

INTRINSIEKE WAARDE, RENTABILITEITSWAARDE EN GOODWILL

door D. van der Noord

Het schrijven van een bijdrage over dit onderwerp heeft het risico het aantal misverstanden, dat evenredig is met het aantal opvattingen, te vermeerderen in plaats van te doen verminderen. Het vraagstuk van de waarde van de onderneming is echter belangrijk genoeg om dit gevaar te trotseren. Bezinning op de verschillende horizon van beschouwing, waarbinnen intrinsieke waarde, rentabiliteitswaarde en goodwill functioneren, lijkt mij daarbij een noodzakelijke gids.

Het begrip intrinsieke waarde functioneert als het ware binnen de onderneming. De verhouding tot concurrerende ondernemingen blijft buiten beschouwing. De activa en passiva worden afzonderlijk gewaardeerd en het eigen vermogen, dat na deze waardering resulteert, is de intrinsieke waarde. De waardering vindt in beginsel plaats tegen de vervangingswaarde van de afzonderlijke activa. Niet alleen de materiële bezittingen, maar ook de immateriële productiemiddelen worden in deze waardebepaling betrokken. Hiertoe behoren octrooien, licenties, patenten e.d. en ook de organisatie. De vervangingswaarde van de immateriële activa is evenwel veelal niet te taxeren. In ieder geval geldt dit voor de organisatie, indien deze van enige omvang is. Daarom neemt men zijn toevlucht tot een indirecte waardetaxatie door de ondernemerspremie over een aantal jaren te disconteren¹⁾. Het aantal jaren en het verloop van de ondernemerspremie in deze periode is van een onbepaald aantal niet meetbare factoren afhankelijk. Ondanks het feit, dat een aantal van deze factoren wel kan worden genoemd, is het geheel volstrekt diffuus. In een artikel in dit tijdschrift van maart 1955 ben ik hierop nader ingegaan²⁾.

Door toepassing van de indirecte methode wordt een element aan de waarde-taxatie toegevoegd, dat zich principieel niet met de intrinsieke waarde verdraagt. In de eerste plaats niet, omdat de ondernemerspremie niet alleen wordt voortgebracht door de organisatie, zodat de gevonden waarde onmogelijk met de waarde van de organisatie kan samenvallen. In de tweede plaats wordt het aantal jaren en het verloop van de premie in deze jaren beheerst door de toekomstige verhouding van de onderneming tot de bestaande en potentiële concurrentie. Wat gevonden wordt door toepassing van de indirecte methode is derhalve niet de waarde van immaterieel actief van de onderneming, maar van de relatieve positie van dit actief in de bedrijfstak.

Het is gebruikelijk de waarde van deze verhouding te betitelen als de waarde van de goodwill. Goodwill is dan een ander woord voor een relatief gunstige positie. Het toekennen van deze plaats van de onderneming te midden van andere ondernemingen is een subjectieve aangelegenheid, daar in de dynamiek van het economisch leven de verhouding van de onderneming tot haar bestaande en potentiële concurrenten voortdurend aan veranderingen onderhevig is. Elk moment kan een relatieve voorsprong van een onderneming veranderen door initiatieven van de concurrentie in een niet af te grenzen aantal richtingen. De toekenning van een voorsprong wordt dan ook bepaald door de toekomstverwachtingen.

¹⁾ Zie ook voor een kritische beschouwing Prof. G. Diephuis in „De Naamloze Vennootschap” januari 1964, „Waarde van Ondernemingen”.

²⁾ Het subjectieve karakter van de waardering van de goodwill en de betekenis hiervan voor de accountant.

Het is voor het waarden van bijv. duurzame productiemiddelen als bestanddeel van de intrinsieke waarde eveneens noodzakelijk zich rekenschap te geven van de toekomst. Men denke aan de resterende economische levensduur van deze activa. Ook hier is de verwachting subjectief. Aangezien het aantal factoren, dat in de beoordeling moet worden betrokken, geringer is dan bij de waardering van de goodwill, is er in vele gevallen een belangrijk gradueel verschil in subjectiviteit. Belangrijker is evenwel het principiële verschil. De waardering van duurzame materiële productiemiddelen is principieel gericht op het voorzienbare en meetbare. Voorzover de toekomst niet te voorzien is en voorzover de verwachte toekomstige ontwikkeling niet op één of andere wijze bij benadering te quantificeren is, blijft zij bij de waardering van materiële duurzame productiemiddelen - en ook patenten, octrooien e.d. - buiten beschouwing.

Bij het in een getal uitdrukken van de goodwill gaat het in tegenstelling met het voorgaande juist om datgene, wat overblijft, nadat voorzienbaarheid en meetbaarheid zijn bepaald. De bedoeling is hier het principieel onvoorzienbare en onmeetbare, namelijk de toekomstige winst, c.q. de ondernemerspremie, toch uit te drukken. Daarom is de goodwill *wezenlijk* subjectief.

Onder onvoorzienbare risico's worden in de eerste plaats verstaan de op het tijdstip van het waarden voor de betreffende onderneming denkbare en niet-verzekerbare risico's, waarvan het toekomstig optreden naar tijd, plaats of vorm op geen enkele rationele wijze is te benaderen. In de tweede plaats wordt hierbij gedacht aan de situatie, dat de toekomst meer verborgen houdt, dan in het heden denkbaar is. Tot de onmeetbare risico's worden gerekend die risico's, waarvan voor de te waarden onderneming de omvang niet is te bepalen. Onvoorzienbaarheid heeft onmeetbaarheid tot gevolg. Ook sommige voorzienbare risico's zijn echter onmeetbaar. Korthedshalve zou kunnen worden volstaan met de term onmeetbare risico's. Om de nadruk te leggen op de onvoorzienbaarheid wordt evenwel in deze beschouwing gesproken van onvoorzienbare en onmeetbare risico's en van onvoorzienbare en onmeetbare winsten en ondernemerspremies.

