

WAARDERING

Prof.dr. J. Vis MBA is directeur bij Talanton Corporate Finance BV en als adjunct-professor business valuation verbonden aan de RSM Erasmus Universiteit.

Vanuit het waardeperspectief zijn fusies en overnames alleen zinrijk als er sprake is van toegevoegde waarde

Waarde en prijs bij een overname

Nog voor een onderneming wordt gestart komt de vraag op of men kan spreken over een goede, zinrijke beslissing, althans in economische zin. De ondernemer dient zich deze vraag te stellen en kan voor het nemen van die beslissing een beslisregel hanteren. Binnen de economie geldt dat iets zinrijk genoemd kan worden indien economische waarde wordt toegevoegd. Deze wordt berekend door de operationele geldopbrengsten, na belasting, te verminderen met alle operationele gelduitgaven inclusief alle vermogenskosten en belastingen. Daarbij kijkt men niet alleen naar het lopende of volgende boekjaar. In de berekening worden alle verwachte geldstromen opgenomen.

JAN VIS



iets is zinrijk als economische waarde wordt toegevoegd.

De ondernemer zal het verwachte koopgedrag en de daarbij behorende prijzen kunnen formuleren. De daaruit ontstane geformaliseerde verwachte opbrengsten worden geconfronteerd met de prijzen die betaald moeten worden voor de aan te wenden hulpmiddelen en de in te schakelen arbeid.

Natuurlijk moeten ook de vermogensverschaffers een vergoeding ontvangen. Deze vergoeding is afhankelijk van het verwachte risico en is dus voor iedere verschaffer en vermogensvorm verschillend. In de praktijk wordt vaak gebruik gemaakt van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet. Het bedrag dat overblijft nadat de vermogenverschaffers zijn vergoed, is de toegevoegde waarde in economische zin.

Zonder toegevoegde waarde kan een economie niet groeien, daardoor krijgt deze beslisregel ook maatschappelijk belang.

Dit artikel is het derde deel van een vierluik waarvan het eerste deel is verschenen in nummer 9. Het uitgewerkte voorbeeld dat in het eerste deel werd gepubliceerd, dient als leidraad voor de volgende delen. Het kan van belang zijn dat eerste deel bij de hand te houden. Overigens zullen essentiële gegevens ook worden herhaald.

Rol ondernemer

De rol van de ondernemer is cruciaal. Hij kijkt met 'andere ogen' naar de omgeving en ziet dingen die een ander niet ziet. De ondernemersfunctie komt neer op het kunnen zien van prijzen in de toekomst en het onderkennen dat er een verschil bestaat tussen de te ontvangen prijzen en de prijzen die nu moeten worden betaald voor het mogelijk maken van de 'geziene' activiteit. Alleen dan wordt waarde gecreëerd. Dit betekent dat uitsluitend wordt gehandeld op basis van verwachtingen. Daarom moet het creëren van waarde (de ondernemer ziet een nieuwe mogelijkheid) goed worden onderscheiden van het materialiseren van waarde (de verwachtingen komen min of meer uit). Het is duidelijk dat de gave van het ondernemerschap niet evenredig over de mensen is verdeeld. Ook is ieders positie en situatie verschillend. Het gevolg is dat waarde per definitie een subjectief begrip is. Het handelen van mensen kan alleen worden begrepen als de context van dat handelen ook duidelijk is. Vaak zal de ondernemer een plan maken om daarmee (andere) vermogensverschaffers te overtuigen mee te doen.

De kern van het ondernemerschap bestaat derhalve uit kunnen zien en overtuigen. De meeste ondernemers gedragen zich afwijkend ten opzichte van de meerderheid en dat kan voor allerlei fricties zorgen.

