

De vergeten waarde bij het doorschuiven van de aanmerkelijk belang belastingclaim bij echtscheiding

Real options are everywhere

EB 2019/108

Bij de verdeling van aandelen die tot een aanmerkelijk belang behoren in het kader van een echtscheiding is het gebruikelijk dat de aanmerkelijk belang belastingclaim wordt doorgeschoven naar de partner die de aandelen krijgt toegedeeld. De waardering van die claim is een vaak terugkerend discussiepunt tussen partijen. In dit artikel wordt dit nader toegelicht.

1. Inleiding

Volgens sommigen dient de aanmerkelijk belang claim altijd gewaardeerd te worden op de nominale waarde. Volgens anderen dient de claim te worden gewaardeerd op een lagere contante waarde. In de rechtspraak wordt het standpunt van de nominale waarde in het algemeen niet gevolgd en komt men situationeel tot een bepaalde lagere contante waarde voor de aanmerkelijke belang claim. Een recente uitspraak van de rechtbank Midden Nederland van 7 november 2018 (ECLI:NL:RBMNE:2018:6695) biedt wat dit betreft een mooi overzicht van de stand van zaken. De rechter volgt daarin de door de Hoge Raad uitgezette lijn en dat leidt dan in deze uitspraak tot een waardering van de belastingclaim tegen een contante waarde van 19,2%. De rechter lijkt dan aan te voelen dat de mogelijkheid van degene die de aandelen krijgt toegedeeld om de betaling van de belastingclaim uit te stellen een zekere waarde vertegenwoordigt die in de verdeling moet worden betrokken. Maar het ontbreekt tot nu toe nog steeds aan het juiste theoretische kader om dit te beredeneren en te onderbouwen en dit op een gegronde en goed gemotiveerde wijze tot uiting te laten komen. Wat namelijk niemand zich lijkt te realiseren in deze discussie is dat hier sprake is van de waardering van het exclusieve recht dat de man die de aandelen krijgt toegedeeld krijgt op een deel van de geldmiddelen van de onderneming. Namelijk op het deel daarvan dat betrekking heeft op de doorgeschoven belastingclaim en de mogelijkheid om zich de potentiële waardegroei daarvan volledig toe te eigenen. In de waarderingswetenschap wordt een dergelijk recht aangeduid als een reële optie. Een reële optie dient apart te worden gewaardeerd en de waarde daarvan dient dan opgeteld te worden bij de gewone waarde van de aandelen. Samen vormen deze twee waarden dan de totale waarde van de aandelen die in de verdeling dient te worden betrokken. In dit artikel zal ik dit verder uitwerken.

Voor het gemak ga ik ervan uit dat de man de aandelen krijgt toegedeeld en dat bij de financiële compensatie van de vrouw rekening wordt gehouden met de waarde van het doorschuiven van de belastingclaim over het aanmerkelijk belang. Korthedshalve zal ik spreken over de man, de vrouw en de belastingclaim.

Maar eerst een korte uitleg van wat een reële optie is en wat die in dit specifieke geval inhoudt.

2. Reële optie

Een reële optie is in de waarderingswetenschap het recht en dus niet de verplichting om een actie te ondernemen tegen een vooraf bepaalde prijs en binnen een bepaalde periode (de looptijd). Een reële optie zal alleen maar worden uitgeoefend als daar een voordelig resultaat van te verwachten is. Een bekend voorbeeld van een reële optie is de aankoop van het recht om een olieveld te exploiteren terwijl dat op het moment van aankoop nog niet rendabel is wegens een te lage olieprijs en/of te hoge exploitatiekosten. Niettemin is een dergelijk recht op dit moment toch al geld waard omdat de kans bestaat dat de olieprijs gaat stijgen en/of de exploitatiekosten in de toekomst gaan dalen door technologische vooruitgang.

De kenmerken van een reële optie zijn dat er sprake is van (1) een onderliggend actief, (2) een onzekere opbrengst en (3) een beperkte levensduur. Een reële optie heeft significante economische waarde als sprake is van exclusiviteit. Dat wil zeggen wanneer het gaat om een recht dat een ander niet heeft. Wat het olieveld betreft laat zich dit eenvoudig invullen. Het onderliggende actief is het olieveld, de onzekere opbrengst is de mogelijke winst als de olieprijs stijgt en/of de exploitatiekosten dalen en de levensduur is de looptijd van het recht om het olieveld te exploiteren. En het is een exclusief recht omdat niemand anders het olieveld mag exploiteren zolang het recht loopt.