De toekomstige winst - en het winstonderdeel de ondernemerspremie - zijn van belang voor de eigenaar en de toekomstige eigenaar van de onderneming. Waardering van de goodwill geschiedt dan ook vanuit het standpunt van deze subjecten. Vanuit de positie van de onderneming wordt in beginsel alleen het voorzienbare en meetbare in de *waardering* betrokken ³⁾. De toekomstige relatieve positie kan en mag daarbij niet in rekening worden gebracht.

In het bovenstaande ligt opgesloten, dat de goodwill niet deel uitmaakt van het actief van de onderneming. Tot dit actief behoort wel de organisatie en tot de intrinsieke waarde moet in beginsel wel de vervangingswaarde van de organisatie worden gerekend, als deze bepaalbaar zou zijn.

De intrinsieke waarde en de goodwillwaarde vormen tezamen de rentabiliteitswaarde. Dit is de waarde van de onderneming in haar geheel als inkomensbron voor de eigenaar en toekomstige eigenaar. Volledigheidshalve wordt nog opgemerkt, dat de voor de bedrijfsuitoefening niet noodzakelijke activa, waaronder actiefreserves, afzonderlijk worden gewaardeerd, en dat bij het bepalen van de ondernemerspremie moet worden uitgegaan van een als normaal aan te nemen verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Bij ondernemingen met naar ver-

³⁾ De problematiek van de balanswaardering voor het bepalen van de (uitkeerbare) periodieke winst kan hier buiten beschouwing blijven.

houding een groot eigen vermogen betekent dit, dat een actiefreserve wordt gevormd en de ondernemerspremie wordt vergroot. Dit laatste althans, indien de leningrente lager is dan de op het intrinsieke vermogen toe te passen rentevoet. Bovendien dient in dit verband nog te worden opgemerkt, dat liquiditeitsreserves het voortbestaan van de onderneming bevorderen, waardoor deze rentevoet lager behoort te zijn dan zonder deze reserves zou worden berekend.

Het is ook mogelijk de waarde als inkomensbron op een andere wijze te taxeren, dan door de intrinsieke waarde te vermeerderen met de contante waarde van een aantal toekomstige ondernemerspremies. Dit leidt, zoals nog ander zal worden aangetoond, tot een andere uitkomst. Ook deze uitkomst wordt rentabiliteitswaarde genoemd.

De hier bedoelde opvatting gaat uit van de toekomstige winst in plaats van een aantal toekomstige ondernemerspremies. De toekomstige winst bestaat uit het verschil tussen toekomstige opbrengsten en toekomstige kosten. Voor de eigenaar en toekomstige eigenaar dient deze winst te worden vermeerderd met tot de kosten behorende rente van het geïnvesteerde vermogen en te worden verminderd met de te betalen rente van het vreemde vermogen. In mindering komt ook eventueel te betalen vennootschapsbelasting.

Alle toekomstige offers, welke voorzienbaar en op één of andere wijze meetbaar zijn, worden daarbij in de kosten opgenomen. Daartoe is kennis van bestanddelen van de intrinsieke waarde noodzakelijk. Voorzover bepaalde feitelijke omstandigheden in de toekomst van invloed zullen zijn op de actuele opbrengst zal moeten worden nagegaan in hoeverre deze te quantificeren zijn. Onvoorzienbare en onmeetbare risico's worden in de rentabiliteitseis uitgedrukt. Hierbij dient ook rekening te worden gehouden met de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen en met eventueel afzonderlijk te waarderen aanwezige actiefreserves, welke de continuïteit van het bedrijf van de onderneming meer of minder waarborgen en daardoor een verlagende invloed op de rentabiliteitseis uitoefenen. In de rentabiliteitseis worden tot uitdrukking gebracht het risico van het ondernemen in het algemeen, de specifieke risico's van de betreffende bedrijfstak en de specifieke risico's van de te waarderen onderneming ten opzichte van de bestaande en potentiële concurrentie.

De rentabiliteitseis is, daar zij betrekking heeft op het onvoorzienbare en onmeetbare, volstrekt subjectief. Het komt wel voor, dat verschillende subjecten tot ongeveer dezelfde rentevoet komen. Dit is dan niet een gevolg van objectiviteit, maar van intersubjectiviteit.

De rentabiliteitswaarde wordt gevonden door de op het moment van waarderen voor de toekomst te verwachten representatieve winst te kapitaliseren tegen de rentabiliteitseis. Het is duidelijk, dat bij de bepaling van deze winst niet rekening wordt gehouden met onvoorzienbare en onmeetbare risico's. Deze behoren uitsluitend in de rentabiliteitseis te worden uitgedrukt. Gezien de subjectiviteit en het feit, dat betrekkelijk geringe veranderingen van de geëiste rentevoet tot grote verschillen van de rentabiliteitswaarde als geldsbedrag kunnen leiden, is het wenselijk na te gaan welke veranderingen in de te kapitaliseren winst corresponderen met veranderingen in de rentevoet.

Het waarderend subject dient zich zo veel mogelijk te bezinnen en te toetsen. Daarom zal het noodzakelijk zijn de wezenlijk subjectieve rentabiliteitswaarde te vergelijken met de in beginsel objectieve intrinsieke waarde, die voortvloeit

binnen het voorzienbare en meetbare. De intrinsieke waarde komt weliswaar niet tot stand vanuit het gezichtspunt van de ondernemende investeerder, maar vanuit de onderneming zelf. Dit neemt niet weg, dat toetsing de bewustwording van het waarderend subject intensiveert. Nog geheel afgezien van deze toetsing van einduitkomsten van waarderingen is de waardering volgens rentabiliteitswaarde zelf niet verantwoord zonder kennis van de structuur van de intrinsieke waarde. Deze structuur bepaalt mede de toekomstige onzekerheden van de te waarderen onderneming. Daarnaast is - zoals hierboven al werd vermeld - een samenhang aanwezig tussen bestanddelen van de intrinsieke waarde en de hoogte van de toekomstige kosten. Uit dit alles blijkt wel, dat ook voor de eigenaar en toekomstige eigenaar inzicht in de intrinsieke waarde onontbeerlijk is. Vooral duurzame productiemiddelen spelen hierbij een rol van grote betekenis, evenals de organisatie, al is de waarde hiervan niet vast te stellen.