De ondernemer kan niet met zekerheid beloven dat de verwachte geldstromen ook echt ter beschikking komen. Die onzekerheid is onlosmakelijk verbonden aan de taak die hij uitoefent. Het is een in economische zin onverzekerbaar risico. Noch verzekeringsmaatschappijen noch hedging kunnen hier soelaas bieden. Hier ontstaat het kenmerkende verschil tussen risico en onzekerheid. De eerste is kwantitatief te bepalen; de tweede niet. Het ter beschikking gestelde vermogen wordt door de ondernemer getransformeerd tot kapitaalgoederen. Kapitaalgoederen zijn, in economisch zin, alle zaken die toekomstige geldstromen kunnen genereren. Voor

de economische analyse maakt het niet uit of deze al dan niet op een balans zijn vermeld. Voor een heldere kijk op de belangen die in het geding zijn is ook meer nodig. Markten, instituties, verwachte ontwikkelingen en menselijk gedrag zijn belangrijker.

De ondernemer heeft er belang bij dat de voorgestelde verwachtingen daadwerkelijk uitkomen en dat de beloofde vergoeding op het ingezette vermogen kan worden betaald. De potenties moeten worden benut en daarbij worden waarden in de waagschaal gezet. Er is 'value at risk'.

Overgenomen waarden

Zoals gezegd wordt waarde gecreëerd op het moment dat nieuwe mogelijkheden worden benut. In feite komt waardecreatie tot stand op het moment dat 'ja' wordt gezegd tegen een voorstel. Vanaf dat moment kan worden gematerialiseerd (de verwachte ontwikkelingen gaan zich voordoen) en zal de waarde over het algemeen gelijk blijven of gaan dalen, afgezien van additionele investeringen of verwachtingen. Wil de ondernemer opnieuw waarde toevoegen, dan zal hij een nieuw investeringsvoorstel moeten maken. Dit verklaart de kenmerkende rusteloosheid van ondernemers.

Op ieder moment binnen dit continue proces beschikt de ondernemer als het ware over een voorraad 'waarden'.

Indien sprake is van een mogelijke overname van (een deel van) die waarden, zal de ondernemer uiteraard de daarin opgesloten verwachtingen willen verzilveren. De verwachte geldstroom die de oorspronkelijke ondernemer 'zag', wordt gekocht door een andere ondernemer. Die kan er zelfs meer in zien dan de oorspronkelijke bedenker. In die zin wordt wel over strategische- of synergetische waarde gesproken. Vanzelfsprekend gaat het niet alleen om de materiële activa, de 'potten en pannen', maar vooral om hetgeen daarmee kan worden bereikt. Als er niets mee te doen valt, wordt de verwachte geldstroom gereduceerd tot de directe opbrengst-waarde die de opkoper betaalt.

Het is zonneklaar dat de prijs die men zal moeten betalen voor het overnemen van de verwachte netto-geldstromen per definitie anders zal zijn dan de zichtbare boekwaarden. Twee ondernemers onderhandelen over waarden die tot stand komen door toekomstige geldstromen. De koper is bereid voor de door hem 'geziene' waarde een bepaalde prijs te betalen. Natuurlijk geldt ook voor de nieuwe eigenaar de economische eis dat de transactie waarde toevoegt. Dit betekent dat een dergelijke transactie alleen tot stand zal komen als de waarde die de nieuwe eigenaar toekent aan het te kopen object hoger zal liggen dan de daarvoor te betalen prijs. Voor de verkoper moet dan tevens gelden dat de te ontvangen prijs hoger ligt dan de waarde die hij aan het te verkopen object toekent. De koopprijs voor een onderneming reflecteert derhalve de door ondernemers geziene mogelijkheden. De daarbij benodigde hulpmiddelen, noodzakelijk voor het laten materialiseren, vormen de tastbare elementen van de verwachtingen. Verwachtingen en hulpmiddelen vormen in de onderneming een organische eenheid. Het lijkt niet erg voor de hand te liggen die eenheid te splitsen. Het begrip 'goodwill' heeft dan ook geen economische betekenis. De toegevoegde waarde zit nu juist in het feit dat iemand ziet dat bepaalde zaken iets kunnen opleveren. Karakteristiek voor organisaties is dat samenvoegen meer

oplevert dan niet samenvoegen. Het gehele verwachtingspatroon is gebaseerd op de geldstroom van de organisatie en het zijn die verwachtingen die het object van de transactie vormen.