Met dit aanloopje is het eenvoudig in te zien dat ook het recht van de man om de belastingclaim door te schuiven en zich de opbrengsten daarvan toe te eigenen een reële optie is. Het onderliggende actief (1) is het doorgeschoven bedrag van de belastingclaim, de onzekere opbrengst (2) is de mogelijke opbrengst als dit bedrag rendabel wordt gemaakt en de levensduur (3) is beperkt, maar niet op voorhand bekend. En er is sprake van exclusiviteit omdat de man het recht heeft en de vrouw niet. De man kan zich als houder van de reële optie de volledige groei van de waarde van het onderliggende actief toe-eigenen.

¹ G.H.P. de Jonge MSc. RA is partner bij De Jonge Accountants in Waalwijk en werkzaam als registeraccountant en waarderingsdeskundige (TIAS MSc. Finance en MSc. Business valuation).

Alvorens de waardering van de reële optie te behandelen zal ik eerst het eenvoudige DCF-waarderingsmodel kort toelichten. DCF staat voor 'Discounted Cash Flow' ofwel het berekenen van de contante waarde van vrije geldstromen. Dit DCF-model is het meest gebruikte waarderingsmodel en het is daarom goed om te weten hoe dit werkt en wat de beperkingen ervan zijn en wat je er wel en wat je er niet van mag verwachten. Het eenvoudige DCF-waarderingsmodel voorziet in ieder geval niet in de waardering van reële opties en zal daarom dan ook een te lage waarde berekenen als er wel reële opties zijn. Daarna zal ik kort ingaan op het uitgebreide waarderingsmodel dat wel voorziet in de waardering van reële opties en dan ook een betere waarde oplevert dan het eenvoudige model als er sprake is van reële opties.

3. Het eenvoudige DCF-waarderingsmodel

Het eenvoudige DCF-waarderingsmodel gaat uit van een bevroren toekomstbeeld van verwachte toekomstige ontvangsten en uitgaven en berekent dan de contante waarde daarvan op $t=0$ met behulp van een disconteringsfactor die afhankelijk is van de rendementseis van de beschouwer. Een eeuwigdurende verwachte geldstroom van € 200.000 per jaar heeft dan bij een disconteringsvoet van 10% een waarde van € 2.000.000. In de disconteringsvoet van 10% zit een risico-opslag verwerkt voor het geval dat de toekomst zich niet zo ontwikkelt als in de prognose is voorzien. Die toekomst kan beter uitvallen dan verwacht, maar kan ook tegenvallen. Als de toekomst met 100% zekerheid voorspeld zou kunnen worden, dan zou de disconteringsfactor niet hoger zijn dan de risicovrije rente zoals gebruikelijk bij de beste goudgerande waarden (staatsleningen). Dan staat immers op voorhand vast wat de opbrengsten zijn en meer of minder zal het dan niet worden.

Met behulp van het DCF-model is eenvoudig te begrijpen dat de aanmerkelijk belang belastingclaim op $t=0$ nominaal gewaardeerd dient te worden en dus tegen 25%. De nominale waarde van 25% op $t=0$ is namelijk al een contante waarde en dus niet een bedrag dat nog een keer (opnieuw) contant gemaakt moet worden, zoals sommigen menen.

Maar het DCF-waarderingsmodel is een statisch model en biedt geen enkele flexibiliteit. Het model gaat ervan uit dat de geprognosticeerde vrije geldstromen worden uitgekeerd op het moment waarop die beschikbaar zijn of komen en dat op dat moment dan ook de belastingclaim wordt betaald. De vennootschap wordt dan geacht dividend uit te keren en daarover 15% dividendbelasting in te houden en af te dragen en in privé betaalt de man dan nog eens 10% belasting over het dividend. De totale belastingdruk bedraagt dan 25%. Maar de vennootschap is niet verplicht om dividend uit te keren op de momenten die daarvoor in het model zijn voorzien. De man heeft namelijk het recht om de belastingclaim nog langer door te schuiven dan in het model is voorzien. Als de man dat doet, dan houdt het model geen rekening met de waarde van dat verdere uitstel en derhalve berekent het model dan een te lage waarde.