Het positieve verschil tussen rentabiliteitswaarde en intrinsieke waarde, de laatste inclusief meetbare immateriële activa, is de goodwillwaarde, die aan de onderneming wordt toegekend. Deze goodwillwaarde is rechtstreeks te „berekenen” door de extra rentabiliteit - dit is de te kapitaliseren winst verminderd met de geëiste winst, welke wordt verkregen door de rentabiliteitseis toe te passen op het intrinsieke eigen vermogen - te kapitaliseren tegen deze rentabiliteitseis. Gezien de betekenis van de intrinsieke waarde voor de berekening van de rentabiliteitswaarde is deze berekeningsvorm, waarbij de rentabiliteitswaarde wordt gezien als de som van de intrinsieke waarde en goodwillwaarde, principieel te verkiezen boven de eerste uitdrukkingwijze, die de schijn wekt alsof de rentabiliteitswaarde los van de intrinsieke waarde kan worden berekend.

Het op bovenstaande wijze verkregen goodwillbedrag is een ander dan de uitkomst volgens de methode van discontering van de ondernemerspremie. Hiermede hangt samen een verschil in doelstelling.

De doelstelling van de waardering volgens een reeks ondernemerspremies is de waarde van de onderneming te vinden onder de vooronderstelling, dat geen nieuwe initiatieven en daardoor nieuwe risico's worden genomen om de relatieve voorsprong van de onderneming ten opzichte van de grensonderneming te behouden. In de tweede plaats wordt er van uitgegaan, dat voor de instandhouding van de onderneming als grensonderneming wel de noodzakelijke risico's worden gelopen. Aangezien deze risico's onvoorzienbaar en onmeetbaar zijn, is ook de bepaling van de voor de grensonderneming als normaal te beschouwen rentabiliteit een principieel subjectieve taxatie. Het invoeren van de objectieve, algemene rentevoet of van het gemiddelde aandelenrendement kan hier geen oplossing geven.

Uit deze a priori's vloeit voort, dat de ondernemerspremie wordt berekend door de normaal te achten rentabiliteit van de grensonderneming - dit is de voor de bedrijfstak als zodanig aan te nemen rentabiliteit - toe te passen op het intrinsieke vermogen. De overwinst is dan de ondernemerspremie. De goodwillwaarde is de contante waarde van een reeks tot nihil aflopende ondernemerspremies. De contante waarde wordt berekend tegen de algemene rentevoet, daar de slijtage van de premie is uitgedrukt in het aantal jaren en het verloop in dit tijdvak.

De doelstelling van de waardering volgens de winstkapitalisatiemethode is tot een waarde te komen, die de onderneming heeft in het perspectief van een onbepaald lange voorsprong in samenhang met permanente initiatieven en risico's, die

nodig zijn om de voorsprong te behouden. Bovendien wordt daarbij het onderscheid tussen risico's, die geacht moeten worden de als *werkhypothese* ingevoerde grensonderneming te bedreigen en die, welke uitsluitend de voorsprong betreffen, niet gemaakt.

In abstracto zal de rentabiliteitswaarde op basis van de laatste methode groter zijn dan die volgens de eerste berekeningswijze. Anders zou het ondernemen niet meer plaatsvinden. In concrete situaties behoeft dit echter geenszins op te gaan. Voor de verkoper is de hoogste van beide de vraagprijs. Het minimum is de liquidatiewaarde. Voor de koper is de laagste van beide de biedprijs. Het maximum voor de koper is de rentabiliteitswaarde, verkregen door uit te gaan van permanente initiatieven en risico's. Koper en verkoper hebben een verschillend subjectief inzicht en in de meeste gevallen zullen dan ook verschillende minima en maxima een rol spelen.

De vraag rijst of de onderneming niet een vervangingswaarde heeft, die voor de koper als maximum zou moeten gelden bij een hogere rentabiliteitswaarde⁴). Voor taxatie van de vervangingswaarde is dan een subjectieve schatting van de vervangingswaarde van de organisatie nodig. Naar mijn mening kan de vervangingswaarde in principe niet de reconstructiewaarde van de te waarderen onderneming zijn, daar de relatieve positie van de onderneming onvervangbaar is. Hoe minder omvangrijk de organisatie en hoe minder ingewikkeld haar structuur wordt, des te minder zal bij gelijksoortige ondernemingen overigens het verschil in relatieve plaats betekenen (middenstandsbedrijven en vrije beroepen bij een gelijke vestigingsplaats).

In ieder geval is het bij een belangrijk positief verschil tussen rentabiliteitswaarde en intrinsieke waarde wel van belang nog eens te overwegen of bij het taxeren van het aantal jaren en het verloop van de ondernemerspremie in dit tijdvak - en bij het taxeren van de rentabiliteitseis in het geval van de kapitalisatiemethode - wel in voldoende mate rekening is gehouden met het concurrentiegevaar in het algemeen en met de bedreiging door potentiële concurrentie in het bijzonder. Ook de berekening van de intrinsieke waarde zelf dient dan nog eens nader te worden beschouwd. Dat evenwel bij een hogere gekapitaliseerde winst voor de koper de lagere vervangingswaarde van de onderneming of de intrinsieke waarde, vermeerderd met de contante waarde van een aantal ondernemerspremies, als maximum zou moeten gelden, lijkt mij een stelling, die nadere toelichting behoeft. Bij het vaststellen van de directe vervangingswaarde als maximum - zo deze al te benaderen zou zijn - blijft de vervangingswaarde van de relatieve positie van de te waarderen onderneming buiten beschouwing en bij het bepalen van de indirecte waarde als som van intrinsieke waarde en contante waarde van een aantal ondernemerspremies komt de vraag naar voren, waarom de koper geen hogere waarde aan de onderneming mag toekennen, indien de tegen zijn rentabiliteitseis gekapitaliseerde toekomstige winst tot een hogere uitkomst leidt.

