

Het minderheidsbelang: minder waard dan u denkt?



De waarde van een minderheidsaandeel kan lager zijn dan je pro rato zou verwachten. Bij de waardering van een minderheidsbelang worden soms kortingen gehanteerd. Maar hoe hoog moet zo'n korting zijn? Voorkom discussie en leg afspraken over zeggenschap en verhandelbaarheid zorgvuldig vast, adviseert Guido Rooijackers, Register Valuator en partner bij Sman Business Value.

De waarde van 20 procent van de aandelen staat gelijk aan 20 procent van de totale waarde van het bedrijf, is de logische gedachtegang die veel ondernemers volgen. Toch werkt het zo in de regel niet. "Dat heeft vooral te maken met de positie van de aandeelhouder", legt Rooijackers uit, die vorig jaar op het Brookz Fusie & Overname-congres werd uitgeroepen tot Business Valuator van het jaar. "Een minder sterke positie kan leiden tot een korting op de evenredige waarde van het aandelenpakket. De vraag hoe hoog die korting moet zijn, is vaak aanleiding tot discussie. Verkoper staat dan op het standpunt dat er helemaal geen korting moet zijn, is is, en koper vindt juist een enorme korting terecht."

Zeggenschap en verkoopbaarheid

Rooijackers treedt vaak op als onafhankelijk deskundige bij de waardering van minderheidspakketten. Hij onderscheidt twee (hoofd)groepen minderheidsaandeelhouders. "De eerste heeft zijn positie uitstekend geregeld. Dit zijn bijvoorbeeld Private Equity-partijen die bij de aankoop goede afspraken hebben gemaakt over het recht op informatie, instemmingsrecht bij bestuursbesluiten, het recht om commissarissen te benoemen en verhandelbaarheid en prijstarmules in geval van een exit. Hoe steviger je dit soort zaken vastlegt, hoe minder bezwaren aan zo'n pakket kleven. De tweede groep heeft de zeggenschap en verkoopbaarheid niet of nauwelijks geregeld. Deze aandeelhouders verkeren in een zogeheten lijdelijke minderheidspositie. Die positie kan ontstaan in familiebedrijven, waar pakketjes aandelen door overerving worden opgesplitst en verspreid. Het kan ook gaan om een manager die bij wijze van beloning een pluk aandelen kreeg."

Discussies voorkomen

De waardering van een minderheidsbelang verschilt in aanvang niet veel van de waardering van een bedrijf als geheel. De crux zit hem in de afrondende fase, waarin wordt gekeken of er aanleiding is om het aandeel niet de evenredige waarde toe te kennen. En zo ja, hoe hoog de afslag moet zijn. Rooijackers: "Dat is geen exacte wetenschap. Kortingen lopen uiteen van 10 procent tot wel 50 procent. En soms is er helemaal geen korting." Rooijackers somt enkele uitkomsten op, zoals wanneer een minderheidsaandeelhouder door de grootaandeelhouder in een juridische procedure wordt uitgekocht. Of in het geval er geen sprake is van een lijdelijke minderheidspositie, maar de positie van de minderheidsaandeelhouder beschermd wordt door een onafhankelijke Raad van Commissarissen en een goede invulling van de corporate governance. Rooijackers adviseert in ieder geval om afspraken over zeggenschapspositie en verhandelbaarheid zorgvuldig vast te leggen in statuten of aandeelhoudersovereenkomst. Dat moet je doen zodra een minderheidspakket ontstaat. "Dan ben je veel lastige discussies voor. Je ziet in de praktijk bijvoorbeeld dat aandeelhouders soms op voorhand afspreken dat bij een toekomstige uitkoop van een minderheidsaandeelhouder uitgegaan zal worden van de evenredige waarde, dus zonder korting."