Uit de praktijk is bekend dat het handelen van directeur-groootaandeelhouders veelal gericht is op het zo lang mogelijk uitstellen van de belastingclaim en de waarde daarvan wordt dan niet geleverd door het eenvoudige DCF-model. Om de waarde van dat extra uitstel te berekenen moeten we gebruikmaken van het uitgebreide waarderingsmodel.

4. Het uitgebreide waarderingsmodel

In het traditioneel gebruikte eenvoudige DCF-waarderingsmodel komen reële opties niet voor, maar dat wil niet zeggen dat ze er dan niet zijn. Reële opties worden niet altijd herkend en dan kunnen ze uiteraard ook niet gewaardeerd worden. Maar als reële opties wel worden herkend, kunnen ze niet gewaardeerd worden met het eenvoudige DCF-model. De reële opties moeten dan gewaardeerd worden met behulp van de reële optietheorie en die is gebaseerd op stochastische calculus ofwel kansrekening. De mogelijke opbrengsten van de optie worden dan ingeschat m.b.v. risico-neutrale kansen en het contant maken gebeurt dan tegen de risicovrije rentevoet. Dit is dus een heel andere techniek dan in het eenvoudige DCF model dat risico's verwerkt in de disconteringsvoet. Het uitgebreide waarderingsmodel levert ons dan de totale waarde als de som van de eenvoudige DCF-waarde plus de reële optiewaarde.

De reële optiewaarde wordt ook wel aangeduid als de flexibilitateitswaarde. Flexibiliteit duidt dan in dit geval op de mogelijkheid om de belastingclaim door te schuiven en met de daarmee samenhangende middelen gebruik te maken van nieuwe kansen op het moment dat die zich aandienen en daarmee die middelen rendabel te maken in plaats van ze uit te keren als dividend en de belasting daarover te betalen.

5. De waarderingsvraag

De waarderingsvraag is dan hoeveel de reële optie van de man waard is en in het verlengde daarvan hoeveel de man daarvoor dan aan de vrouw dient te betalen. Omdat de reële optietheorie wiskundig nogal ingewikkeld is beperk ik me hier tot de conceptuele kaders. Er is ook niet meer dan conceptueel inzicht nodig om in te zien en te begrijpen wat er aan de hand is bij het doorschuiven van de belastingclaim en hoe de waardering daarvan benaderd moet worden.

6. Een gedachte-experiment

6.1 De waarde van de reële optie vanuit de vrouw beschouwd

In werkelijkheid is de reële optie van de man niet overdraagbaar aan de vrouw in de zin dat de vrouw de optie krijgt en vanuit haar perspectief kan inschatten wat die waard is. Maar bij wijze van gedachte-experiment kunnen we de waarde wel benaderen vanuit het perspectief van de vrouw. Dit gedachte-experiment is in feite een vertaling van de basisprincipes van replicatie en arbitrage uit de financiële optietheorie naar de wereld van reële opties en bedrijfswaarderingen. De achtergrond van replicatie en arbitrage is

dat in financiële markten de prijsvorming altijd zo zal zijn dat zonder risico te lopen nooit meer kan worden verdiend dan de risicovrije rente.

Stel dat de nominale belastingclaim € 500.000 bedraagt ofwel 25% van € 2.000.000. Dan zou de vrouw in dit gedachte-experiment tegen de man kunnen zeggen geef mij maar € 250.000 en dan stel ik zelf de betaling van de belastingclaim wel net zo lang uit als dat jij dat met je BV ook kan. Vervolgens koopt de vrouw met het aldus gekregen bedrag een woning van € 250.000 en blijft daar levenslang gratis wonen, althans zonder hypotheekrente of huur te betalen. Of ze verhuurt de woning en incasseert daarvoor de huuropbrengsten. Tegen de tijd dat de belastingclaim betaald moet worden verkoopt de vrouw de woning en met de opbrengst daarvan wordt dan de belastingclaim voldaan. Het moge duidelijk zijn dat dit gratis wonen of het verhuren van de woning een behoorlijke waarde vertegenwoordigt. Maar die waarde wordt de vrouw onthouden als de belastingclaim voor de nominale waarde wordt doorgeschoven aan de man zonder dat zij daarvoor gecompenseerd wordt. Daardoor krijgt de man dan namelijk niet het recht om op een door hem nog nader te bepalen wijze zijn voordeel te doen met de mogelijkheid om de belastingbetaling zo lang hij wil uit te stellen en zich de volledige waarde van dat recht toe te eigenen.

