de omvang van de onderneming qua omzet, 3) de samenstelling van de activa, 4) zijn er zelfstandige vruchtdraggers – daaronder verstaan wij activa die niet noodzakelijk zijn voor de bedrijfsvoering –, 5) de verhouding eigenvermogen en vreemd vermogen, 6) de visie die de ondernemer zelf heeft op de toekomst van de onderneming, 7) de visie die de ex-echtgenote van de ondernemer heeft op de toekomst van de onderneming en 8) wat kan worden gefinancierd.

### Waarderen in crisis

In dit artikel zijn wij specifiek ingegaan op het familiebedrijf en de waardering daarvan op basis van de DCF-methode. Aangegeven is waar de lacunes en valkuilen zitten bij het hanteren van deze methode. Waar dit bij geschilsituaties in stabiele economische tijden al geen eenvoudige kwestie is, kent een verdelingsvraagstuk binnen de huwelijksgoederengemeenschap in de coronapandemie eigen complexiteiten. Hoe bijvoorbeeld dient te worden omgegaan met een situatie waarbij de waarde van de aandelen in de verdeling valt, maar waarbij de waarde van deze aandelen in korte tijd aanzienlijk is gedaald als gevolg van de effecten van de coronapandemie is niet eenduidig te beantwoorden. Financieel-economisch valt een en ander goed inzichtelijk te maken, maar hoe dit in de reële wereld dient te worden uitgevoerd, is veel minder evident. Een panacee hiervoor is niet beschikbaar en nieuwe, wellicht controversiële oplossingsrichtingen dienen ter sprake worden gebracht. Wanneer, zoals in het voorbeeld van De Nieuwe Wereld Fashion B.V., de waarde van de aandelen varieert tussen € 5 miljoen en € 7,5 miljoen, kan het voor de partner die binnen deze bandbreedte een waardevermindering op het moment van verdeling daadwerkelijk materialiseert als gevolg van niet-toetsbare, niet-herleidbare of zelfs onjuiste aannames onredelijk zijn om deze bezitting nu te verdelen, zelfs wanneer partijen al een peildatum voor de waardering van de aandelen zijn overeengekomen die niet voorzag in de nadelige effecten van de coronapandemie. De partner die de onderneming voortzet, veelal de dga, heeft weliswaar in economische zin te maken met dezelfde waardedaling als gevolg van een zwaarwegende en onvoorziene gebeurtenis zoals de coronapandemie, echter deze materialiseert dit waardeverlies nog niet én heeft de mogelijkheid dit waardeverlies in de loop der tijd te herstellen.

47 M.J. van Mourik, I.C.A. Verstappen & W. Burgerhart (2020), *Handboek Nederlands vermogensrecht bij scheiding Deel B* (p. 28), Wolters Kluwer.

48 HR 13 februari 2004, NJ 2004/653 en HR 19 maart 2009, BNB 2009/180c; Hof Den Haag 4 augustus 2004, ECLI:NL:GHSGR:2004:AR2196: ‘De rechtssfeer tussen de partijen die in een contractuele relatie met elkaar staan, alsmede de rechtssfeer tussen de deelgenoten in een onverdeeld boedel van de samenleving kan met zich mede brengen dat bij de bepaling van de waarde van het ondernemingsvermogen niet wordt uitgegaan van de waarde van het ondernemingsvermogen in het vrije economische verkeer, maar dat de prijs van het ondernemingsvermogen op een zodanige prijs wordt vastgesteld dat een lonende exploitatie nog juist tot de mogelijkheden behoort.’

