

Enige beschouwingen over de peildatum bij de waardering van incurante aandelen bij echtscheiding

EB 2021/46

Bij de waardering van incurante aandelen in het kader van een echtscheiding hoort een waarderingsdeskundige zich, zoals altijd, te baseren op informatie die op de peildatum bekend is of op redelijke verwachtingen die men op de peildatum kan hebben. Maar in de praktijk komt het voor dat waarderingsdeskundigen gebruikmaken van informatie van na de peildatum. Dat gebeurt dan bijvoorbeeld door de realisatie zoals die achteraf is gebleken in te voeren als prognose op de peildatum. Dat lijkt in eerste instantie misschien niet eens zo'n slecht idee. Maar hierdoor vindt dan wel een herverdeling van risico's na de peildatum plaats tussen de echtgenoten (onder wie ook worden begrepen de geregistreerde partners), terwijl de bedoeling van de peildatum nou net is om dat te voorkomen. In deze bijdrage werk ik dit verder uit.

1. Inleiding

De waardering van incurante aandelen in een onderneming in het kader van de boedelverdeling bij een echtscheiding (hieronder ook begrepen een geregistreerd partnerschap) is een regelmatig terugkerend probleem. Een probleem dat vaak veel tijd, energie en geld kost. Anders dan de waardering van eenvoudige bezittingen als spaargeld, beursgenoteerde effecten en de eigen woning is het waarden van incurante aandelen een nogal ingewikkelde en subjectieve aangelegenheid. Dat komt omdat de waarde van aandelen vaak vooral wordt bepaald door twee variabelen die vrij willekeurig kunnen worden ingevuld. Namelijk de verwachte toekomstige vrije geldstromen van de onderneming en de disconteringsfactor. Uiteraard zal een waarderingsdeskundige proberen om deze variabelen zo goed mogelijk in te schatten. De waarderingsdeskundige baseert zich dan op gerechtvaardigde verwachtingen t.a.v. de toekomstige vrije geldstromen. Hij of zij kan de verwachte vrije geldstromen bijvoorbeeld ontlenen aan een meerjarig businessplan. Maar in veel gevallen is een dergelijk plan er niet en dan moet de deskundige een andere oplossing zoeken. Ook de onderbouwing van de disconteringsfactor is een nogal subjectieve aangelegenheid. Er zijn weliswaar modellen voor, maar iedere deskundige zal die toch op zijn eigen manier invullen. Men spreekt in dit verband wel van geopenbaarde subjectiviteit. Inzet van dezelfde methoden en technieken door verschillende waarderingsdeskundigen zal dan ook tot verschillende uitkomsten leiden. Uiteraard probeert de

beroepsgroep dat zo veel mogelijk te voorkomen door het voorschrijven van professionele standaarden en het gebruik van modellen. Dat geeft niet alleen guidance, maar heeft ook een performatieve werking die leidt tot een convergentie van uitkomsten. Maar dat neemt niet weg dat de door verschillende deskundigen berekende waarden onderling nog steeds kunnen verschillen. Net zoals niet elke makelaar dezelfde woning op hetzelfde moment op hetzelfde bedrag taxeert. Zeker niet als het een uniek object is dat zich moeilijk of niet laat vergelijken met andere objecten.

2. Peildatum

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 uit de eisen van redelijkheid en billijkheid voortvloeit dat hiervan moet worden afgeweken. Voor wat betreft de waardering van een onderneming die uitsluitend door één van de echtgenoten wordt gedreven, wordt het meestal redelijk en billijk geacht om vanaf de datum van ontbinding van de huwelijksgemeenschap de ondernemersrisico's in positieve en negatieve zin te laten bij die ondernemende echtgenoot. Dit leidt tot de conclusie dat als peildatum voor de waardering dan zal gelden de datum van indiening van het verzoekschrift tot echtscheiding en niet die van de feitelijke verdeling. Zie bijvoorbeeld Rb. Noord-Holland 16 december 2020, ECLI:NL:RBNHO:2020:10696.

