

70. Waardering van aandelen in het kader van de gemeenschap van goederen

DRS. PH.M. VAN SPAENDONCK RV EN IR. A.B. SPARRIUS RV

Het Hof Den Haag deed op 6 november 2013 uitspraak¹ in een geschil over de verdeling van een ontbonden huwelijksgemeenschap (ECLI:NL:GHDHA:2013:5378).² Inzake de waarde van de aandelen in het bedrijf van de vrouw kwam het hof tot een opmerkelijk oordeel, waarbij vanuit economisch oogpunt, enkele bemerkingsen en kanttekeningen zijn te plaatsen. Wij achten deze kanttekeningen temeer van belang nu bij de beschikking een 'Wenk' geplaatst is die een bredere toepassing beoogt.

Het geding

In eerste aanleg heeft de rechtbank de echtscheiding uitgesproken van partijen en de verdeling van de huwelijksgemeenschap vastgesteld. Aan de verdeling ligt mede een bericht van een gerechtelijk deskundige ten grondslag. Daarin wordt de waarde van de aandelen in het bedrijf van de vrouw bepaald op basis van de discounted cash-flow-methode (DCF). Overeenkomstig dit bericht wordt de waarde door de rechtbank op nihil gesteld. De man komt hiertegen in beroep en brengt een rapport van zijn partijdeskundige in. Dat rapport volgt eveneens de DCF-methode maar komt op grond van andere uitgangspunten tot een positieve waarde. De vrouw stelt daar een rapport van haar partijdeskundige tegenover, waarin het rapport van de wederpartij wordt bekritiseerd en opnieuw op basis van een DCF-benadering de waarde van de aandelen op nihil wordt gesteld.

Oordeel en overwegingen van het hof

Het hof stelt allereerst dat 'het waarderen van aandelen op basis van de DCF-methode de meest geëigende wijze' is. Vervolgens acht het hof het 'zeer discutabel' of de DCF-methode passend is voor een echtscheidingsprocedure en bepaalt de waarde van de aandelen op basis van de intrinsieke waarde van het eigen vermogen. Het hof voert twee overwegingen aan waarom hij voorbijgaat aan de methode waarover tussen de gerechtelijk deskundige en de beide partijdeskundigen klaarblijkelijk consensus bestaat.

1. Er bestaat grote onzekerheid over de toekomstige kasstromen.
2. Partijen verschillen van mening over de te hanteren vermogenskostenvoet.

Wat betreft de vermogenskostenvoet stelt het hof dat 'het hem bekend is dat er nog niet voldoende empirisch onderzoek is verricht naar de vermogenskostenvoet bij MKB-bedrijven'.

Consensus deskundigen

Na het gerechtelijk deskundigenbericht volgden twee berichten van partijdeskundigen waarvan, hoe kan het ook anders, in ieder geval één rapport het bericht van de gerechtelijk deskundige bestrijdt. Daarop heeft het hof een verrassend Salomon's oordeel gevelde met een motivatie waarin waarschijnlijk geen van de drie geraadpleegde deskundigen zich kan vinden. Geen van de deskundigen heeft immers gepleit voor de intrinsieke waarde. De gerechtelijk deskundige en de partijdeskundigen hebben allen een achtergrond als Register Valuator. Op grond van verschillende aannames en uitgangspunten komen zij tot verschillende uitkomsten. Maar afgezien van kritiekpunten over en weer volgen de deskundigen dezelfde (DCF-) benadering. Dan is het moeilijk te begrijpen dat het hof op het punt van de te volgen methodiek niet de consensus van de deskundigen heeft gevolgd.

Daarbij komt de vraag op of het ook op andere specialistische terreinen – voor de gedachtevorming valt te denken aan toxicologie, cardiologie of verzekeringswetkunde – begrijpelijk zou zijn als de rechter, contrair aan de consensus van deskundigen, terwijl de methode tussen partijen niet in geding is, een geheel eigen benadering volgt, die strijdig is met theorie en praktijk.

¹ De uitspraak is als bijlage opgenomen aan het eind van dit artikel.

² De beschikking is gewezen in 2013; de publicatie (ECLI:NL:GHDHA:2013:5378; RFR 2015/21) dateert van begin 2015.

Onzekere kasstromen

Het hof acht het ‘zeer discutabel’ of de DCF-methode passend is in het kader van een echtscheidingsprocedure, althans in omstandigheden van onzekere kasstromen en verschillen van mening omtrent de toe te passen vermogenskostenvoet.