Indachtig voorgaande situatie zou de partij die de waardevermindering normaliter materialiseert een optie kunnen krijgen om de uitoefening van dit deel van de gemeenschap uit te stellen en een vordering ter grootte van het aandeel in de waarde zonder de impact van de coronapandemie te hebben op de voortzetter. Hiervoor dient de waarde van de aandelen ten tijde van de verdelingsuitspraak (onafhankelijk) inzichtelijk te worden gemaakt binnen in ieder geval twee scenario's, namelijk een waardering zonder de coronaeffecten en een waardering met de coronaeffecten. Wanneer de waardering na de verdelingsuitspraak gaandeweg zich weer begeeft op het niveau van de waarde van de aandelen zonder de coronaeffecten, moet de partner de optie uitoefenen en kan ook nimmer meer ontvangen dan wat de aandelen zonder de coronaeffecten waard waren ten tijde van de verdelingsuitspraak. Partijen blijven in economische zin lotsverbonden voor dit deel van de gemeenschap. Er kan zelfs aan worden gedacht om de uitoefentermijn te beperken waarbij de situatie kan ontstaan dat de partner alsnog het waardeverlies materialiseert doordat de waarde niet meer op het niveau terugkeert. Dan zou kunnen worden gesteld dat de onderneming in kwestie permanent is geschaad in haar verdien capaciteit als gevolg van de coronaeffecten. Voor de voortzetter kan het voordeel zijn dat zelfs de verdeling van de aandelen op basis van een lagere waardering niet op dit moment hoeft te worden gefinancierd (extra financieringslasten), en de continuïteit van de onderneming in deze coronatijden voorop kan blijven staan. Zelfs een door de rechtbank aangestelde 'trustee' die toeziet op het waardeverloop en een eerlijke verslaglegging hiervan zou van deze oplossingsrichting deel uit kunnen maken.

Een andere, wellicht voordeligere en praktischere oplossingsrichting is dat DCF-waarderingen die ten behoeve van verdelingsvraagstukken worden opgesteld, gaan voldoen aan hogere eisen zoals het toepassen van een langere prognoseperiode, met daarbinnen meerdere scenario's met bijbehorende kansverdelingen en onderbouwingen. Zowel de rechter als partijen kunnen dan gesubstantieerd kennismaken van de coronaeffecten op de waarderingsuitkomst voor de korte en lange termijn, welke maatregelen de voortzetter onderneemt om de nadelige effecten te beperken, hoe overheidsmaatregelen worden meegenomen in de verschillende scenario's, hoe de financieringsstructuur zich kan gaan ontwikkelen enzovoort. Eén enkel scenario zoals meestal wordt gehanteerd bij DCF-waarderingen is onder deze omstandigheden bij lange na niet meer afdoende. Wanneer de rechter inhoudelijk en onderbouwd kan kennismaken van de geschatte waarde-impact van de coronapandemie

en de duur van deze impact op de verdeling, draagt dat bij aan zijn beslissing en aan het mogelijke draagvlak ervan bij partijen. Ten slotte, praktische oplossingen om coronaeffecten in de DCF-uitkomst te pareren, kunnen ook worden gevonden in het hanteren van bijvoorbeeld een earn-out mechanisme om coronagerelateerde onzekerheden te delen aan de hand van de werkelijke realisatie van de geprojecteerde geldstromen.

## Conclusie

Hierna volgen enkele afsluitende conclusies.

- Waarderen is complex en omvat meer dan uitsluitend een rekenkundige exercitie. Vooral wanneer de belangen tegengesteld zijn, is een hoge mate van grondigheid van belang ten aanzien van de methodologische aanpak en de daarmee samenhangende onderbouw van de gekozen uitgangspunten zodat de waarderingsuitkomst toetsbaar en herleidbaar is.
- Kleine aanpassingen in inputvariabelen kunnen leiden tot forse 'swings' in waarderingsuitkomsten. Aandacht voor details is dan ook van eminent belang.
- Het waarderen van familiebedrijven geeft additionele complexiteit vanwege emotionele aspecten die meespelen rondom familieverhoudingen, de historische context, evenals de focus op behoud van de lange termijn.
- Het voorgaande wordt versterkt in een crisissituatie als de coronapandemie en/of een crisissituatie in de familie sfeer van een familiebedrijf of van de ondernemer.
- Het is van belang dat rechters heldere instructies geven aan waardeerders en zich uitgebreid laten informeren over de waarde-impact van de huidige coronapandemie op de waarde van ondernemingen, met de peildatum daarbij altijd in het achterhoofd.

### Over de auteurs

#### Mr. A.N. (Alexander) Labohm

Senior raadsheer bij het Hof Den Haag en schreef dit artikel op persoonlijke titel.

#### Dr. M.J.R. (Marc) Broekema MBV RV

Universitair docent aan de Universiteit Leiden, partner-bedrijfs-waardeerder bij BFI te Amsterdam, en raad (plv.) in de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam.

#### Prof. dr. J.A.A. (Jan) Adriaanse

Hoogleraar turnaround management en wetenschappelijk directeur van het instituut voor fiscale en economische vakken aan de Universiteit Leiden, en partner bij BFI te Amsterdam.