Fusies en overnames

Blijft nog de vraag waarom fusies en overnames tot stand komen. Bij het beantwoorden van die vraag wordt uitsluitend ingegaan op economische motieven. Dat wil uiteraard niet zeggen dat andere motieven geen rol van betekenis kunnen spelen. Machtswellust en grootheidswaan lijken vaak gelijkmatiger verdeeld dan ondernemerstalent. Domheid komt ook onder ondernemers voor.

Het begrip 'goodwill' heeft geen economische betekenis

Vanuit het waardeperspectief zijn fusies en overnames slechts zinrijk indien sprake is van toegevoegde waarde. Dat houdt in dat een potentiële koper het te kopen object met andere ogen moet bekijken dan de huidige eigenaar. De in het te kopen object opgesloten verwachtingen komen in een ander licht te staan. Naast een verschillende kijk op de zaak kan ook sprake zijn van een ondernemer die tot betere prestaties kan komen dan de oude eigenaar. Een dergelijke transactie brengt dan bestaande mogelijkheden in de handen van meer capabele ondernemers. Ook wordt wel gesproken over synergetische effecten en kunnen schaal- en scopevoordelen optreden. In de praktijk wordt vooral veel gewag gemaakt van synergie, maar een waarschuwing is op zijn plaats. Over synergie wordt meer gesproken dan dat het wordt waargenomen. Uit diezelfde praktijk blijkt dat het integreren van een onderneming geen sinecure is; het vergt vaak meer geld dan gedacht. In ieder geval dient het uiteindelijke effect te zijn dat de verwachte geldstromen groeien of meer waard worden. Verschillende ondernemers zullen dit op verschillende wijzen trachten te bereiken. Dat verklaart ook het gegeven dat verschillende partijen bereid zijn tot het betalen van verschillende prijzen. Zoals gezegd zal de overnemende partij streven naar toegevoegde waarde en die kan slechts ontstaan indien de betaalde prijs lager ligt dan de aan het te kopen object toegekende waarde.

Voorbeeld

Stel dat de in het voorbeeld ten tonele gevoerde onderneming (zie Tijdschrift Controlling nummer 9) op T4 onderwerp wordt van een mogelijke transactie. Volgens de oorspronkelijke gegevens ziet de boekhoudkundige balans er dan als volgt uit:

Machines	350	Aandelenkapitaal	250
Debiteuren	20	Reserves	-75
Liquide middelen	25	Vreemd vermogen	200
Totaal	395	Crediteuren	20
		Totaal	395

Het vreemd vermogen betreft rentedragend vreemd vermogen. De balans geeft reële waarden weer. De kostenvoet voor het vreemd vermogen bedraagt 5 procent.

Uit de oorspronkelijke gegevens (zie nummer 9) blijkt dat op het moment van waarden (T4) de volgende vrije geldstromen zijn te verwachten:

	T5	T6	T7→∞
FCF	28,5	130,0	147,0

Indien tegen de oorspronkelijke kostenvoet voor het eigen vermogen (unlevered) contant wordt gemaakt, ontstaat een waarde van 1106 euro. De berekening verloopt als volgt:

$$Vt4 = \sum_5^{\infty} \frac{FCF}{(1+Keu)^n} = 1105,644133.$$

Verder wordt aangenomen dat de aanwezige financieringsstructuur (zie nummer 9) gehandhaafd blijft. Door het betalen van rente kan een fiscale aftrekpost ontstaan (rente). Daardoor zal een verlaging optreden van het aan vennootschapsbelasting te betalen bedrag, en wel ter hoogte van het zogeheten belastingeffect (tax shield). Volgens de oorspronkelijke gegevens:

	T5	T6	T7→∞
tax shield	7,5	6,0	1,5

Ook van deze bedragen wordt de contante waarde bepaald. De uitkomst bedraagt 21,444515 euro. De economische waarde wordt dan 1127 euro.