Het eerste argument van het hof is dat er grote onzekerheid bestaat met betrekking tot de schatting van de toekomstige

Moelijk te begrijpen is dat het hof op het punt van de te hanteren methodiek niet de consensus van de deskundigen heeft gevolgd.

kasstromen. Daarbij valt echter aan te tekenen dat waarde per definitie afhankelijk is van de te verwachten geldstromen. Die geldstromen zijn vrijwel altijd onzeker (‘voorspellen is lastig, zeker als het over de toekomst gaat’).³ In een DCF-waardering wordt daarom uitgegaan van een disconteringsvoet waarin rekening wordt gehouden met die volatiliteit.

Het is goed te realiseren dat geen transactie kan plaatsvinden zonder dat koper en verkoper een verschillende afweging maken tussen het ontvangen of betalen van een bedrag ineens tegenover het behouden of prijsgeven van de toekomstige geldstromen. Waarde is subjectief. Niet het object heeft een immanente waarde; alleen subjecten kunnen waarde toekennen aan een object. Waarde is niet willekeurig maar verschillende subjecten kunnen verschillende verwachtingen en opvattingen hebben over een object.⁴ Alleen daardoor is het mogelijk dat een koper en een verkoper overeenstemming bereiken over een prijs die beiden voordelig achten. De verkoper kent een lagere subjectieve waarde aan de zaak toe dan de koper waardoor een prijs tot stand kan komen die waarde creëert voor beide partijen. Die verschillende subjectieve waardes zullen in de regel voortvloeien uit verschillende verwachtingen omtrent de toekomstige geldstromen. De klaarblijkelijke opvatting van het hof dat er zekerheid of consensus kan (en zelfs zou moeten) bestaan over de te verwachten geldstromen is niet reëel en onjuist. Onvermijdelijk resulteert de subjectiviteit van waarde erin dat in gerechtelijke procedures partijen en hun partijdeskundigen uiteenlopende waarderingen aandragen. Het is aan de rechter, mogelijk op basis van een bericht van een gerechtelijk deskundige, te beoordelen wat verdedigbare, aannemelijke uitgangspunten zijn en welke waarde daarop gebaseerd kan worden. Dat is lastig maar dat is op zich geen reden te kiezen voor meer ‘objectieve’ uitgangspunten en ondeugdelijke methodes die onvermijdelijk resulteren in een onjuiste waarde.

Vermogenskostenvoet

Tweede belangrijke overweging voor het hof is dat partijen van mening verschillen over de te hanteren vermogenskostenvoet. Daarbij stelt het hof dat er nog niet voldoende empirisch onderzoek zou zijn verricht naar de vermogenskostenvoet bij MKB-bedrijven.

Tegen de opvatting van het hof valt in te brengen dat naar vermogenskostenvoeten uitgebreid onderzoek is gedaan. Hieraan zijn gezaghebbende publicaties gewijd. Een standaardwerk is bijvoorbeeld *Cost of Capital* van Pratt en Grabowski.⁵ Onderzoek dat specifiek gericht was op de ‘size premium’ voor kleinere ondernemingen is verricht door onder meer Ibbotson⁶ en Duff & Phelps.⁷ Er zijn geen wetenschappelijke studies waaruit zou blijken dat de DCF niet geëigend is voor MKB-bedrijven.

Empirie kan bijdragen aan theorievorming. In veel onderzoek worden lange tijdreeksen onderzocht die soms tot honderd jaar terug gaan. Steeds moet dan de vraag gesteld worden of de bevindingen ook relevant zijn voor de toekomst. Omdat de opvattingen daarover kunnen verschillen zal ook ‘voldoende empirisch onderzoek’ niet resulteren in een disconteringsvoet die slechts voor één uitleg vatbaar is. Waarderen gaat onvermijdelijk gepaard met interpreteren. Ook een blik op de koersontwikkeling van een willekeurig beursfonds zal duidelijk maken dat verschillende en veranderlijke opvattingen over toekomstverwachtingen, risico’s en vermogenskosten resulteren in voortdurend wijzigende koersen van aandelen.

Wenk

Desalniettemin stelt het hof in zijn arrest dat bedrijfseconomisch bekeken het waarderen van aandelen op basis van de DCF-methode het meest geëigend is. Daarbij mag worden aangetekend de DCF-methode is gestoeld op uitgebreide studies en theorievorming. In 1974 ontving Friedrich A. von Hayek, een exponent van de Oostenrijkse school, de Nobelprijs voor de economie. Daarna volgden nog zes Nobelprijswinnaars die bijdroegen aan een wetenschappelijke, op te verwachten cashflow gebaseerde, theorie inzake waarderen. Men moet van goeden huize komen om dat ter zijde te schuiven.