Als we dit gedachte-experiment nog wat nader beschouwen en proberen de waarde te kwantificeren, dan valt iets bijzonders op. Het zou namelijk wel eens zo kunnen zijn dat de waarde van deze reële optie vanuit het perspectief van de vrouw hoger is dan het bedrag van de nominale waarde van de belastingclaim van € 250.000. Stel dat de vrouw 40 jaar lang € 1.000 huur per maand ontvangt en dan na 40 jaar de woning verkoopt en de belastingclaim van € 250.000 betaalt. Dan is haar opbrengst maar liefst € 480.000. Als dan in dat geval toch de belastingclaim wordt doorgeschoven naar de man, dan moet die in feite daarvoor aan de vrouw vanuit haar perspectief gezien, € 480.000 vergoeden. Dat is namelijk bij de huidige risicovrije rentevoet van 0% het bedrag dat de vrouw op voorhand moet ontvangen als alternatief voor het 40 jaar lang elke maand ontvangen van € 1.000 huur. Of de waarde vanuit het perspectief van de man ook zo is laat ik nog even in het midden en zal ik zo behandelen.

Tot zover de beschouwing vanuit het perspectief van de vrouw. En dan gaan we nu eens kijken wat de waarde van deze reële optie is vanuit het perspectief van de man. Het laat zich nu al aanzien dat de beschouwing vanuit het perspectief van de man, omdat die een onderneming heeft, waarschijnlijk wat ingewikkelder is dan in het voorbeeld van de vrouw.

6.2 De waarde van de reële optie vanuit de man beschouwd

Stel dat de onderneming van de man beschikt over wat we noemen overtollige liquide middelen. Daarmee worden gelden bedoeld die voor de bedrijfsvoering niet nodig zijn en

als dat naar verwachting langdurig het geval zal zijn, dan kunnen die gelden worden belegd, zodat ze nog wat opbrengen. We nemen het voorbeeld van de vrouw over. De man beschikt binnen zijn BV over € 250.000 aan overtollige liquide middelen en de BV koopt daar een woning mee van € 250.000 en gaat die 40 jaar lang verhuren voor € 1.000 per maand. Meer in het bijzonder gaat het hier om een kasgeld-BV met een winstreserve van € 2.000.000, een aanmerkelijk belang claim van 25% daarover ofwel € 500.000 en de helft daarvan ofwel € 250.000 is dan het deel van de vrouw.

De BV genereert daardoor dan in totaal € 480.000 aan inkomsten. Maar daar moet dan nog wel (stel) 20% vennootschapsbelasting vanaf en dan resteert netto € 384.000 aan inkomsten. Hierop rust dan nog een latente belastingclaim van 25%, maar die kan de man desgewenst ook weer doorschuiven. En uiteraard kunnen de gelden weer geherinvesteerd worden en nieuwe inkomsten gaan genereren. Maar mocht de man besluiten om de opbrengsten van € 384.000 na belasting als dividend uit te keren, dan resteert netto na een belastingclaim van 25% nog een bedrag van € 288.000. Dit bedrag kunnen we beschouwen als een indicatie van de nettowaarde van de reële optie vanuit het perspectief van de man in het hier geschetste voorbeeld. En ook in dit geval is de waarde van de optie nog steeds hoger dan de nominale waarde van de belastingclaim van € 250.000 op het moment van verdeling en afrekening tussen man en vrouw.

6.3 Een beschouwing van de uitkomsten

Het verschil tussen de waarde van de optie voor de vrouw van € 480.000 en voor de man van € 288.000 wordt geheel verklaard door de belastingheffing waar de BV van de man mee te maken heeft en de vrouw niet. Een dergelijk verschil in fiscale behandeling kan leiden tot belastingarbitrage. De man zal dan proberen om tegen een zo laag mogelijke rente een bedrag van € 250.000 te lenen van zijn BV om daar dan in privé de belegging in de woning mee te doen.

Het hier beschreven voorbeeld leidt dan in het kader van de verdeling en afgezien van mogelijke belastingarbitrage door de man tot het volgende aan de vrouw toekomende bedrag. De vrouw ontvangt de helft van de gewone netto contante waarde van de aandelen onder aftrek van de nominale belastingclaim daarover ofwel een bedrag van € 750.000 plus de nettowaarde van de reële optie van € 288.000 ofwel in totaal een bedrag van € 1.038.000.

