

ASPECTEN BIJ DE WAARDERING ONDERNEMING

Uw onderneming in de aanbidding

Om de waarde van een huis te bepalen zoeken kopers en verkopers naar een maatstaf. Zo kan men op funda.nl kijken naar de prijs van vergelijkbare huizen in de omgeving. Maar hoe zit dat bij kopers en verkopers van ondernemingen? Overnameprijzen zijn meestal niet bekend. Daar komt bij dat ondernemingen moeilijk te vergelijken zijn. Vrijwel geen onderneming is hetzelfde. Behalve in kwantitatief opzicht wijken ondernemingen ook in kwaliteit veel van elkaar af. Het maakt het bepalen van de waarde van een onderneming er niet eenvoudiger op.

De waardebeoordeling van de onderneming is een van de meest essentiële aspecten in het proces van aandelenoverdracht. De overnameprijs van een onderneming komt uiteindelijk tot stand via een onderhandelingsproces waarbij de gretigheid, synergiemogelijkheden en financiële mogelijkheden van de koper enerzijds en de wens of zelfs noodzaak tot overdracht van de verkoper anderzijds een rol spelen. Toch zal de waarde van de onderneming doorgaans als uitgangspunt dienen bij de onderhandelingen. In dit artikel wordt nader ingegaan op de meeste gebruikte waarderingmethoden en enkele belangrijke kwalitatieve aspecten van een waardebeoordeling.

Principes

Methoden voor waardebeoordeling kunnen bijvoorbeeld worden onderverdeeld in methoden die zijn gebaseerd op boekhoudkundige principes en op toekomstige

en contant gemaakte kasstromen. Onder de boekhoudkundige waardebeoordelingsmethoden vallen onder andere de intrinsiekewaardemethode en de (verbeterde) rentabiliteitswaardemethode. De discounted cashflow/methode is een methodiek gebaseerd op verwachte kasstromen.

Intrinsiekewaardemethode

De intrinsieke waarde van een onderneming is het verschil tussen de actuele waarde van de bezittingen en de schulden. Belangrijk bij deze methode is dat de actuele waarde het uitgangspunt is in plaats van de boekwaarde. Bij het herwaarderen dient vervolgens rekening te worden gehouden met te treffen voorzieningen voor latente belastingen. Deze voorzieningen zult u aan de hand van het werkelijke moment van realisatie van de herwaardering moeten bepalen. Voorts zult u bij andere voorzieningen ook moeten kijken naar de aard

van de voorziening. Sommige voorzieningen zijn immers nadrukkelijk fiscaal georiënteerd en kunnen daarom het karakter van eigen vermogen hebben. Deze methode heeft als nadeel dat er geen aandacht wordt geschonken aan de toekomst- en winstmogelijkheden.

Kijk naar de aard van de voorziening

Rentabiliteitswaarde

De rentabiliteitswaarde kunt u berekenen door genormaliseerde toekomstige nettowinsten contant te maken tegen een bepaalde rentabiliteitseis. In formulevorm kan de rentabiliteitswaarde als volgt worden weergegeven:

Genormaliseerd nettoresultaat

Gewenste rentabiliteit

Genormaliseerd wil zeggen gecorrigeerd voor baten en lasten die niet voor de gewone bedrijfsuitoefening noodzakelijk zijn. Als correctieposten kunt u beschouwen:

- specifieke ondernemers- of familiegebonden kosten en/of opbrengsten;
- in een jaar als incidenteel aan te merken baten of lasten, bijvoorbeeld boekverlies bij verkoop materiële vaste activa of een inhaalafschrijving;

Uitgangspunten en veronderstellingen

Een goede analyse en inschatting van de toekomst zijn belangrijk voor het kunnen definiëren van de uitgangspunten van een aandelenwaardering. Het is daarbij noodzakelijk dat de betrouwbaarheid van allerlei veronderstellingen wordt beoordeeld en dat nadrukkelijk wordt aangegeven welke onzekerheden er zijn.

In deze analyse spelen doorgaans kwalitatieve aspecten een belangrijke rol. In veel gevallen begint het daarbij met een analyse van het aantal verkochte eenheden in geval van een handelsbedrijf, het aantal projecten in geval van een bouw-

bedrijf of het aantal productieve medewerkers in geval van een dienstverlenende organisatie. Deze aantallen, vermenigvuldigd met de (gemiddelde) prijs per eenheid, opdracht of adviseur, levert de verwachte omzet op. Op die manier kunnen ook de kosten worden vastgesteld. Een groot voordeel van zo'n analyse is dat in geval van een verkoop reeds een kritische blik op de prognoses wordt geworpen voordat de daadwerkelijke onderhandelingen met de kopers starten. Uiteraard is het daarbij ook belangrijk in hoeverre de prognoses overeenstemmen met de marktverwachtingen.