Op basis van het voorgaande is dan de volgende economische balans te construeren (T4):

Economische waarde operationele geldstromen	1106	Economische waarde eigen vermogen	927
Economische waarde belastingeffect	21	Economische waarde vreemd vermogen	200
Totaal	1127	Totaal	1127

Een potentiële koper zal dan maximaal 927 euro willen betalen (de prijs) als hij uitgaat van identieke verwachtingen aangaande geldstromen en financieringslasten. Uit de economische balans blijkt dat de aanwezige liquide middelen bij de waardering geen rol spelen. Het gaat bij het waarden om de geld genererende bezittingen. Over het algemeen zal het zo zijn dat de liquide middelen toebehoren aan de verkoper. Deze zal voor een eventuele overname tot uitkering overgaan. Is dat niet gewenst, dan zullen de liquide middelen meegaan naar de nieuwe eigenaar die daar dan voor moet betalen. In dat geval wordt de te betalen prijs 952 euro (= 927+25).

Als op het moment van waarden voor koper en verkoper exact dezelfde verwachtingen gelden, zij 'zien' als het ware dezelfde mogelijkheden, zal geen transactie tot stand komen. Het heeft geen zin om voor een bankbiljet van 10 euro een prijs te betalen van 10 euro. Als de economische waarde gelijk is aan de te betalen prijs wordt geen waarde toegevoegd en heeft de transactie economisch gezien geen zin. Het handelen van de mens is gericht op het toevoegen van waarde. Interessanter is het indien koper en verkoper verschillende

dingen zien of in een andere situatie of positie verkeren. Samenvoegen van activiteiten kan bijvoorbeeld schaalvoordelen opleveren. Stel dat daar sprake van is en dat de koper op grond daarvan de volgende geldstromen verwacht:

	T5	T6	T7→∞
FCF	26	135	152

Oorzaak van falen

Uiteraard gaat het integreren van bedrijven niet vanzelf. Uit de praktijk blijkt vaak dat hier de oorzaak van het falen van fusies en overnames ligt. In dit geval is verondersteld dat de samenvoeging in het eerste jaar geen positief effect heeft maar geld kost. De oorspronkelijk verwachte vrije geldstroom (28,5 euro) wordt nu op 26 euro gesteld.

Verder kan de potentiële koper een andere financiële structuur nastreven. In dit geval kan de bestaande lening per T6 worden omgezet in een lening van 250 euro. Tevens is op het moment van waarden de actuele kostenvoet voor het vreemd vermogen afwijkend van de door de verkoper gehanteerde rentevoet van 5 procent. De actuele rentevoet bedraagt 4,5 procent.

Welke consequenties volgen uit deze veranderingen? Het is duidelijk dat de schaalvoordelen tot waardeverhoging (ceteris paribus) zullen leiden. Met betrekking tot de kosten voor het vreemd vermogen ligt de zaak minder simpel. De bestaande lening kan pas op T6 worden afgelost. Het gevolg is dat de koper twee jaar lang teveel rente betaalt. Die rente is overigens fiscaal gewoon een aftrekbare kostenpost. Ook zal door het feit dat een hoger bedrag wordt geleend tegen een lagere rente het belastingeffect voor de jaren T7 en later gaan wijzigen.

De veranderingen zijn als volgt samen te vatten. De gewijzigde verwachtingen zullen leiden tot een hogere waarde. Door het contant maken van het verschil tussen de oorspronkelijke en de gewijzigde verwachtingen kan het effect worden berekend.

	T5	T6	T7→∞
FCF (gewijzigd)	26	135	152
FCF (oorspronkelijk)	28,5	130	147
Vershil	-2,5	5	5

Door het contant maken van de verschillen (tegen 12 procent) wordt het waarde-effect ter hoogte van 34,9702 euro verkregen.

Door het feit dat de gewenste vermogensstructuur van de koper afwijkt van de bestaande vermogensstructuur van de onderneming treedt een verschil op. Verder blijkt dat de actuele rente afwijkt van de door de verkoper betaalde rente. Als we aannemen dat de compensabele verliezen (zie nummer 9) door de koper kunnen worden benut, wordt pas over het vijfde jaar vennootschapsbelasting betaald over het operationele resultaat. Daar op dat moment ook de compensatie van het 'tax shield' over de eerste jaren nog moet plaatsvinden, wordt feitelijk geen belasting geheven. Het op dat moment te betalen bedrag van 7,5 euro wordt gecompenseerd door het belastingeffect.