Uit dit voorbeeld blijkt ook dat het helemaal niet gaat om de waarde van de belastingclaim. Die is en blijft 25% en wordt nominaal in mindering gebracht op de waarde van de aandelen. Waar het om gaat is de waarde van de reële optie. Alleen wanneer de man ervoor kiest om alle vrije geldstromen direct uit te keren als dividend op het moment waarop ze volgens het eenvoudige DCF-waarderingsmodel beschikbaar zijn of komen, is de waarde van de reële optie gelijk aan nul.

Wat het voorbeeld ook duidelijk maakt is dat zelfs als de belastingclaim op 0% zou worden gewaardeerd door een soort

van intuïtieve benadering zoals dat nu in de rechtspraak gebeurt, de vrouw nog steeds tekort kan worden gedaan. Dat komt doordat de waarde van de reële optie een heel andere grondslag heeft en ook hoger kan uitvallen dan het bedrag dat nodig is om de belastingclaim (qua negatieve waarde) geheel te laten verdwijnen.

Overigens zal het in de praktijk niet zo gauw voorkomen dat de reële optie meer waard is dan het nominale bedrag van de belastingclaim omdat het verwachte rendement dan vrij hoog moet zijn en de looptijd heel lang. In het hiervoor behandelde gedachte-experiment heb ik de grenzen bewust opgezocht en overschreden om het verschil met het contante waarde denken zichtbaar te maken. Het waarderen van de belastingclaim tegen een contante waarde tussen 0% en 25% berust ook op een onbegrijpelijke redenering waarbij de contante waarde van de belastingclaim op $t=0$ naar de toekomst wordt gebracht om vervolgens nog een keer opnieuw contant te worden gemaakt. Binnen het gehanteerde eenvoudige DCF-waarderingskader is de claim van 25% namelijk al een contante waarde. De echte oplossing voor het probleem van de waarde van het uitstel is niet het contante waarde denken, wordt gebracht door het uitgebreide waarderingsmodel en de reële optietheorie.

7. De praktijk

7.1 Aansluiting op het eenvoudige DCF-waarderingsmodel

Tot hier is het denk ik voor iedereen nog goed te volgen. Maar het wordt wat lastiger als we voor de waardering van de reële optie aansluiting moeten gaan zoeken bij de momenten waarop de vrije geldstromen beschikbaar komen in het eenvoudige DCF-waarderingsmodel waarop de gewone waardering van de aandelen (zonder rekening te houden met de reële optie) is gebaseerd. Er ontstaat dan een portfolio van reële opties die allemaal apart gewaardeerd moeten worden. Dat zal ik hier niet gaan doen, maar laat ik er eens een uitpakken om de essentie duidelijk te maken.

Stel dat in het waarderingsmodel is voorzien dat op $t=1$ (dus na 1 jaar) een vrije geldstroom beschikbaar komt van € 200.000. Voor de eenvoud ga ik er hierbij vanuit dat de toekomst zich zo ontwikkelt als in de prognose is voorzien. In werkelijkheid zal dat meestal niet precies het geval zijn. Op die € 200.000 rust dan een belastingclaim van 25% ofwel € 50.000 en de helft daarvan ofwel € 25.000 betreft dan het deel van de vrouw. Vanaf nu kijken we alleen naar het deel van de vrouw van € 25.000. Stel nu dat de man besluit om deze vrije geldstroom van € 25.000 niet uit te keren en hij hoopt die dan te kunnen investeren in een project met een verwachte toekomstige vrije geldstroom van € 5.000 per jaar. De vermogenskostenvoet bedraagt 10% en de netto contante waarde van het project op $t=1$ bedraagt dan € 50.000 minus € 25.000 ofwel € 25.000. De kans dat dit project kan worden gerealiseerd bedraagt 20% en er is 80% kans dat het project niet doorgaat. De waarde van deze optie is dan 20% van € 25.000 ofwel € 5.000. Dit bedrag kunnen we ook nog

contant maken naar $t=0$ en dat dient dan te gebeuren tegen de risicovrije rentevoet. Die bedraagt momenteel gemakshalve en een beetje afgerond 0%. De contante waarde op $t=0$ van dit project bedraagt dan derhalve ook € 5.000. En dat is dan ook meteen de waarde van de reële optie op $t=0$. Hier rust nog wel een latente belastingclaim van 25% op en de waarde die dan in het kader van de verdeling met de vrouw dient te worden verrekend in dit voorbeeld is dan € 3.750 en dat is dan de nettowaarde van deze optie.