- toevoegingen of onttrekkingen aan voorzieningen, bijvoorbeeld een eenmalige dotatie voor pensioenvoorziening;
 - kosten en opbrengsten waarvan verondersteld kan worden dat deze in de toekomst zullen wijzigen, bijvoorbeeld na verkoop van de onderneming of bij het afbouwen van (bepaalde) activiteiten;
 - buitengewone baten en lasten.
- Belangrijk is om bij het normaliseren van de resultaten rekening te houden met de reden van de waardebeoordeling.

Houd rekening met reden waardebeoordeling

Zo zal in het kader van verkoop van de onderneming bijvoorbeeld de beloning van de directeur-groootaandeelhouder worden vervangen door de in de markt gebruikelijke kosten van een algemeen directeur/manager.

Eis

De rentabiliteitseis betreft het rendement dat een koper of verkoper wil

hebben op de investering respectievelijk desinvestering van aandelen van een onderneming. Hierbij kan men het geëiste rendement op het eigen vermogen van soortgelijke (beursgenoteerde) ondernemingen als uitgangspunt hanteren. Deze rentabiliteitseis dient echter gecorrigeerd te worden voor een extra risico dat kleinere ondernemingen met zich meebrengen. Over het algemeen kan gesteld worden dat grotere beursgenoteerde ondernemingen een lager risicoprofiel hebben dan kleinere ondernemingen. Deze correctie duidt men ook wel aan als een 'small firm/premie'. Hoewel de waarde op deze wijze relatief eenvoudig is vast te stellen heeft het als nadeel dat er te weinig aandacht is voor de bij een onderneming aanwezige vermogensstructuur.

Verbetering

Hiertoe kunt u de (verbeterde) rentabiliteitswaardemethode hanteren. Deze methode houdt namelijk rekening met de beoogde vermogensstructuur. Op basis van de gewenste solvabiliteit stelt u het benodigde eigen vermogen vast. In relatie tot het aanwezige eigen vermogen veronderstelt u dat het surplus wordt uitgekeerd, of het tekort wordt toegevoegd. Het uitkeren van eigen

vermogen zal tot effect hebben dat de aanwezige liquide middelen verminderen of dat u leningen moet gaan aantrekken. De consequenties van de aanpassing van de vermogensstructuur zijn merkbaar in de renteopbrengsten en/of kosten waarmee u het genormaliseerde nettoresultaat moet corrigeren. Vervolgens maakt u de genormaliseerde nettowinst contant tegen de geëiste rentabiliteit. Op de gevonden waarde moet u het surplus aan eigen vermogen optellen, of het tekort aan eigen vermogen aftrekken, waarna de waarde van de aandelen resteert. In formulevorm kan de verbeterde rentabiliteitswaardemethode als volgt worden weergegeven:

Genormaliseerd nettoresultaat

$$\frac{\text{Gewenste rentabiliteit} \times \text{eigen vermogen} \pm \text{tekort/surplus}}{\text{eigen vermogen}}$$

Over het algemeen stelt men dat de (verbeterde) rentabiliteitswaardemethode goed kan worden toegepast voor de waardebeoordeling van MKB-bedrijven mits die in de toekomst géén grote omzet- en winststijgingen en/of (des-) investeringen verwachten.

Accountant past gemengde methode toe

Gemengde methode

Een methode die accountants en fiscalisten in de praktijk vaak toepassen, is de zogenoemde gemengde methode. Hierbij wordt een gewogen gemiddelde gehanteerd van de intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde. De reden voor deze benadering is dat tussen deze twee

waarden de waarschijnlijke uitkomst van de waardebeoordeling ligt. Een (gewogen) gemiddelde lijkt dan de meest reële uitkomst te bieden. Echter deze methode heeft geen theoretische onderbouwing.

Kasstromen

Waardebepalingen die gebaseerd zijn op kasstromen gaan uit van de contante waarde van de te verwachten kasstromen. In tegenstelling tot boekhoudkundige waardebeoordelingsmethoden, die met name uitgaan van het boekhoudkundig winstbegrip, wordt bij waardebeoordelingen op basis van verwachte kasstromen niet alleen met winst maar ook met afschrijvingen en investeringen alsmede de tijdsvoorkeur van geld rekening gehouden. De meest toegepaste methode in dit kader is de discounted cashflow-methode.