In een aan de publicatie van het arrest in *RFR 2015/21* toegevoegde ‘Wenk’ worden verschillende waarderingmethodes beschreven. Naast de DCF-methode worden de boekwaarde, de intrinsieke waarde, de liquiditeitswaarde en de rentabiliteitswaarde genoemd. Daarbij moet de bemerking worden geplaatst dat de laatste vier gemankeerde waarderingmethodes zijn waarvan de uitkomst in de regel, althans wanneer het om een onderneming gaat, weinig met waarde heeft te maken. Het voert te ver in een reactie op

3 Uitspraak toegeschreven aan onder meer Niels Bohr, Yogi Berra en Mark Twain maar waarschijnlijk afkomstig van de Deense schrijver en politicus K.K. Steincke: ‘Forudsigelse er meget vanskeligt, især om fremtiden’.

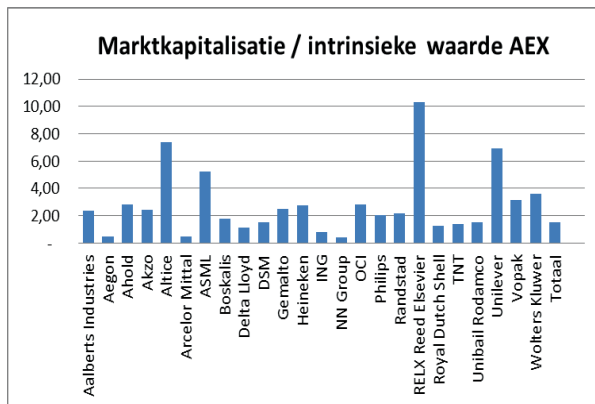
4 Zie ook: *Ondernemend Waarderen, Waarderend Ondernemen – De subjectiviteit van het begrip economische waarde*, dr. J. Vis MBA CMC RV (2010).

5 *Cost of Capital*, Shannon P. Pratt & Roger J. Grabowski; fifth edition (2015).

6 *Risk Premia Over Time Report Estimates for 1926-2012*, Ibbotson SBB (2013).

7 *Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*, Duff & Phelps, LLC., Roger Grabowski, James P. Harrington, Carla Nunes (2014).

het arrest van het Hof Den Haag een uitgebreid exposé te geven over het waarden van aandelen. Kortheidshalve wordt er wel op gewezen dat waarde afhankelijk is van de te verwachten opbrengsten, het tijdsverloop en de risico's die de vermogensverschaffer draagt. In academische kring bestaat een hoge mate van overeenstemming over de geschiktheid van de DCF-benadering en de ongeschiktheid van de intrinsieke waarde als waarderingsgrondslag. Ook staan Gedrags- en Beroepsregels van de Stichting Waarderingsonderzoek ten behoeve van Bedrijf en Onderneming (SWBO) een ondernemingswaardering op basis van de intrinsieke waarde in de weg.⁸ De boekhoudkundige verantwoording van het vermogen heeft geen betekenis voor de te verwachten opbrengsten en is dus een ondeugdelijke basis voor de waardering van aandelen.⁹ Winst kan geen waardemaatstaf zijn en derhalve schiet ook de rentabiliteitswaarde tekort.¹⁰



Omdat het hof klaarblijkelijk een empirische onderbouwing mist en daarom kiest voor de intrinsieke waarde, moet nog de volgende kanttekening worden gemaakt. Ook de empirie van beurgenoteerde aandelen maakt duidelijk dat de intrinsieke waarde amper verband houdt met de marktwaarde. Ultimo 2014 lag de marktwaarde van alle AEX-aandelen ruim 50% hoger dan de intrinsieke waarde.¹¹ Veelzeggender is nog dat de verhouding beurskapitalisatie tot intrinsieke waarde van de verschillende AEX-fondsen uiteenliep van minder dan 0,5 tot meer dan 10.¹² Een verklarende variabele die er een factor 2 tot 10 naast zit, zou alleen al daarom verworpen moeten worden.

Tot slot

Het hof stelt dus terecht dat 'het waarden van aandelen op basis van de DCF-methode de meest geëigende wijze' is. Waar artikel 6:97 BW bepaalt dat de rechter 'de schade begroot op de wijze die het meest met de aard ervan in overeenstemming is', valt te betreuren dat het hof daar vervolgens van afdwaalt.

Over de auteurs

Drs. Flip van Spaendonck RV en ir. Arjen Sparrius RV zijn beiden als Register Valuator erkend door de Stichting Waarderingsonderzoek ten behoeve van Bedrijf en Onderneming, lid van het Nederlands Instituut voor Register Valuators en ingeschreven in het Landelijk Register van Gerechtelijk Deskundigen (LRGD). Flip van Spaendonck is partner bij Van Spaendonck & Partners te 's-Hertogenbosch. Arjen Sparrius is partner bij Sman Business Value te Amsterdam.

8 Zie: *Gedrags- en Beroepsregels van Stichting Waarderingsonderzoek ten behoeve van Bedrijf en Onderneming (SWBO), Deel 2: met betrekking tot waarde, waardebeoordeling en rapportering.*

9 Zie bijvoorbeeld: 'Echtscheiding; de waarde van de onderneming kan niet uit de jaarrekening worden afgeleid', *EB*, januari 2011, drs. J.G. Groeneveld RA RV.