De belastingeffecten (tax shield) kennen dan voor de twee situaties het volgende verloop:

	T5	T6	T7→∞
tax shield (gewijzigd)	7,5	6,0	3,375
tax shield (oorspronkelijk)	7,5	6,0	1,500
Vershil	0,0	0,0	1,875

Ook deze verschillen worden tegen de kostenvoet eigen vermogen (unlevered) contant gemaakt. Dat levert een bedrag op van 12,4562 euro.

Compensatie

Door de veronderstelde wijzigingen is dan een totaal waarde-effect tot stand gekomen van 47,4264 euro. Nu moet nog rekening worden gehouden met het feit dat de actuele rente afwijkt van de door de verkoper betaalde rente. De kostenvoet voor het vreemd vermogen bedroeg oorspronkelijk 5 procent, terwijl de actuele rente 4,5 procent bedraagt. Daar de lening niet direct op te zeggen is, moet de koper nog twee jaar lang een te hoge rente betalen.

Over synergie wordt meer gesproken dan dat het wordt waargenomen

Uiteraard wil hij daarvoor worden gecompenseerd en dat gebeurt door het bepalen van de economische waarde van het vreemd vermogen. Daar het vreemd vermogen in mindering wordt gebracht op de waarde van de onderneming, ontstaat zo een lagere economische waarde voor het eigen vermogen.

De berekening van de economische waarde van het vreemd vermogen wordt als volgt uitgevoerd. Alle toekomstige rente en aflossingsverplichtingen, op het moment van waarden, worden contant gemaakt tegen de actuele kostenvoet. In het onderhavige geval houdt dit het volgende in:

Economische waarde vreemd vermogen (T4):

$$\frac{10}{(1+0.045)} + \frac{10+200}{(1+0.045)^2} = 201,8727.$$

Ten opzichte van de boekwaarde van het vreemd vermogen (200 euro) is dit een verschil van 1,8727 euro.

De economische waarde van het eigen vermogen wordt nu door de volgende economische balans tot uitdrukking gebracht:

Economische waarde operationele geldstromen	1141	Economische waarde eigen vermogen	973
Economische waarde belastingeffect	34	Economische waarde vreemd vermogen	202
Totaal	1175	Totaal	1175

De maximaal te betalen prijs kan dan stijgen tot 973 euro, maar dat betekent wel dat alle voordelen 'weggegeven' worden aan de verkoper. Verstandige kopers zullen uiteraard proberen minder te betalen, maar dienen wel rekening te houden met de waarde zoals die in de ogen van de verkoper



T	Omschrijving	€	W EV W VV	Kel Kv	Vk EV Vk VV	TS	WACC
4	operationele waarde	1140,61					
4	waarde tax shield	33,90					
4	totale waarde	1174,52	972,6424	0,1356	131,86		
5	vermogenskosten	133,44	201,8727	0,045	9,08	7,500	0,1136
5		1307,96					
5	FCF	26,00					
6	waarde	1281,96	1080,9999	0,1339	144,79		
6	vermogenskosten	147,83	200,9569	0,045	9,04	6,000	0,1153
6		1429,79					
6	FCF	135,00					
7	waarde	1294,79	1044,7917	0,1379	144,13		
7	vermogenskosten	152,00	250,0000	0,045	11,25	3,375	0,1174
7		1446,79					
7	FCF	152,00					
8	waarde	1294,79	1044,7917	0,1379	144,13		
8	vermogenskosten	152,00	250,0000	0,045	11,25	3,375	0,1174
8		1446,79					
8	FCF	152,00					
9	waarde	1294,79					

aanwezig is. Onder normale omstandigheden zal die niet wensen te verkopen voor een prijs die daar onder ligt. Het creëren van waarde is nu eenmaal de primaire doelstelling van een onderneming.

In de hierna volgende tabel wordt nog getoond hoe het waarde-loop, als alles naar verwachting wordt gemateriali-

seerd, in de tijd muteert.

De laatste waarde blijft stabiel. Dit kan eenvoudig worden vastgesteld omdat blijvend een vrije geldstroom wordt verwacht van 152 euro en deze vertegenwoordigt een waarde van 1266,6666 euro (=152/0,12). Daar komt de waarde van het belastingeffect ad 28,1250 euro (= 3,375/0,12) bij. **-C**

advertentie