In de praktijk wordt dikwijls een derde methode aangewend om de waarde van de onderneming als winstbron te benaderen. Ook de volgens deze methode gevonden waarde is een rentabiliteitswaarde. Bedoeld wordt hier de methode Schmalenbach, waarbij de rentabiliteitswaarde wordt getaxeerd als een (on)gewogen gemiddelde van intrinsieke waarde en bruto-rentabiliteitswaarde. Onder

⁴) Prof. Diephuis t.a.p. beantwoordt deze vraag bevestigend.

bruto-rentabiliteitswaarde wordt verstaan de waarde, welke wordt verkregen door de te kapitaliseren winst te kapitaliseren tegen een rentabiliteitseis, welke geacht wordt overeen te komen met de rentabiliteit van de grensonderneming in de betreffende bedrijfstak. Dit is dus de voor de risico's van de branche te taxeren rentabiliteit. In de bruto-rentabiliteitswaarde is het gevaar van de bedreiging van de relatieve voorsprong van de onderneming niet tot expressie gekomen. De te hanteren bruto-rentabiliteitseis komt overeen met de rentevoet, die dient om bij de methode van de contante waarde van een reeks toekomstige ondernemerspremies de voor de onderneming als normaal te achten minimum winst te berekenen, waarboven de ondernemerspremie zich voordoet.

De derde methode komt overeen met een vierde. Bij deze berekeningswijze wordt eerst de ondernemerspremie bepaald. Daarna wordt deze premie gekapitaliseerd als een eeuwig durende rente tegen een hogere rentabiliteitseis dan die, welke wordt toegepast voor het afzonderen van de ondernemerspremie.

De samenhang is als volgt:

$$\frac{a \times I.V. + b \times \frac{100}{p} \times W}{a + b} = I.V. + \frac{100}{\frac{a+b}{b} \times p} \times (W - \frac{p}{100} \times I.V.)$$

Bij een rentabiliteitseis, gezien de risico's van de branche, dit is dus de normaal geachte rentabiliteit van de grensonderneming, van b.v. 12 % en een rentabiliteitseis van b.v. 20 % voor de extra winst boven dit minimum (= ondernemerspremie) wordt de weging van het intrinsieke vermogen en de bruto-rentabiliteitswaarde als volgt herleid:

$$\frac{a + b}{b} \times 12 \% = 20 \%$$

$$12a + 12b = 20b \rightarrow \frac{a}{b} = \frac{2}{3}$$

In de bovenstaande formule is I.V. het intrinsieke vermogen en W. de te verwachten representatieve toekomstige winst op het moment van het waarderen⁵⁾.

De wijze, waarop intrinsieke en bruto-rentabiliteitswaarde worden gewogen is, zoals volgt uit het voorafgaande, niet volstrekt willekeurig. Deze weging dient te worden beoordeeld in verband met de verhouding tussen het te hanteren rentepercentage voor de geëiste minimum winst enerzijds en de geëiste rentevoet voor de overwinst anderzijds. Deze verhouding wordt weer bepaald door het subjectieve oordeel over het concurrentiegevaar. Hieruit volgt, dat een weging, waarbij aan de intrinsieke waarde een groter gewicht wordt toegekend dan aan de rentabiliteitswaarde, tot weinig zinvolle rentepercentages voor de overwinst kan leiden. Deze percentages worden dan naar verhouding onverklaarbaar hoog.

⁵⁾ Het bewijs van de gelijkheid in de formule is als volgt:

$$I.V. \times \frac{a}{a+b} + \frac{100 \times W \times b}{p(a+b)} = I.V. + \frac{100 \times W \times b}{p(a+b)} - \frac{b \times p \times I.V.}{p(a+b)}$$

$$I.V. \times \frac{a}{a+b} = I.V. \left(1 - \frac{b}{a+b}\right) = I.V. \times \frac{a}{a+b}$$

Verder op in de tekst, waar wordt ingegaan op het rapport van een studiegcommissie van de Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers (U.E.C.) kom ik op dit punt nog nader terug.

Men kan de derde en vierde methode zien als een menging van de in het voorafgaande gegeven beschouwingswijzen. Enerzijds wordt wel de ondernemerspremie boven de rentabiliteitseis voor de bedrijfstak bepaald, anderzijds wordt deze ondernemerspremie niet gezien in het perspectief van een aflopende premie, indien geen nieuwe risico's zouden worden genomen. Het laatste correspondeert met de kapitalisatiemethode.

De boven gereleveerde derde methode dient niet te worden verward met een eveneens in de praktijk gehanteerde berekeningswijze, waarbij de intrinsieke waarde wordt gemengd met de netto-rentabiliteitswaarde. Daar de laatste de waarde van de onderneming al is, is de op deze wijze verkregen uitkomst niet meer te beschouwen als de waarde van de onderneming als inkomensbron voor eigenaar en toekomstige eigenaar. Het is wel noodzakelijk de rentabiliteitswaarde te toetsen aan de intrinsieke waarde, doch men schiet dit doel voorbij door een gemiddelde van beide te berekenen. Bovendien wordt op deze wijze een kleinere subjectiviteit gesuggereerd, dan aanwezig is.

In het voorgaande is getracht een vijftal verschillende berekeningswijzen van de waarde van de onderneming als winstbron te beschouwen in samenhang met enige theoretische achtergronden. Met het oog op onderlinge gedachtenwisselingen zou het nuttig zijn de verschillende rentabiliteitswaarden door middel van een terminologie te onderscheiden. Misschien verdient het daarbij overweging de uit de discontering van de ondernemerspremie voortvloeiende waarde te betitelen als *statische* rentabiliteitswaarde en de met de winstkapitalisatie verkregen uitkomst te noemen *dynamische* rentabiliteitswaarde. De met deze waarden corresponderende *goodwillwaarden* - wel te onderscheiden van *goodwillprijzen* - zouden dan resp. als *hypothetische* en *werkelijke* *goodwillwaarde* onderscheiden kunnen worden. Goodwill zelf kan worden gedefinieerd als de *subjectieve ondernemersverwachting van een extra rentabiliteit*⁶⁾. Ik geef deze terminologie overigens graag voor een betere.