De peildatum is een belangrijk moment voor de waardering. De waarderingsdeskundige mag zijn waardering alleen baseren op informatie die op de peildatum bekend is of waarvan op dat moment in redelijkheid kan worden uitgegaan. Dat is eenvoudiger gezegd dan gedaan. Want het uitvoeren van de waardering begint meestal pas lang na de peildatum en duurt zelf meestal ook nog wel even. Hoe bepaal je dan achteraf nog welke informatie op de peildatum bekend was en van welke redelijke verwachtingen je op dat moment had mogen uitgaan? En hoe voorkom je dat je dan toch en misschien zelfs onbewust beïnvloed wordt door informatie die op de peildatum nog niet bekend was? Zeker in de huidige coronatijd is dit een actueel vraagstuk. Het volgende voorbeeld moge dit verduidelijken.

Stel dat de peildatum 31 december 2019 is. Dan mag je bij de waardering alleen uitgaan van informatie die op die datum bekend is en van redelijke verwachtingen op dat moment. Als dan een paar maanden later blijkt dat de coronacrisis de eerder nog verwachte vrije geldstromen als sneeuw voor de zon doet verdwijnen, dan mag daar bij de waardering geen rekening mee worden gehouden. Want die informatie was op de peildatum nog niet bekend en niet te verwachten.

¹ Geert 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).

Uiteraard kan dit tot vervelende situaties leiden. Met name voor eigenaren van bedrijven die in de meest getroffen sectoren actief zijn. Voor zo'n bedrijf kan op 31 december 2019 misschien nog een mooie waarde berekend worden. Maar een paar maanden later ligt het aan het infuus van de overheid. En een jaar later is het nog maar de vraag of de patiënt ooit op eigen kracht kan herstellen.

De uitschieters achteraf op waardingsgebied spreken het meest tot de verbeelding en maken het best duidelijk wat ondernemersrisico is. Zowel in positieve als in negatieve zin. Soms zien we jaren na de afrekening een bedrijf failliet gaan, terwijl de ex-echtgeno(o)t(e) van de ondernemer door een hoge waardering een groot vermogen toegedeeld heeft gekregen. Maar ook andersom zien we het gebeuren. Het bedrijf van de man stond er tijdens de scheiding slecht voor en jaren later heeft hij een miljoenenbedrijf opgebouwd. En toch zijn in beide gevallen de waarderingen destijds uitgevoerd volgens de daarvoor geldende regels. De waarde op de peildatum is dus niet meer dan een momentopname en biedt geen enkele zekerheid dat de toekomst zich zo gaat ontwikkelen als op de peildatum wordt verwacht.

3. Een eenvoudig model

Hierna zal ik een eenvoudig model voor het waarderen van een onderneming beschrijven. Ik ga er daarbij ook van uit dat de waarde van de aandelen gelijk is aan de waarde van de onderneming. Het gaat met andere woorden om een onderneming zonder rentedragende schulden, zonder zelfstandige vruchtdragende schulden, zonder overvloedige liquide middelen. Ik ga er verder van uit dat de man de eigenaar is en blijft van de onderneming en dat hij met de vrouw de waarde van de aandelen moet afrekenen. Kortheidshalve zal ik spreken van de man, de vrouw en de aandelen. De peildatum duid ik aan als $t=0$. En waar ik spreek van $t=1$ en $t=2$ zijn dat momenten die respectievelijk een en twee jaar na de peildatum liggen.

De waarde van de onderneming en de aandelen is in dit geval dan gelijk en laat zich dan uitdrukken met de volgende formule:

$$\text{De waarde van de aandelen op } t=0 \text{ is: } E(\text{FCF})/r$$

In woorden uitgedrukt staat hier dat de waarde van de aandelen gelijk is aan de tegen r procent verdisconteerde waarde van de verwachte toekomstige vrije geldstromen, hier aangeduid als $E(\text{FCF})$. Dat staat dan voor 'Expected Free Cash Flow'. In de formule kunnen we de verwachte vrije geldstroom per jaar invoeren en de rentevoet op jaarbasis. In dit eenvoudige model zijn de verwachte vrije geldstromen elk jaar gelijk en wordt de hele waarde van de onderneming qua berekening dus gezien als een grote restwaarde zonder het aanloopje van een nauwgezet uitgewerkte prognoseperiode. Omwille van de eenvoud en het beoogde conceptuele begrip is dit voor dit artikel meer dan genoeg. Het is tenslotte niet de bedoeling om in de getallen te verdrinken en door de bomen het bos niet meer te zien.