10 Zie bijvoorbeeld: *Waarom winst geen waardemaatstaf kan zijn*, dr. J. Vis MBA CMC RV (2013).

11 Ultimo 2014 lag de verhouding marktkapitalisatie/intrinsieke waarde op 1,54. In 2013, 2012 en 2011 lag deze verhouding op respectievelijk 1,51, 1,21 en 1,23.

12 NN Group 0,43; Aegon 0,47; Arcelor Mital 0,47; RELX Reed Elsevier 10,34.

BIJLAGE

Partij(en)

De man, verzoeker, tevens incidenteel verweerder, in hoger beroep, adv. mr. I.M.N. Thewessen, tegen

De vrouw, verweester, tevens incidenteel verzoekster, in hoger beroep, adv. mr. C.S.F. de Nijs.

Procesverloop in hoger beroep

De man is op 19 februari 2013 in hoger beroep gekomen van een beschikking van 19 november 2012 van de rechtbank 's-Gravenhage.

De vrouw heeft op 29 mei 2013 een verweerschrift, tevens houdende incidenteel appel, ingediend.

De man heeft op 8 juli 2013 een verweerschrift op het incidenteel appel ingediend.

Op 28 juni 2013 heeft het hof een faxbericht ontvangen van mr. De Nijs, waarin deze het hof meedeelt dat partijen in onderling overleg zijn overeengekomen dat zij beiden de door hen ingeschakelde deskundigen zullen meenemen naar de zitting. Van de zijde van de man betreft dit de heer X en van de zijde van de vrouw de heer A.R.P. de Bruijn RA RV.

Op 10 juli 2013 heeft het hof een faxbericht ontvangen van mr. Thewessen, waarin deze het hof meedeelt dat naast voornoemde deskundige voorts voor de man ter zitting aanwezig zullen zijn de heer X en de heer J.G. Groeneveld RA RV.

Bij het hof zijn voorts de volgende stukken ingekomen: van de zijde van de man:

- op 1 maart 2013 een brief van diezelfde datum met bijlage;

- op 2 juli 2013 een faxbericht met bijlagen;

van de zijde van de vrouw:

- op 2 juli 2013 een faxbericht met bijlagen;

- op 11 juli 2013 een V-formulier van diezelfde datum met bijlagen.

De zaak is op 12 juli 2013 mondeling behandeld.

Ter zitting waren aanwezig:

- de man, bijgestaan door zijn advocaat;

- de vrouw, bijgestaan door haar advocaat.

Voorts waren aanwezig de volgende deskundigen:

aan de zijde van de man:

- de heer X,

- de heer J.G. Groeneveld RA RV,

- de heer Y.

aan de zijde van de vrouw:

- de heer A.R.P. de Bruijn RA RV.

Beide advocaten hebben ter zitting pleitnotities overgelegd.

Procesverloop in eerste aanleg en vaststaande feiten

Voor het procesverloop en de beslissing in eerste aanleg verwijst het hof naar de bestreden beschikking.

Bij die beschikking is tussen partijen de echtscheiding uitgesproken. Voorts is, voor zover in hoger beroep van belang, de verdeling van de huwelijksgemeenschap

vastgesteld.

Het hof gaat uit van de door de rechtbank vastgestelde feiten, voor zover daartegen in hoger beroep niet is opgekomen. In hoger beroep is voorts komen vast te staan dat de echtscheidingsbeschikking op 22 januari 2013 is ingeschreven in de registers van de burgerlijke stand.

Beoordeling van het principale en het incidentele hoger beroep

1. In geschil is de verdeling van de inmiddels ontbonden huwelijksgemeenschap.

2. De man verzoekt het hof de bestreden beschikking deels te vernietigen, namelijk op het punt van de vaststelling van de verdeling van de huwelijksgemeenschap voor wat betreft de aandelen van Z B.V. en, opnieuw rechtdoende, voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad, de verdeling van de huwelijksgemeenschap op het punt van de aandelen van Z B.V. zo vast te stellen dat de aandelen van Z B.V. aan de vrouw worden toebedeeld onder de verplichting de helft van de waarde van de aandelen van Z B.V. per de peildatum, te weten een bedrag van € 292.832, aan de man te voldoen, althans een zodanig bedrag aan de man te voldoen als het hof juist acht, kosten rechtens.