Discounted cashflow-methode

In de afgelopen tien jaren is de discounted cashflow-methode (DCF-methode) in de fusie- en overname-

Rekening houden met afschrijvingen

wereld uitgegroeid tot een algemeen gangbare en geaccepteerde waardeeringsmethode. Waarderingen volgens de DCF-methode zijn theoretisch het best onderbouwd en leiden bij een goede toepassing tot de meest precieze benadering van de waarde.

Vrij

De marktwaarde van de onderneming kan berekend worden door toekomstige vrije operationele kasstromen contant te maken tegen een geëist rendement, rekening houdend met de kapitaalstructuur. De vrije operationele kasstromen zijn, in feite, het bedrag dat per jaar aan een onderneming onttrokken kan wor-

Concurrentiebeding

Bij de uitkoop van een directeur-groootaandeelhouder is er vaak een discussie over de afhankelijkheid van de onderneming van de desbetreffende directeur-groootaandeelhouder. Dit aspect speelt vooral in kleinere en middelgrote ondernemingen een rol. Het afzien van een concurrentie- en relatiebeding in zo'n situatie kan dan nadelige invloed

hebben op de omzet en het resultaat na de verkoop. De verkoper kan immers een dag na de overdracht een vergelijkbare onderneming starten. En als de klanten dan ook nog eens persoonlijke relaties zijn van de verkopende directeur-groootaandeelhouder, is het de vraag wat de koper eigenlijk heeft gekocht.

den zonder dat daarbij de continuïteit van een onderneming in gevaar komt. Deze kasstromen zijn als volgt te berekenen:

$$\begin{aligned} & \text{Bedrijfsresultaat na belasting} \\ & \text{plus: Afschrijvingen en waarde-} \\ & \quad \text{verminderingen} \\ & \text{minus: Investerings in vaste activa} \\ & \quad \text{en werkkapitaal} \end{aligned}$$

Vrije operationele kasstroom

Om uiteindelijk te komen tot de marktwaarde van het eigen vermogen (= waarde van de aandelen) wordt de marktwaarde van de onderneming (= de contante waarde van de toekomstige kasstromen) vermeerderd met de marktwaarde van de niet voor de bedrijfsvoering dienstbare activa en verminderd met de marktwaarde van de rentedragende schulden.

Werkelijk

De niet voor de bedrijfsvoering dienstbare activa betreffen onder meer overtoollige liquide middelen, beleggingen, deelnemingen en onroerend goed dat niet gebruikt wordt voor de uitvoering van de bedrijfsactiviteiten. Deze posten worden gewaardeerd tegen de reële aan deze activa toe te rekenen waarde. Onder de marktwaarde van de rentedragende schulden wordt verstaan de werkelijke waarde van de schulden. Met betrekking tot voorzieningen en andere latente verplichtingen moet worden beoordeeld wanneer de feitelijke betalingen moeten worden verricht.

Complex

Volgens velen is de DCF-methode bewerkelijk en complex. Ook zou het gebruik ervan in beperkte mate geschikt zijn voor het midden- en kleinbedrijf. Zowel de 'verbeterde rentabiliteitswaarde' als de DCF-methode zijn echter gestoeld op dezelfde theorie. Deze theorie houdt in dat de koper van een bedrijf een prijs over heeft voor dat bedrijf die hij graag binnen een zekere termijn terugverdiend wil hebben. Het kan ook zijn dat men over het aankoopbedrag van de investering jaarlijks een bepaald rendement wil halen.

Kwaliteit van waardering belangrijk

Rekenmachine

Hoewel bij sommigen het idee bestaat dat een waardering kan worden opgesteld met een jaarrekening in de ene hand en een rekenmachine in de andere hand, is niets minder waar. In de kern gaat het bij waarderingen niet alleen om de hoogte van het resultaat dat de onderneming behaalt of heeft behaald, maar ook om de kwaliteit hiervan. Hieronder zullen wij nader ingaan op die kwalitatieve aspecten.

Levensfase

Het waarderen van ondernemingen is dus meer dan het toepassen van een

aantal waarderingsregels en formules. Het vereist een goed inlevingsvermogen in de positie van de onderneming. De waarde van een onderneming is afhankelijk van de levensfase waarin deze zich bevindt. De start van elke onderneming begint bij het idee van de ondernemer die het vervolgens weet uit te bouwen en te structureren. Vervolgens komt een onderneming in de groeifase en de volwassenheidsfase. In de DCF-methode kan de fase waarin een onderneming verkeert doeltreffend worden ingebed omdat het aantal prognosejaren nauwkeurig wordt ingeschat. Groeiende bedrijven zullen op deze wijze in de waardebeoordeling worden

Maak zorgvuldige inschatting

'beloofd' voor het feit dat er nog een toename van de resultaten te verwachten is.