Men zal zich wellicht afvragen waarom het contant maken naar $t=0$ gebeurt tegen de risicovrije rentevoet van 0% en niet tegen de vermogenskostenvoet van 10%. Het antwoord daarop luidt: omdat het een optie is. Het is een recht en er valt niet meer mee te verliezen dan de prijs die de man ervoor betaald heeft. Alleen het bedrag dat de man betaald heeft voor de optie ligt vast en daarover loopt hij dan de risicovrije rente mis. En de risicovrije rente is momenteel ongeveer 0%.

Naast het onderkennen van de reële optie zijn dus drie zaken essentieel. De op $t=1$ geprognosticeerde geldstroom moet dan ook echt beschikbaar komen en er moet een kans bestaan dat die vrije geldstroom dan kan worden geïnvesteerd in een project met een positieve netto contante waarde en die moet naar $t=0$ contant gemaakt worden tegen de risicovrije rentevoet. Deze zaken worden wel eens over het hoofd gezien en dat leidt dan tot onjuiste berekeningen en verkeerde conclusies.

7.2 Een vergelijking met andere auteurs

Sommige auteurs veronderstellen dat het rendement van de investering in een nieuw project gelijk is aan de vermogenskostenvoet. Maar ze realiseren zich dan niet dat de netto contante waarde van het project dan nul is. In feite is dit wat er gebeurt in het rekenvoorbeeld dat Boringa en Lankester speciaal voor de fijnproevers geven in EB van april 2009 (EB 2009, afl. 4, p. 81). Als Boringa en Lankester wel projecten met een positieve netto contante waarde zouden inbrengen op de momenten $t-1$ t/m $t-10$, dan hadden ze vanuit hun optiek waarschijnlijk een probleem gehad met het duiden van de uitkomst van hun berekening. En dan hadden ze ook niet meer de conclusie kunnen trekken "dat als er consequent wordt geredeneerd en gerekend, het uitstellen van aanmerkelijk belangheffing economisch beschouwd niet tot enig voordeel leidt, anders dan wellicht een gevoelsmatig voordeel van het uitstellen van het betalen van belasting. Dit is echter niets anders dan optisch dan wel emotioneel bedrog". Boringa en Lankester waren dichtbij het ontdekken van de reële optie, maar door in hun rekenvoorbeeld projecten met een netto contante waarde van nul in te brengen is de reële optie voor hun verborgen gebleven. Wat resteert is een drogredenering en een verkeerde conclusie.

Ook Janssens en Massart (EB 2015/57, afl. 6) zien over het hoofd dat er bij het doorschuiven van de belastingclaim sprake is van een reële optie. Op pagina 121 links onder het midden (indien de tussentijdse geldstromen niet worden

uitgekeerd ...) lijken ze even de reële optie op het spoor te zijn, maar ook zij herkennen die niet. Janssens en Massart blijven denken binnen de kaders van het eenvoudige-DCF-model en dat levert ook hier een drogredenering en een onjuiste conclusie op als ze over de uitkering op een later moment dan in het model voorzien opmerken dat “De contante waarde van deze cashflow vermeerderd met het rendement daarover zal eerder lager en in ieder geval niet hoger uitvallen”. Wat Janssens en Massart hier feitelijk doen is dat ze de waarde van spaargeld dat jarenlang op een rekening staat menen contant te moeten maken tegen de disconteringsvoet van 15% waarmee ze hun eenvoudige DCF-model hebben opgezet.

In *EB* 2013/89 gaat Gubbels ook in op de vraag of de belastingclaim dient te worden gewaardeerd tegen nominale of contante waarde. Gubbels realiseert zich dat het gaat om het extra rendement dat kan worden behaald door de belastingheffing uit te stellen. Na een aantal rekenvoorbeelden concludeert zij:

“De conclusie van Boringa en Lankester dat de huidige waarde van de toekomstige belastingschuld op de nominale waarde moet worden gesteld, is alleen maar juist als de netto rentederving 0% bedraagt. Zeker over langere tijd is dat een zeer onrealistisch scenario.”