3. De vrouw verweert zich daartegen en verzoekt het hof bij beschikking, voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad:

In principaal appel

- de man niet-ontvankelijk te verklaren in zijn hoger beroep, althans zijn hoger beroep af te wijzen;

In incidenteel appel

- de bestreden beschikking te vernietigen voor zover is bepaald dat de rekening-courant schuld voor rekening van de vrouw komt, zonder nadere verrekening, en opnieuw rechtdoende op grond van hetgeen de vrouw onder haar grief heeft weergegeven te bepalen dat de rekening-courant schuld van € 127.925 voor rekening van de vrouw komt, onder de verplichting van de man om de helft van dit bedrag van € 63.962,50 aan de vrouw te vergoeden, te vermeerderen met de wettelijke rente over dit bedrag vanaf 31 december 2010;

- en de bestreden beschikking aan te vullen op grond van hetgeen de vrouw in haar verweerschrift tevens houdende incidenteel appel onder vermeerdering van verzoek heeft weergegeven, in die zin dat, uitvoerbaar bij voorraad, wordt bepaald dat:

a. de man wordt veroordeeld tot overlegging van bewijsstukken waaruit de contante waarde van de aan hem toebedeelde polissen blijkt per de afgesproken peildatum van 31 december 2010, onder verbeurte van een dwangsom van € 250 per dag dat de man hiermee in gebreke blijft, alsmede de vordering van de vrouw, die zij heeft op de man uit hoofde van de verdeling van de betreffende polissen, te vermeerderen met de wettelijke rente vanaf 31 december 2010;

b. de man aan de vrouw een bedrag van € 8,476,38 dient te betalen uit hoofde van door de vrouw voor de

man betaalde premies van levensverzekeringen op zijn naam, te vermeerderen met de wettelijke rente, telkenmale ingaande een maand na de betaling van de premie door de vrouw.

4. De man verzet zich daartegen en verzoekt het hof de vrouw niet-ontvankelijk te verklaren in haar verzoek in incidenteel appel, dan wel dit verzoek af te wijzen of ongegrond te verklaren, kosten rechtens en voor zover mogelijk uitvoerbaar bij voorraad.

Voort verzoekt de man het hof bij beschikking of latere uitspraak, zoveel mogelijk uitvoerbaar bij voorraad:

I. met betrekking tot het verzoek van de vrouw te bepalen dat de man wordt veroordeeld tot overlegging van bewijsstukken waaruit de contante waarde van de aan hem toebedeelde polissen blijkt per de afgesproken peildatum van 31 december 2010, onder verbeurte van een dwangsom van € 250 per dag dat de man hiermee in gebreke blijft, alsmede de vordering van de vrouw, die zij heeft op de man uit hoofde van de verdeling van de betreffende polissen, te vermeerderen met de wettelijke rente vanaf 31 december 2010, af te wijzen;

II. met betrekking tot het verzoek van de vrouw te bepalen dat de man aan de vrouw een bedrag van € 8.476,38 dient te betalen uit hoofde van door de vrouw voor de man betaalde premies van levensverzekeringen op zijn naam, te vermeerderen met de wettelijke rente, telkenmale ingaande een maand na de betaling van de premie door de vrouw, toe te wijzen op voorwaarde dat het premiebedrag niet wordt vermeerderd met de wettelijke rente.

De waardering van de aandelen in Z B.V.

5. De man heeft in zijn hoger beroep aan de orde gesteld de waarde van de aandelen in de besloten vennootschap Z B.V. (hierna: B.V.). De man kan zich niet vinden in de door de heer E.R. Lankester vastgestelde waarde van de aandelen, namelijk nihil. Uit het appel van de man volgt dat de heer Lankester de waarde heeft bepaald op basis van de DCF-methode. De heer Lankester is tot de conclusie gekomen dat er onvoldoende vrije kasstromen zijn om tot een positieve waarde van B.V. te komen. Uit het appel van de man volgt dat hij van mening is dat er wel voldoende vrije kasstromen zijn om tot een waarde van de aandelen van B.V. te komen. Het hof verwijst naar punt 18 en volgende van zijn appelschrift.

6. Voorts is door de man bij brief van 2 juli 2013 een waarde-indicatie per 31 december 2010 met betrekking tot de aandelen B.V. in het geding gebracht. Deze waarde-indicatie is opgesteld door Wingman Business Valuators B.V. Uit deze rapportage volgt onder meer:

1. dat de opdracht door Wingman B.V. is uitgevoerd op basis van informatie van de man en dat Wingman geen enkele aansprakelijkheid aanvaardt voor het ontbreken van informatie noch voor onjuiste informatie tijdens de man verstrekt;
2. dat Wingman geen onderzoek heeft gedaan naar de fiscale positie van de onderneming;
3. dat Wingman geen juridische beoordeling heeft uitgevoerd van contracten, overeenkomsten, verplichtingen

van overheidswege en overige contractuele verplichtingen;