Een op de peildatum verwachte vrije geldstroom van € 200 per jaar leidt dan bij een disconteringsfactor van 20% tot een waarde van de aandelen op $t=0$ van € $200/20\%$ ofwel € 1.000. Als de toekomst zich ontwikkelt zoals in de prognose voorzien, dan blijft de waarde van de aandelen continue € 1.000 als het rendement van 20% ofwel € 200 per jaar steeds direct wordt uitgekeerd aan de aandeelhouder. Als de onderneming het jaarlijkse rendement niet uitkeert, neemt daardoor de waarde van de aandelen jaarlijks met € 200 toe. Na vijf jaar is die waarde dan verdubbeld tot € 2.000 als de prognose precies uitkomt.

Zoals gebruikelijk zit het risico verwerkt in de disconteringsfactor van 20%. Die 20% duidt op een behoorlijk risico en staat zeker niet voor een gegarandeerd rendement. Dat rendement kan achteraf heel anders uitvallen. De onderneming mag zeker niet gezien worden als een deposito dat elk jaar precies volgens de prognose netjes 20% rendement oplevert. In het ergste geval komt er niets van de prognose terecht en gaat de onderneming failliet. En in het gunstigste geval ontwikkelt de onderneming zich veel beter dan verwacht en stijgt de waarde explosief. De onzekerheid over de verwachte toekomstige ontwikkeling van de geldstromen van een onderneming wordt aangeduid als risico. Dat risico kan dus zowel positief als negatief zijn.

4. Risico

Het feit dat de toekomst zich anders ontwikkelt dan in de prognose is voorzien, wil niet zeggen dat de prognose en de waardering op $t=0$ dan verkeerd zijn geweest. De waardering is gebaseerd op een als puntschatting ingezette verwachtingswaarde van de toekomstige vrije geldstromen. Maar het is inherent aan ondernemen dat de verwachte uitkomsten onzeker zijn en zowel hoger als lager kunnen uitvallen dan de verwachtingswaarde. In het eerste geval heeft de ondernemer bij wijze van spreken geluk en in het tweede geval heeft hij dan pech. Dat risico hoort bij het ondernemen en zit verwerkt in de gehanteerde disconteringsfactor van 20%. Er is dan ook geen reden om achteraf op een correct uitgevoerde waardering terug te komen of die ter discussie te stellen, omdat de toekomst zich heel anders heeft ontwikkeld.

Men hoeft slechts het verloop van aandelenkoersen op de effectenbeurs te bekijken om een indruk te krijgen hoe momentgebonden een waarde is. De beurskoersen veranderen voortdurend, omdat er steeds nieuwe informatie bekend wordt en in de koers wordt verwerkt. De prijs van dit moment is nu de beste schatting. Maar even later is er op basis van nieuwe informatie een nieuwe prijs en die is op dat moment ook weer de beste schatting. En zo gaat het maar door. Het koersverloop is onvoorspelbaar en willekeurig op basis van steeds nieuwe informatie. Daarom is bij de waardering van aandelen de peildatum ook zo belangrijk. Want de waarde is de resultante van de informatie die op dat moment bekend is en van de redelijke verwachtingen waarvan men op dat moment mag uitgaan.

Op de effectenbeurs is het onmogelijk om gebruik te maken van toekomstige informatie, omdat de koersen direct worden bepaald op basis van de dan bekende informatie. Maar bij de waardering van incurante niet beursgenoteerde aandelen is dat anders. Daar wordt soms wel gebruik gemaakt van informatie van na de peildatum om de waarde van de aandelen op de peildatum te bepalen. Dat leidt dan tot een onjuiste waardering van de aandelen op de peildatum.