Van de hiervoor aangehaalde auteurs komen de eerste vier tot een waardering van de belastingclaim op de nominale waarde en dat is op zich juist. En voor iedereen die bekend is met eenvoudige DCF-waarderingen is dat evident. Maar deze auteurs zien allemaal over het hoofd dat langer uitstel van de belastingclaim dan in hun eenvoudige DCF-waarderingmodel is voorzien, een exclusief recht is van de man dat apart gewaardeerd moet worden. Gubbels ziet op haar manier dat laatste wel in, maar zij vertaalt dat dan naar een lagere waardering van de belastingclaim in plaats van naar een aparte waardering van het exclusieve recht van de man om de belastingheffing langer uit te stellen dan in het eenvoudige waarderingmodel is voorzien.

Hierna zal ik nog kort iets zeggen over de twee belangrijkste waardebepalende factoren van de reële optie. Het gaat dan om het inschatten van de onzekere opbrengsten van de reële optie en om het inschatten van de looptijd van de optie. Voor allebei geldt dat de waarde van de optie er positief mee gecorreleerd is. Dus hoe hoger de onzekere, maar mogelijke opbrengsten en hoe langer de looptijd, des te hoger de waarde van de optie zal zijn.

8. Onzekere opbrengsten

Het moeilijkste bij het waarderen van een reële optie is vaak het schatten van de onzekere opbrengsten. Bij traditionele DCF-waarderingen laten de geldstromen zich meestal nog wel redelijk voorspellen omdat die dan direct voortvloeien uit een bestaande organisatie. Maar bij reële opties moeten

we vaak van voren af aan identificeren en bedenken wat de mogelijke opbrengsten daarvan kunnen zijn.

In principe zijn er twee mogelijke opbrengsten voor de optie. Beleggingsopbrengsten en ondernemingsopbrengsten en die kunnen allebei, zeker op de lange(re) termijn behoorlijk veel opleveren. Dat hebben we al gezien in het gedachte-experiment en in het wat ingewikkelder voorbeeld in paragraaf 7.1.

Maar men kan zich ook voorstellen dat de man qua rendabel maken van de middelen een conservatiever beleid voert. De meest conservatieve variant is dan het aanhouden van liquide middelen op een bankrekening en tegen ongeveer de risicovrije rente. Deze variant voegt op zich geen waarde toe. Toch komt deze variant nogal eens voor omdat box 2 vermogen nu eenmaal niet onder de jaarlijkse box 3 heffing over vermogen valt. In dit verband spreekt men dan van een spaar-BV. De waarde hiervan zit dan in de beschikbaarheidsnuttigheid van het geld en belastingarbitrage. Mocht de BV rentedragende schulden hebben, dan kunnen die eventueel ook afgelost worden met het geld van de uitgestelde belastingclaim en dat levert dan een rentebesparing op.

Een andere mogelijkheid, die in de praktijk ook nogal eens voorkomt, is dat de BV de liquide middelen uitzet als lening(en) aan de man. Bijvoorbeeld als hypothecaire lening in verband met de eigen woning van de man of als lening voor de aankoop van effecten of onroerend goed door de man in privé. De hopelijk hoge opbrengsten van de effecten en het onroerend goed in privé worden dan door de man belastingvrij in box 3 genoten (per saldo is daar dan immers geen bezit omdat het wegvalt tegen de schuld aan de BV), terwijl de zakelijke rentevergoeding aan de BV vrij laag kan zijn, ook mede in verband met de zekerheden die gesteld kunnen worden. De man doet dan aan belastingarbitrage zoals al behandeld in paragraaf 6.3 hiervoor. Voor de waardering hiervan moet men dan als het ware door de BV heen grijpen.

9. De looptijd van de optie

Hoe langer de resterende looptijd hoe hoger de waarde van de optie. Het is daarom dan ook belangrijk om inzicht te krijgen in de verwachte resterende looptijd van de optie. In de belastingwetgeving zijn verschillende afrekenmomenten voorzien voor de aanmerkelijk belang belastingclaim. Een van die momenten is als er dividend wordt uitgekeerd. Een ander moment is bij het overlijden van de aanmerkelijk belanghouder. Als op dat moment geen sprake (meer) is van ondernemingsactiviteiten, maar van beleggingsactiviteiten, dan dient bij overlijden te worden afgerekend. Als er op het moment van overlijden wel sprake is van ondernemingsactiviteiten dan is het mogelijk om de aanmerkelijk belang belastingclaim verder door te schuiven. Het verkopen van de aandelen is ook een mogelijk afrekenmoment. Maar in de praktijk zal dat meestal betekenen dat de werk-BV wordt verkocht door de holding van de aanmerkelijkbelanghouder

en daardoor kan de belastingclaim bij verkoop van de werk-BV dan toch weer worden doorgeschoven. Het voert te ver om hier alle mogelijkheden te bespreken. Maar uit de voorbeelden blijkt in ieder geval al dat de belastingclaim heel lang kan worden uitgesteld. In de praktijk zal dat per geval moeten worden bezien en zal een inschatting moeten worden gemaakt van de mogelijke waarde daarvan.