4. dat Wingman geen onderzoek heeft verricht naar het eigendom, bezit en daarvan afgeleide rechten van de feitelijk aanwezige roerende en onroerende zaken;
5. dat Wingman is uitgegaan van een geldstroombenadering; de geldstromen zijn door Wingman ingeschat aan de hand van de informatie die door de man aan hen ter beschikking is gesteld;
6. dat de resultaten van toepassing en gebruik van de door Wingman verrichte studies en verstrekte adviezen afhankelijk zijn van vele factoren die buiten de invloed van Wingman vallen.
7. Voorts volgt uit het rapport van Wingman dat voor de berekening van de waarde van de aandelen. B.V. gebruik is gemaakt van de Discounted Cashflow-methode (hierna: DCF-methode) waarvan de APV-variant (Adjusted Present Value) is toegepast. Wingman geeft aan dat met deze methode de waarde afhankelijk is van verwachte geldstromen en risico's. Voorts is van invloed op de waarde de te hanteren vermogenskostenvoet alsmede de belastingtarieven. Het hof verwijst naar pagina 4 van de rapportage. Uit pagina 6 van het rapport volgt dat de aandelen een waarde vertegenwoordigen van € 186.257.
8. Door de vrouw is tegen de stelling van de man verweer gevoerd. Uit het verweer van de vrouw volgt dat zij van mening is dat de waarde van de aandelen voor nihil in het kader van de verdeling moet worden meegenomen. In het kader van dat verweer is door de vrouw een advies van de heer A.R.P. de Bruijn RA/RV in het geding gebracht. Door de heer De Bruijn wordt ingegaan op de waarde berekeningen die door de heer X zijn gemaakt. De heer X is een door de man ingeschakelde waarderingdeskundige. Uit het commentaar van de heer De Bruijn volgt dat hij het niet eens is met de door de deskundige van de man gehanteerde prognoses. Het hof verwijst naar bladzijde 3, tweede alinea, van het rapport van de heer De Bruijn. De heer De Bruijn geeft aan dat inmiddels realiteit is dat de vestiging aan de a-straat is gesloten en dat de kasstroom die deze vestiging genereerde van € 40.400 inmiddels niet meer aanwezig is. Voorts geeft hij aan dat ook het negatieve bedrijfsresultaat over het jaar 2012 althans de eerste helft van 2012 inmiddels bekend is. De heer De Bruijn is van mening dat door een onjuiste toepassing van de DCF-methode door de heer X de berekende waarde van de aandelen B.V. veel hoger uitkomt dan op basis van een theoretische juiste toepassing van deze waarderingmethode. Voorts volgt uit het commentaar van de heer De Bruijn dat hij het niet eens is met de gehanteerde vermogenskostenvoet. In zijn visie dient uitgegaan te worden van een vermogenskostenvoet van 17,55%. Uit bladzijde 4 van het commentaar van de heer De Bruijn volgt dat hij de zienswijze van de heer Lankester onderschrijft dat aan de waarde van de aandelen van B.V. geen waarde kan worden toegekend.
9. Het hof overweegt als volgt. In het Burgerlijk Wetboek zijn geen bepalingen opgenomen op welke wijze de waarde van ondernemingsvermogen dan wel de waarde van aandelen in een besloten vennootschap moet worden

vastgesteld. Indien partijen geen overeenstemming weten te bereiken omtrent de waarderingsgrondslag en de daarbij te hanteren uitgangspunten met betrekking tot de waarde van aandelen c.q. de waarde van het ondernemingsvermogen stelt de rechter de grondslagen voor waardering vast, eventueel na het horen van deskundigen. Op basis van de door de partijdeskundigen naar voren gebrachte stellingen acht het hof zich voldoende voorgelicht om een weloverwogen beslissing te kunnen nemen.

10. Naar het oordeel van het hof heeft Wingman Register Valuators op een correcte wijze inzicht verschaft in de methode waarop zij tot het resultaat zijn gekomen. Uit de rapportage van Wingman blijken de voorbehouden die Wingman heeft gemaakt met betrekking tot de waardeberekening op basis van de DCF-methode. Het hof verwijst naar rechtsoverweging 6.