5. Informatie van na de peildatum

In het algemeen wordt een waardering pas na de peildatum opgesteld. Soms gaan er zelfs jaren overheen. Het is dan verleidelijk om informatie van na de peildatum al dan niet bewust in ogenschouw te nemen. Laat ik een voorbeeld geven om dit te verduidelijken.

In 2021 wordt de waarde bepaald van een onderneming per peildatum 31 december 2018. De waarderingsdeskundige heeft daarbij in zijn prognoses voor 2019 en 2020 de werkelijk gerealiseerde cijfers over die jaren opgenomen volgens de jaarrekeningen over die jaren. En de prognose voor de jaren daarna heeft hij gebaseerd op de laatste begroting die eind 2020 is opgesteld. De hele waardering is dus gebaseerd op informatie die op de peildatum nog niet bekend was. Je zou hier tegenin kunnen brengen dat het dan misschien wel informatie is die op de peildatum als redelijke verwachting had kunnen gelden. Dat kan misschien zo zijn, maar die vlieger gaat toch niet op. Want als je achteraf de gerealiseerde werkelijkheid als redelijke verwachting mag inbrengen, dan elimineer je het risico. De aandelen gaan zich dan gedragen als een deposito met een rendement gelijk aan de disconteringsvoet. In dit voorbeeld doen ze dat dan van $t=0$ tot $t=2$, dus over de jaren 2019 en 2020. Het is als iemand die op $t=0$ gaat beleggen in aandelen, terwijl hij nu al weet wat over twee jaar op $t=2$ de waarde zal zijn. Het enige rendement dat dan nog gemaakt kan worden is de risicovrije rente en niet het veel hogere rendement van de disconteringsvoet. Maar ook het terugrekenen van de waarde op $t=2$ met de risicovrije rente i.p.v. met de disconteringsvoet naar $t=0$ levert nog steeds niet de juiste waarde op de peildatum op. En zolang de echte waarde op $t=0$ niet bekend is, weet je ook niet of je beter of slechter af bent met deze alternatieve en onjuiste berekeningswijze.

Om het voorgaande nog wat te verduidelijken geef ik het volgende voorbeeld.

Stel, de waarderingsdeskundige heeft op de hierboven beschreven wijze de waarde van de aandelen op 31 december 2018 ($t=0$) berekend op € 500. Dat is dan dus op basis van de realisaties in 2019 en 2020 en de prognose voor de jaren daarna die eind 2020 is opgesteld en op basis van de door de waarderingsdeskundige gehanteerde disconteringsvoet.

Als het er op $t=0$ allemaal veel beter uitzag dan nu met de kennis van de realisatie achteraf dan is de echte waarde op

$t=0$ veel hoger dan € 500. Stel bijvoorbeeld dat die echte waarde toen € 1.000 was omdat de gerechtvaardigde verwachting voor de vrije geldstromen op dat moment veel hoger was. Als dan toch op basis van de verkeerd berekende waarde van € 500 op de peildatum wordt afgerekend, dan wordt de echtgenoot-ondernemer bevoordeeld en de partner benadeeld. Uiteraard kan het ook andersom als de vooruitzichten op $t=0$ slecht waren en het achteraf allemaal heel erg meevalt.

6. Conclusie

Uit het voorgaande volgt dat de waarde op de peildatum $t=0$ van incurante aandelen niet bepaald kan worden door gebruik te maken van informatie van na de peildatum en die terug te rekenen met de disconteringsfactor. Dat leidt dan niet alleen tot een verkeerde waarde van de aandelen op de peildatum, maar ook tot een onjuiste onderbouwing daarvan. De enige juiste manier om de waarde op de peildatum te bepalen is en blijft het gebruik van die informatie die uitsluitend op de peildatum bekend is en het zich baseren op die redelijke verwachtingen die men op dat moment kan hebben. Het is ook niet voor niets dat de theorie en de beroepsreglementering dit zo voorschrijven.