In het kader van deze bijdrage wordt de aandacht van belangstellenden nog gevraagd voor het rapport van de U.E.C. van 1961 over de waardering van ondernemingen en delen van ondernemingen en voor het hierna volgende commentaar op deze studie. Hierbij is tevens gelegenheid nog wat dieper op het tot nu toe behandelde in te gaan.

De door de commissie van de U.E.C. aanbevolen methode voor de waardering van de goodwill is die van discontering van een gelijk blijvende ondernemerspremie over een beperkt aantal jaren. Bij voornamelijk „subjectieve” goodwill is dit aantal 3 en bij hoofdzakelijke „objectieve” goodwill 5 à 8. Hierbij wordt een normale rentevoet toegepast op de gezochte waarde van de onderneming - dus niet op de intrinsieke waarde -. Deze normale rente is de algemene rentevoet, vermeerderd met een voorgesteld percentage van 50 procent voor het liquiditeitsrisico van de vastlegging van het vermogen. Alle andere risico's dienen in de toekomstige winst als aftrekposten te worden verrekend. Hierbij wordt geadviseerd voor de algemene bedrijfsrisico's, die niet afzonderlijk in winstverminderingen tot

⁶⁾ Zie M.A.B. t.a.p. Zie ook voor een qua inhoud overeenkomstige formulering: Prof. Dr. B. Pruyt in „De Naamlooze Vennootschap” van juli/augustus 1953, „Is goodwill een zaak?”.

uitdrukking zijn te brengen, een algemene vermindering te rekenen van 30 procent van de te begroten winst. De discontering van de ondernemerspremie geschiedt tegen dezelfde rentevoet als die, welke wordt gebruikt voor het afzonderen van de overwinst. De wijze van financiering acht de commissie een op zichzelf staand probleem, zodat de over vreemd vermogen te betalen rente niet in mindering van de toekomstige winst wordt gebracht bij de waardering van de onderneming als geheel. De commissie ontraadt met klem het al of niet gewogen genormaliseerde gemiddelde van de afgelopen winstjaren zonder meer in de toekomst te projecteren. Voor de uitoefening van het bedrijf niet noodzakelijke activa dienen afzonderlijk te worden gewaardeerd.

De commissie is van mening, dat de door haar aanbevolen methode de meest adequate oplossing geeft voor de probleemstelling, waarmede zij werd geconfronteerd. Dit vraagstuk is, welke prijs een koper voor de onderneming in haar geheel zou moeten en kunnen betalen. Daarbij gaat het om een hypothetische prijs bij normale verhoudingen, die scherp moet worden onderscheiden van de in concrete gevallen overeengekomen en betaalde koopsommen. De bepaling van de algemene, hypothetische prijs is de opgave en het doel van de waardering van de onderneming volgens de commissie. Bij het lezen van het bijna 90 pagina's tellende rapport dient men zich dit uitgangspunt steeds goed voor ogen te houden.

Het gaat in deze studie niet in de eerste plaats om het zonder vooroordeel en zo onbevangen mogelijk theoretisch doordringen in de problematiek van het waarderen, maar om een algemeen aanvaardbare, doorzichtige en goed hanteerbare methode van hypothetische prijsbepaling door deskundigen ten behoeve van partijen.

Het zal duidelijk zijn, dat voor het zoeken naar deze steen der wijzen de statische opvatting in eerste instantie de meeste kansen biedt. Het dynamische gezichtspunt voert immers al in aanleg tot de conclusie, dat deze steen onvindbaar is. Daarmede is evenwel het probleem voor een naar richtlijnen zoekende commissie niet opgelost. Dit probleem is te komen tot een formalisering van de werkelijkheid, die hanteerbaar, doorzichtig en overdraagbaar moet zijn. De vraag is of de commissie daarin is geslaagd. Het criterium, dat ik daarbij zou willen aanleggen is of de dynamische werkelijkheid niet te gewelddadig is geperst in het schema ⁷⁾.

Het schema als zodanig is passend binnen de statische horizon. Wel schiet de commissie naar mijn mening haar doel voorbij door voor de algemene bedrijfsrisico's een gemiddelde procentuele winstvermindering toe te passen van in orde van grootte 30 %. Dit percentage is gebaseerd op het zogenaamde „Stuttgarter-Verfahren" van 1955 ten behoeve van de waardering van incurante aandelen en hangt ook samen met statistische onderzoeken betreffende het reserveren van winst voor algemene risico's.

De commissie is van oordeel, dat de introductie van de winstvermindering beter hanteerbaar is en zich ook beter voor communicatie leent, dan een opslag op de toe te passen rentevoet. Het in rekening brengen van een procentuele aftrek van de winst doet evenwel de werkelijkheid tekort. De algemene bedrijfsrisico's zijn nu eenmaal als zodanig nimmer in een bepaald tijdvak bepaalbaar en dienen derhalve in dit tijdvak niet als een winstvermindering te worden gehanteerd. Er

⁷⁾ De filosofische implicaties van de verhouding tussen (bedrijfs)economische wetenschap en werkelijkheid kunnen hier buiten beschouwing blijven.

is geen andere mogelijkheid dan een opslag op de toe te passen algemene rentevoet, inclusief de liquiditeitstoeslag. Overigens bevindt de commissie zich, door uit te gaan van de algemene rentevoet zonder risico-opslag, in het gezelschap van A. Mey in het bekende speciale Goodwillnummer van de Naamloze Vennootschap van juli/augustus 1942. In hetzelfde nummer is een bijdrage opgenomen van Cool, waarin het begrip grensonderneming wordt ingevoerd, hetgeen leidt tot de gevolgtrekking, dat de algemene rentevoet dient te worden verhoogd met een opslag voor risico's, welke de marginale onderneming bedreigen, dit is dus een opslag voor de algemene bedrijfsrisico's in de bedrijfstak.