11. Vanuit de bedrijfseconomie bekeken is het waarden van aandelen op basis van de DCF-methode de meest geëigende wijze aangezien op basis van deze methodiek gekeken wordt naar de toekomstige vrije kasstroom. Of de betreffende waarderingsmethodiek passend is in het kader van de echtscheidingsprocedure acht het hof zeer discutabel, nu er een grote onzekerheid is met betrekking tot de schatting van de toekomstige kasstromen alsmede omdat er een groot verschil is met betrekking tot de te hanteren vermogenskostenvoet. De financieel adviseur van de vrouw wenst uit te gaan van een vermogenskostenvoet van 17,55% terwijl de financieel adviseur van de man wenst uit te gaan van een aanmerkelijk lagere vermogenskostenvoet. Het hof is bekend dat de vermogenskostenvoet in het kader van de berekening van de DCF-methode een cruciaal element is voor het berekenen van de waarde en het is het hof ook bekend dat met betrekking tot MKB bedrijven nog niet voldoende empirisch onderzoek is verricht naar de hoogte van de vermogenskostenvoet. Ondanks het feit dat er onvoldoende empirisch onderzoek is geweest naar de hoogte van de vermogenskostenvoet is het hof desondanks van oordeel dat mede gezien het risicoprofiel van de onderneming in het kader van de DCF-methode uitgegaan wordt van een hoge vermogenskostenvoet. Nu de mate van schatting met betrekking tot toekomstige kasstromen zeer onzeker is alsmede er een groot verschil is met betrekking tot de vermogenskostenvoet acht het hof in deze echtscheidingsituatie de DCF-methode niet een geëigende methodiek. Het hof zal voor de waardering uitgaan van een balans georiënteerde waarderingsmethodiek, namelijk de intrinsieke waarde. De intrinsieke waarde heeft het hof afgeleid uit de door partijen in het geding gebrachte financiële gegevens en op basis daarvan kent het hof aan de aandelen geen waarde toe. Het hof verwijst onder meer naar de geconsolideerde jaarrekening van B.V. van 2010. Uit deze jaarrekening volgt dat er een negatieve overige reserve is van € 52.510. Voorts volgt uit de jaarrekening dat in 2009 en 2010 sprake is van een negatief resultaat. Het hof is van oordeel dat er qua solvabiliteit sprake is van een kwetsbare vennootschap hetgeen het naar maatschappelijke normen bezien onaanvaardbaar maakt indien in het kader van de financiering van de verdeling nog gelden aan

de onderneming moeten worden onttrokken, aangezien dit direct gevolgen kan hebben voor de werkgelegenheid van de werknemers van B.V. en haar crediteuren.

De schuld in rekening-courant

12. De vrouw is van mening dat de rekening-courant schuld alsnog in de verdeling moet worden betrokken, in die zin dat de man de helft van dit bedrag ad € 63.962,50 aan de vrouw dient te vergoeden, hu de vrouw de volledige schuld voor haar rekening zal nemen. De vrouw maakt ook aanspraak op de wettelijke rente over dit bedrag vanaf 31 december 2010, zijnde de tussen partijen afgesproken peildatum. De vrouw was ten tijde van de procedure bij de rechtbank nog bereid om deze schuld voor haar rekening te nemen zonder nadere verrekening. Echter, nu de man onophoudelijk zijn strijd jegens de vrouw voortzet en daarbij ook de kinderen in de strijd betreft, is deze bereidheid er niet meer.

13. De man stelt zich primair op het standpunt dat hij erop heeft mogen vertrouwen dat de vrouw de rekening-courant schuld geheel voor haar rekening neemt, zonder nadere verrekening. Immers, de vrouw is, zoals door haarzelf ook wordt erkend, verantwoordelijk voor het ontstaan van de schuld in haar bedrijf. Daarbij betwist de man dat hij onophoudelijk de strijd jegens de vrouw zou voortzetten. Subsidiair betwist de man de hoogte van de rekening-courant schuld. Volgens de man moet worden uitgegaan van een rekening-courant schuld van € 70.253,32 per 31 december 2009 dan wel meer subsidiair van een rekening-courant schuld van hooguit € 104.256,56 per 30 april 2010.

14. Naar het oordeel van het hof zijn er door de man geen rechtens relevante feiten gesteld op grond waarvan anders zou moeten worden geoordeeld dan dat de rekening-courant schuld een gemeenschapsschuld is. Nu er naar het oordeel van het hof sprake is van een gemeenschapsschuld zijn beide partijen gelijk draagplichtig met betrekking tot deze schuld. Voor de bepaling van de omvang van deze gemeenschapsschuld dient uitgegaan te worden van het saldo per peildatum die partijen met elkaar zijn overeengekomen, te weten 31 december 2010. Op dat moment waren partijen nog feitelijk met elkaar gehuwd en alle uitgaven die ten laste zijn gedaan met betrekking tot die rekening-courant schuld zijn gedaan in de huwelijkse periode. Het hof zal dan ook bepalen dat beide partijen draagplichtig zijn voor de hoogte van de rekening-courant schuld per de datum 31 december 2010.

De overlegging door de man van bewijsstukken aangaande de waarde van aan hem toebedeelde polissen

15. De vrouw verzoekt het hof de man te veroordelen tot het overleggen van bewijsstukken waaruit de contante waarde van de aan hem toebedeelde polissen per de peildatum blijkt, onder verbeurte van een dwangsom. De man stelt dat hij al de nodige berekeningen van de hand van zijn accountantskantoor met betrekking tot de waarde in het geding heeft gebracht.