10. De verdeling in de praktijk

Tot slot geef ik nog graag een voorbeeld van hoe een waardering en verdeling in de praktijk er dan uit zou kunnen zien. Ik houd dit voorbeeld bewust eenvoudig en het te verdelen vermogen bestaat dan alleen uit de aandelen en een spaartegoed als volgt.

Eenvoudige DCF-waarde van de aandelen	€ 2.000.000
Waarde van de reële optie	€ 400.000
Waarde van de aandelen	€ 2.400.000
Af: 25% latente AB claim	-600.000
Nettowaarde van de aandelen	<u>€ 1.800.000</u>
Spaargeld	€ 1.000.000
Totaal te verdelen vermogen	<u>€ 2.800.000</u>

De waarde van de reële optie is bepaald met de hulp van een waarderingdeskundige en door partijen aanvaard als redelijk en billijk. In de onjuiste termen van contante waarde gesproken wordt de belastingclaim hier dan gewaardeerd op € 200.000 ofwel 10%. Dat komt dan bijvoorbeeld overeen met het 25 jaar naar voren schuiven van de claim en het vervolgens weer contant maken daarvan tegen een samengestelde rentevoet van ongeveer 3,73% per jaar en afgezien van wat daarvan de ratio dan ook mag zijn. De uitkomsten van de juiste benadering (reële optie) en de onjuiste benadering (contante waarde) liggen veelal in hetzelfde bereik en met een verkeerde redenering kan men dan toch tot een redelijke uitkomst komen.

De waardering en de verdeling zijn in dit geval niet anders dan wanneer men op grond van een vermeende contante waarde van de belastingclaim van € 200.000 en zonder reële optie tot deze vermogensopstelling zou zijn gekomen. De man krijgt de aandelen en de vrouw het spaargeld en de man betaalt wegens overbedeling dan nog een bedrag van € 400.000 aan de vrouw. Daarna is dan het vermogen van € 2,8 miljoen gelijk verdeeld en hebben man en vrouw allebei een vermogen van € 1,4 miljoen. Afhankelijk van de specifieke omstandigheden kan de man het bedrag van € 400.000 dat hij wegens overbedeling aan de vrouw moet betalen, lenen van zijn BV, als dividend laten uitkeren, lenen in privé of rentedragend schuldig blijven aan de vrouw met een gepast aflossingsschema.

11. Conclusie

Anders dan een lange historie van rechtspraak en discussies doet vermoeden gaat het bij het doorschuiven van de

aanmerkelijk belang belastingclaim bij echtscheiding helemaal niet om de vraag of die dient te worden gewaardeerd tegen de nominale of de contante waarde. Het gaat om de waardering van het exclusieve recht dat de man door het doorschuiven van de belastingclaim krijgt op de daarmee samenhangende geldmiddelen van de onderneming en de mogelijkheid om zich de waardevermindering daarvan geheel toe te eigenen. Dat recht noemt men in de waarderingwetenschap een reële optie en die dient volgens de regels van de reële optietheorie te worden gewaardeerd. De waarde van deze reële optie is voornamelijk afhankelijk van de geschatte onzekere opbrengsten en de looptijd van de reële optie.

Uit de beschouwingen in dit artikel blijkt dat bij een lange looptijd van ongeveer 40 jaar en bij beleggingsactiviteiten de waarde van deze reële optie in de orde van grootte kan liggen van de nominale waarde van de belastingclaim. In termen van het onjuiste begrippenkader zoals dat in discussies en in de rechtspraak wordt gehanteerd komt dit dan ongeveer overeen met een contante waarde van de belastingclaim van nul procent.

In de praktijk zal per geval bekeken moeten worden wat de waarde van de reële optie is afhankelijk van de looptijd en de geschatte onzekere opbrengsten daarvan.