De opslag voor algemene risico's verschilt principieel van de procentuele winstvermindering, doordat bij de eerste methode de in het raam van continuïteits-handhaving noodzakelijke band wordt gelegd met de intrinsieke waarde. Als continuïteitshandhaving rationeel is - gezien van uit de doelstelling van de waarderende subjecten - kan er slechts sprake zijn van een ondernemerspremie, nadat instandhouding van de intrinsieke waarde verzekerd wordt gedacht. Deze verzekering is pas dan aanwezig, indien voor onvoorzienbare en onmeetbare risico's dekking wordt gevonden in een subjectief vast te stellen voldoende rentabiliteit⁸⁾.

Men kan de vraag stellen of het bovenstaande ook van toepassing is ten aanzien van de specifieke bedrijfsrisico's, welke gelegen zijn in de verhouding tot bestaande en mogelijke concurrerende ondernemingen. Deze bijzondere risico's dienen bij toepassing van de statische methode - discontering van de verwachte ondernemerspremie over een aantal jaren - te worden verrekend bij de bepaling van de verwachte winst als verschil tussen toekomstige opbrengsten en toekomstige kosten. Hierbij wordt van de veronderstelling uitgegaan, dat het concurrentiegevaar meetbaar is, zodat de vraag naar de invloed van deze onzekerheden op de rentabiliteitseis niet aan de orde wordt gesteld. Naarmate de intrinsieke waarde van minder betekenis wordt en naarmate het concurrentiegevaar doorzichtiger wordt, zal deze veronderstelling meer aansluiten bij de werkelijkheid (b.v. bij kleine middenstandsbedrijven e.d. waarbij het meer gaat om een inkomen uit arbeid). Hoe dit ook zij, naar mijn inzicht wordt in de zienswijze van A. Mey en van de commissie de statische aanpak te ver doorgevoerd, waardoor een m.i. niet meer acceptabele fictie ontstaat. Eenzelfde fictie is aanwezig, indien, zoals in het rapport van de commissie geschiedt bij het bespreken van deze mengmethode, bij het middelen van intrinsieke en bruto-rentabiliteitswaarde de laatste wordt berekend op basis van de met een liquiditeitstoeslag verhoogde algemene rentevoet, waarna deze fictie wordt geredresseerd door een groter gewicht aan de intrinsieke waarde toe te kennen dan aan de bruto-rentabiliteitswaarde of door het rekenkundig ongewogen gemiddelde van beide uitkomsten te nemen. Het fictieve van deze berekeningswijze blijkt dan duidelijk uit de onwerkelijke verhouding tussen de rentevoet voor de bruto-rentabiliteitswaarde enerzijds en de te herleiden rentevoet voor de overwinst anderzijds.

⁸⁾ Onder continuïteitshandhaving wordt hier verstaan het voortbestaan van het bedrijf van de onderneming als rentabiliteitsbron. Zie voor vermindering van het risico van dit voortbestaan door middel van een intensivering van de voorzienbaarheid van de kans op handhaving van de continuïteit van de bestaande *structuur* van het bedrijf - i.h.b. met betrekking tot het risquante bezit van duurzame productiemiddelen - Prof. Dr. H. A. J. F. Misset in „Onzekerheid en Continuïteit” (speciale continuïteitsnummer van Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen Januari/Februari 1964).

De toe te passen correctie wordt kleiner naarmate bij een gelijkblijvend intrinsiek vermogen en een gelijkblijvend concurrentiegevaar de winst toeneemt, in het algemeen dus bij een stijgende rentabiliteit zonder dat het concurrentiegevaar vermeerderd. Deze uitspraak is alleen geldig, indien niet de rentabiliteit van de andere ondernemingen in de bedrijfstak stijgt. Immers in dat geval wordt de subjectief vast te stellen fictie groter en daarmee ook de aan te brengen correctie. Verder moet worden opgemerkt, dat in het algemeen een toenemende rentabiliteit bij een enkele onderneming niet zonder vergroting van het concurrentiegevaar gepaard gaat. Weer zeer in het algemeen gesproken, zal dus de aan te brengen correctie voornamelijk afhankelijk zijn van de grootte van de fictie en niet van de grootte van de rentabiliteit van de enkele onderneming.

Een variant op deze methode wordt verkregen door uit te gaan van de met een procentuele aftrek verlaagde toekomstige winst. Dit geeft geen principieel verschil. Wel wordt uiteraard de weging anders.

Dat de commissie de toe te passen rentevoet voor het afzonderen van de overwinst betreft op de te vinden waarde en niet op de intrinsieke waarde wordt gemotiveerd door er op te wijzen, dat niet de intrinsieke waarde, maar de gezochte prijs wordt geïnvesteerd. Het gaat om de meerdere winst boven de normale rente over deze investering. Men moet het, dacht ik, evenwel anders zien. De berekening van goodwill is een correctie op de intrinsieke waarde om te komen tot een rentabiliteitswaarde als de gezochte waarde van de onderneming. Om deze correctie te kunnen berekenen is het, zoals hierboven al werd uiteengezet, noodzakelijk de met de intrinsieke waarde samenhangende normaal geachte winst te bepalen. Met deze winst wordt de intrinsieke waarde als het ware gedekt geacht. Is er geen overwinst dan is er derhalve geen goodwill. Wordt de intrinsieke waarde niet gedekt, dan is er eveneens geen goodwill en is de lagere dekking bepalend voor de waarde, tenzij de liquidatiewaarde hoger zou zijn. Deze laatste is namelijk als de minimum-waarde te beschouwen.

Het berekenen van het algemene rentepercentage, inclusief een liquiditeitstoeslag, over het gezochte bedrag komt op hetzelfde neer als het eisen van een hogere rente over een lagere intrinsieke waarde. Deze verhoging is de representatie van een deel van de onzekerheden, waaraan de toekomstige rentabiliteit - de verhouding tussen de toekomstige winst en het intrinsieke vermogen - onderhevig wordt gedacht. Bij het bepalen van de algemene winstvermindering dient hiermede rekening te worden gehouden. De lezer krijgt de indruk, dat dit punt aan de aandacht van de commissie is ontsnapt, waardoor mogelijk risico's dubbel in de formule zijn opgenomen.