Bewijs van bestaansrecht

Toch wordt een deel van dit effect tenietgedaan door de risicofactor. Bedrijven in een volwassen fase hebben aan de ene kant minder groeipotentieel, aan de andere kant hebben zij wel al het bewijs geleverd dat de onderneming de huidige omvang heeft weten te realiseren en in die vorm bestaansrecht heeft. Indien in het geval van overnames de koper en verkoper niet op één lijn liggen voor wat betreft de groeiverwachtingen, kan een oplossing worden gevonden in de vorm van nabetalingen op de koopprijs als een bepaald doel is behaald.

Inschatten kasstromen

De interpretatie van genoemde aspecten leidt uiteindelijk tot een zorgvuldige inschatting van de toekomstige kasstromen. Hierbij zult u ook rekening moeten houden met allerlei economische verschijnselen die een rol kunnen

spelen. Indien een onderneming in staat is om een meer dan normale winstgevendheid te realiseren, zal dit ongetwijfeld tot grote belangstelling van (potentiële) concurrenten leiden, waardoor het surplus vroeg of laat kan verdwijnen. Ook blijkt nog wel eens dat een monopolistische situatie, of een langdurige periode van een zeer goede gang van zaken tot gevolg kan hebben dat het omzet- en kostenbewustzijn in de onderneming daalt.

Voorspellen steeds lastiger

Bovendien dient bij de waardebeoordeling een adequate inschatting van de toekomstverwachtingen voor een extreem lange of zelfs oneindige periode plaats te vinden. Dat is niet eenvoudig. De steeds sneller veranderende wereld waarin complexer wordende technologieën en een toenemende innovatiesnelheid een belangrijke rol spelen, maken het voorspellen van de toekomst en daarmee de waardering van de aandelen steeds lastiger.

Disconteringsvoet

Op dezelfde manier zullen kopers de risico's van de afhankelijkheid van leveranciers, klanten en sleutelfunctionarissen vertalen in een lagere prijs. Maar ook destabilisatie of instabiliteit van de markt, toetredingsbarrières tot de markt, verwachte mondiale ontwikkelingen (internationale concurrentie) en

Toekomstverwachtingen

Het inschatten van de toekomstverwachtingen van ondernemingen is complex en omgeven door tal van onzekerheden. Een goed inzicht in de positie van de onderneming en haar plannen is daarbij noodzakelijk. De kansen en bedreigingen van de onderneming dienen zorgvuldig te worden afgewogen in het licht van de sterke en zwakke punten van de onderneming. En de cijfermatige prognose is dan eigenlijk een voortvloeisel uit de kwalitatieve analyse van de onderneming.

verwachte introductie van concurrerende producten hebben invloed op de waarde van een onderneming. Deze aspecten zullen in beginsel niet tot uiting komen in het verwachte resultaat, maar in de disconteringsvoet waarmee de toekomstige kasstromen constant worden gemaakt. Houd hier bij de berekening rekening mee.

Cruciaal

Bij een waardebeoordeling van aandelen is inzicht in de toekomstverwachtingen en -mogelijkheden cruciaal. Alleen bij een zorgvuldige inschatting en onderbouwing van ook de kwalitatieve aspecten

Aandacht voor uw uitgangspunten

kan een verantwoorde aandelenwaardering plaatsvinden. Als de ondernemer of adviseur te maken krijgt met een aandelenwaardering, is het te allen tijde aan te raden om niet alleen de aandacht te vestigen op de complexe formules, maar ook op de uitgangspunten die aan de berekeningen ten grondslag liggen. ■

Rense Jonk is werkzaam als Senior Manager bij BDO CampsObers Corporate Finance. BDO CampsObers Corporate Finance B.V. is een van de grootste fusie- en overnamespecialisten voor het middenbedrijf in Nederland die ondernemingen adviseert en begeleidt in alle fasen van overname, fusie en samenwerking.

Friso Kuipers is werkzaam als Senior Manager bij BDO CampsObers Corporate Finance. Hij is lid van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (www.nirv.nl). Deze vereniging telt ruim 80 Register Valuators (RV) gespecialiseerd in onder meer het waarderen van (deelbelangen in) ondernemingen en vennootschappen, vermogensbestanddelen van ondernemingen en vennootschappen.