16. Het hof ziet geen aanleiding om de man te veroordelen

tot overlegging van stukken aangaande de waarde van de aan hem toebedeelde polissen. Het hof gaat er van uit dat de man deze stukken vrijwillig in het geding zal brengen. Het hof ziet dan ook af van het opleggen van een dwangsom.

De contante waarde van de aan de man toebedeelde polissen

17. De vrouw verzoekt het hof bij gebreke van door de man overgelegde stukken de zaak thans af te doen op een bedrag van € 15.556,79 dat de vrouw ten laste van de man toekomt. Volgens de man dient hij een bedrag van € 9.162 aan de vrouw te voldoen.

18. Nu geen van partijen een juridische gevolg aan het verzoek heeft verbonden, immers in de petita wordt niet verzocht om een waardebeoordeling door het hof van de aan de man toebedeelde polissen, gaat het hof aan het verzoek voorbij. Het hof geeft partijen mee een en ander in onderling overleg te regelen, daarbij rekening houdend met de fiscale consequenties, aangezien het hof het vermoeden heeft dat partijen onvoldoende inzicht hebben in de fiscale gevolgen.

Vermeerdering verzoek contante waarde polissen op naam man met wettelijke rente

19. De vrouw vermeedert haar verzoek ten aanzien van de aan de man toebedeelde, op zijn naam staande, polissen. Zij verzoekt het hof om aan haar vordering de wettelijke rente te koppelen met ingang van 31 december 2010, dan wel een datum die het hof juist acht. De man is van oordeel dat een aanspraak op wettelijk rente niet aan de orde is.

20. Het hof oordeelt als volgt. De wettelijke rente is pas verschuldigd over het bedrag van de overbedelingsvordering en vanaf het moment dat de verdeling vaststaat. De verdeling staat vast op het moment dat partijen het volledig eens zijn over wie wat krijgt toebedeeld alsmede over de daarbij behorende waardes met betrekking tot de activa. De wettelijke rente gaat niet over de individuele vermogensbestanddelen die tot de nog onverdeelde boedel behoren. Het verzoek van de vrouw wordt dan ook afgewezen.

Terugbetaling van door vrouw ten behoeve van man betaalde premies

21. De vrouw heeft na de peildatum nog premies van op naam van de man staande polissen betaald. Zij wenst deze betalingen, voor een totaalbedrag van € 8.476,38, van de man terug. Daarbij maakt zij aanspraak op vergoeding van de wettelijke rente van de door haar betaalde premies, ingaande een maand na de betaling van de premie door de vrouw.

22. De man heeft erkend dat de vrouw premies ten behoeve van op naam van de man staande polissen heeft voldaan. Volgens de man is een aanspraak op wettelijke rente in dit kader niet aan de orde. Dit klemmt temeer nu de vrouw heeft nagelaten tijdig voor de zitting, zoals zij had toegezegd, een berekening van de wettelijke rente op dat moment te overleggen. Mocht er een aanspraak op wettelijke rente zijn, dan kan deze pas aan de orde zijn met ingang van de

datum van de door het hof te geven beschikking dan wel met ingang van de datum van indiening vermeerdering van verzoek, derhalve 29 mei 2013.

23. Nu de man de vordering van de vrouw heeft erkend, zal het hof deze vordering voor het bedrag van € 8.476,38 toewijzen. De regresvordering van de vrouw op de man ontstaat op het moment van betaling door de vrouw. De man is na niet betaling in verzuim nadat de vrouw hem in gebreke heeft gesteld. De vrouw heeft derhalve aanspraak op de wettelijke rente met ingang van de datum van indiening van haar verzoek in hoger beroep, derhalve met ingang van 29 mei 2013.

24. Hetgeen voorts door partijen nog naar voren is gebracht behoeft geen verdere bespreking meer nu dit niet tot een ander oordeel zal leiden.

25. Derhalve wordt als volgt beslist.

Beslissing op het principale en het incidentele hoger beroep
Het hof:

- vernietigt de bestreden beschikking voor zover daarbij is bepaald dat de vrouw de rekening-courant schuld voor haar rekening neemt zonder nadere verrekening en, in zoverre opnieuw beschikkende;
- bepaalt dat beide partijen ieder voor een gelijk deel draagplichtig zijn voor de hoogte van de rekening-courant schuld per de datum 31 december 2010;
- bekrachtigt de bestreden beschikking voor zover voorts aan het oordeel van het hof onderworpen voor het overige;
- bepaalt in aanvulling op de bestreden beschikking als volgt:
- veroordeelt de man om aan de vrouw te betalen het bedrag van € 8.476,38, vermeerderd met de wettelijke rente met ingang van 29 mei 2013;
- verklaart deze beschikking in zoverre uitvoerbaar bij voorraad;
- wijst het in hoger beroep meer of anders verzochte af.