De opvatting van de samenstellers van het rapport, die ook in de literatuur voorkomt, geeft aanleiding tot het vermoeden, dat hier sprake is van een onvoldoende onderscheid maken tussen het bepalen van de waarde van het bedrijf van een onderneming en het berekenen van de rendementswaarde van aandelen. De waarde van een onderneming wordt niet verkregen door uit te gaan van de verwachte winstuitdelingen, maar deze waarde wordt geconstitueerd door de verwachte rentabiliteit van het intrinsieke bedrijfsvermogen, waarbij als uitgangspunt de continuïteit van het bedrijf van de onderneming moet worden genomen met de voor continuïteitshandhaving noodzakelijk geachte rentabiliteit. Deze grondslag dient dan ook in de berekeningswijze tot uitdrukking te komen. Slechts als continuïteitshandhaving niet meer zinvol zou zijn, dient naar een andere grondslag te worden gezocht.

Voor de beperking van het aantal jaren bij persoonlijke, respectievelijk onpersoonlijke goodwill tot 3, resp. 5 tot 8, geeft de commissie geen argumentatie. Hieruit blijkt wel, dat de samenstellers hebben gezocht naar de steen der wijzen en deze niet hebben gevonden.

Doordat geen argumentatie wordt gegeven, is het ook niet mogelijk na te gaan op welke wijze het verband wordt gelegd tussen de grootte van de procentuele winstvermindering en het aantal jaren. Een verandering in het percentage heeft namelijk een verandering van het aantal jaren tot gevolg, althans indien de verandering van het percentage niet samenhangt met een verandering van de rentabiliteit in de bedrijfstak.

Aangezien een vaste procentuele winstvermindering wordt toegepast, waarbij derhalve de rentabiliteit - als verhouding tussen winst en intrinsiek vermogen - buiten beschouwing blijft, is in de formule bovendien het aantal jaren niet alleen afhankelijk van de verwachte *duurzaamheid*, maar ook van de verwachte *grootte van de rentabiliteit* van de te waarderen onderneming. Ook hier zijn de opmerkingen, die enige alinea's hierboven bij de bespreking van de correctie op de weging van intrinsieke en fictieve bruto-rentabiliteitswaarde werden gemaakt, van toepassing.

Het rapport van de commissie had aan waarde gewonnen, indien daarin de probleemstelling wat principiëler was belicht tegen de achtergrond van de *wezenlijke subjectiviteit* ten aanzien van de toekomstige risico's en van de *fundamentele relativiteit* met betrekking tot de verhouding van de te waarderen onderneming tot de andere ondernemingen in de bedrijfstak en van de bedrijfstakken onderling. Wat deze relativiteit betreft, de omvang van de kennis van en de diepte van het inzicht in de rentabiliteit van ondernemingen en bedrijfstakken kan nooit groot genoeg zijn. Geen enkele rekentechniek kan deze positie van het waarderend subject en van de hypothetische-prijs bepalende deskundige vergemakkelijken.

De aanbevolen formule, die in de Zwitserse en Franse praktijk ook wordt toegepast en ook vrijwel overeenkomt met die van het „Stuttgarter-Verfahren” wordt als volgt samengevat:

$$W = K + a_n / (R - iW)$$

K = intrinsieke waarde.

R = toekomstige *gebudgetteerde* winst.

W = waarde van de onderneming.

Deze formule wordt via een algebraïsche bewerking herleid tot:

$$W = \frac{K + R a_n /}{2 - A_n /}$$

De uitkomsten van $a_n /$ en $A_n /$ zijn in de tafels voor samengestelde interest gemakkelijk op te zoeken.

Met het bovenstaande is uiteraard slechts een deel van het U.E.C.-rapport behandeld. Daar mijn bedoeling slechts is een aantal methoden van berekening nader te analyseren en bovendien het rapport verder weinig nieuws bevat, meen ik met het bovenstaande te mogen volstaan. Voor de geïnteresseerden wordt nog vermeld, dat het rapport in de Franse en Duitse taal is verschenen en dat de commissie bestond uit de Zwitserse president Dr. Jakob Viel, twee Duitsers en één Fransman. Aan de aan de veel omvattende arbeid van de commissie voorafgaande discussie op het tweede congres van de U.E.C. in oktober 1955 te Brussel namen nog deel,

behoudens de hier reeds genoemde deelnemers, twee Duitsers, één Fransman, één Italiaan, één Belg, één Oostenrijker en één Nederlander.

De lezer zal hebben opgemerkt, dat bij de bespreking van de U.E.C.-methode vier berekeningstechnieken aan de vijf reeds behandelde zijn toegevoegd. Hiervan zou ik het berekenen van de algemene rentevoet over de gezochte waarde niet als een principieel andere wijze van berekenen willen aanmerken. Deze werkwijze is te beschouwen als een variant op de methode, waarbij de ondernemerspremie wordt bepaald door uit te gaan van het algemene rentepercentage over de intrinsieke waarde in samenhang met een algemene procentuele winstvermindering. De laatste zou ik wel willen zien als van een principieel andere orde dan het relateren van de met een opslag voor algemene bedrijfsrisico's verhoogde rentevoet aan de intrinsieke waarde. Ditzelfde geldt ook voor het middelen van intrinsieke en fictieve bruto-rentabiliteitswaarde in vergelijking met het wegen van intrinsieke en bruto-rentabiliteitswaarde. Het maakt daarbij geen verschil of de fictieve bruto-rentabiliteitswaarde al of niet wordt berekend met inachtneming van een procentuele winstaf trek.

Van de behandelde rekenmethoden is de methode van discontering van de overwinst als een netto-bedrag boven de algemene rentevoet het meest statisch. In de verschijningsvorm van deze techniek wordt in de grond van de zaak uitgegaan van een (integrale) meetbaarheid. Dit uitgangspunt, dat in het algemeen elke bedrijfseconomische constructie dient te schragen, is in dit geval zwak. De dialectische uitwerking van het uitgangspunt is overigens sterk. Bij de praktische toepassing komt men evenwel noodgedwongen in conflict met het postulaat.

De kapitalisatiemethode is het meest dynamisch. Het panta-rhei beginsel, waarvan deze berekeningswijze uitgaat en dat gegrond wordt in de onvoorzienbaarheid en onmeetbaarheid van de toekomst, wordt consequent in de formule van de ongedifferentieerde rentabiliteitseis tot uitdrukking gebracht. De splitsing tussen de onzekerheden van de bedrijfstak en de onzekerheden van de relatieve positie wordt in deze formule opzettelijk nagelaten, daar voor een bepaalde onderneming deze scheiding in concreto onmogelijk is. Dit geldt ook voor de afsplitsing van het verondersteld-meetbare concurrentiegevaar van de onmeetbare risico's in de bedrijfstak.

De overige rekenwijzen bevinden zich tussen deze uitersten. Zij zijn logisch beschouwd inconsequent, maar staan dichterbij de werkelijkheid dan de uiterst statische werkwijze.

De meest reële berekeningstechniek lijkt mij de ogenschijnlijk simpele kapitalisatiemethode. Bij het subjectief beoordelen van de hoogte van de rentabiliteitseis dient men op de hoogte te zijn van het karakter van de algemene bedrijfsrisico's en van de aard van het concurrentiegevaar, alsmede van de rentabiliteit van de onderneming, van andere ondernemingen in de bedrijfstak en van andere bedrijfstakken en dat alles van uit het heden naar de toekomst. Ook bij fusies, waarbij gehele of gedeeltelijke continuïteitsdoorbreking van de partners gepaard gaat met het tot stand komen van een nieuwe continuïteit onder een verbeterde verhouding tussen winst en risico's, zal de kapitalisatiemethode voor het taxeren van de waarde van de nieuwe bedrijfseenheid met vrucht gehanteerd kunnen worden. In hoeverre de bestaande rentabiliteitswaarden van de bedrijven vóór de fusie de verdeling van deze waarde over de deelgenoten zullen bepalen, dan wel correcties hierop moeten worden aangebracht, is daarbij een afzonderlijk vraagstuk.

Dat de kapitalisatiemethode, voorzover mij bekend, niet door particuliere en overheidsinstanties als richtlijn wordt voorgeschreven, zal ongetwijfeld samenhangen met de ondoorzichtigheid van de verschijningsvorm. In het ongesplitste percentage kunnen de invloeden, die een rol spelen, niet meer separaat worden teruggevonden. Ook de moeilijkheid van de bepaling van een minimum en een maximum grens en de invloed, die wijziging van het rentepercentage heeft op de absolute grootte van het geldsbedrag van de goodwill, zullen een rol spelen. Bij het uitvaardigen of adviseren van voorschriften voor de waardering van ondernemingen en voor het bepalen van de hypothetische goodwillprijs wordt dan de waarderingsproblematiek ondergeschikt gemaakt aan het doel van de voorschriften en aan de noodzakelijke rechtszekerheid bij de toepassing⁹⁾. De indruk wordt daarbij soms gevestigd, dat deze nagestreefde zekerheid in het maatschappelijk verkeer wordt geïdentificeerd met de juistheid van de voorgeschreven methode.

Teneinde misverstand te voorkomen, wordt er wellicht ten overvloede nog op gewezen, dat in dit artikel waardeberekeningstechnieken werden behandeld. Hiertoe behoort ook de bepaling van de hypothetische prijs, afgeleid uit de toekomstige winstcapaciteit, hetzij statisch beschouwd - zoals in de studie van de U.E.C.-commissie -, hetzij vanuit de dynamische doelstelling gezien. Buiten de waardeberekeningsmethoden valt de zogenaamde vermenigvuldigingsmethode, waarbij een min of meer *aanwijsbare* prijs voor het bedrijf van de onderneming bestaat als de som van intrinsieke waarde en marktprijs van de goodwill. De laatste wordt dan berekend door een bekende factor te vermenigvuldigen met een basisgegeven, zoals omzet, bruto-winst, netto-winst of overwinst. Naar mate de vermenigvuldigingsfactor minder bepaald is - dit is het geval bij toenemende onzekerheid en een stijgend belang van de organisatie - zal de vermenigvuldigingsmethode meer tenderen tot een berekeningswijze, waarbij een hypothetische prijs subjectief wordt afgeleid uit een aantal verschillende marktprijzen. Er is dan niet meer sprake van een aanwijsbare prijs, waardoor het doel van deze prijsbepaling komt te vervallen. Als controlemiddel kan deze methode dan evenwel nog betekenis behouden bij kleine ondernemingen en vrije beroepen, voorzover een voldoende aantal marktprijzen bekend is ¹⁰⁾.

Met de verkenning op het terrein van de rekenmethoden is niet naar volledigheid gestreefd. Uitgaande van de statische doelstelling zijn meerdere technieken denkbaar en ook in de literatuur aanwijsbaar. De bedoeling van dit artikel is de discussie en de onderlinge verstaanbaarheid over de technieken en ook over de hachelijke positie van deskundigen te bevorderen. Indien deze beschouwing daartoe zou bijdragen, zou de opzet zijn geslaagd.

⁹⁾ Er zijn punten van overeenstemming aan te wijzen met het vraagstuk van het winstbegrip en de problematiek van de periodieke winstbepaling. Het zou wenselijk zijn, indien eens door bevoegde zijde deze raaklijnen zouden worden gepubliceerd.

¹⁰⁾ Veelal is in deze gevallen in hoofdzaak sprake van een goodwill als extra opbrengst van arbeid.

Bij toepassing van de statische methode voor de waardering van de goodwill ter vergelijking met de marktprijs van de goodwill dient dan te worden uitgegaan van een normale beloning voor de te verrichten arbeid, die ook in loondienst is te bereiken. Bij toepassing van de dynamische methode dient deze beloning te worden verhoogd met een opslag voor de te verrichten extra arbeid, voor het nadeel van bijv. onregelmatige arbeid, enz., welke opslag door het waarderend subject noodzakelijk wordt geacht voor de handhaving van het op het tijdstip van waardering voorzienbare toekomstige netto-inkomen.