

Een subjectieve aangelegenheid

De auteur van deze bijdrage reageert op het artikel 'Bedrijfswaardering in het mkb: een specifieke aangelegenheid' van Alois Dée dat verscheen in de Accountant Adviseur van juli/augustus.

PIET HOOGVEEN AA/RV

'Bedrijfswaardering in het mkb: een specifieke aangelegenheid'. Met de titel kan ik het wel aardig eens zijn. Met de inhoud daarentegen heb ik wat moeite. De heer Dée begint in zijn bijdrage met te stellen dat discounted cashflow methode (DCF) door velen als de meest correcte methode van waarden gezien wordt, maar doet deze methode als zijnde gecompliceerd van de hand. Het argument dat DCF lastig is wordt wel vaker gehoord, maar is natuurlijk onzinnig. Een openhart operatie is ook gecompliceerd, maar dit is geen argument er maar van af te zien. Het maken van DCF-berekeningen moet je evenals het uitvoeren van openhart operaties wel laten uitvoeren door mensen met verstand van zaken.

Later spreekt hij over beurskoers en toepassing van CAPM (Capital Asset Pricing Model) alsof dit de enige juiste methoden van waarden zijn. Op die stelling heb ik de nodige kritiek. Zowel de beurskoers als het CAPM zijn prijstheorieën en geen waardetheorieën. Welke onderneming in

het mkb is beursgenoteerd? En voor niet genoteerde fondsen is het onmogelijk op directe wijze een Bèta (β) te berekenen. Dit maakt beurskoers en CAPM ongeschikt voor toepassing in het mkb. Waar ik ook moeite mee heb, is dat er in het artikel gesuggereerd wordt dat er een objectieve waarde bestaat. Die bewering is niet correct. Objectief wil immers zeggen dat dit de waarde (er bestaat geen andere) is. Vanuit de economische gedachte bestaat de waarde niet, maar ook de prijs bestaat niet. Een geruststellende gedachte dus, dat waarde in beginsel niets van doen heeft met prijs. In de alledaagse praktijk spreken velen van waarde in het economisch verkeer als ze het hebben over (objectieve) waarde. Ook dit spraakgebruik is niet correct. Waarde in het economisch verkeer is een veelal binnen de fiscale wereld - en daarmee prijsgeoriënteerd - gebruikt begrip en heeft niets van doen met het begrip economische waarde. Economische waarde vindt zijn oorsprong in vrije geldstromen en verder nergens anders in.

Waarde

Zoals ik in de inleiding naar mijn bijdrage al heb gesteld bestaat de waarde, evenals de prijs niet. Het meest aansprekende voorbeeld hiervan vinden we in de dagelijkse praktijk terug. In de ogen van een koper, of liever nog van verschillende kopers, kan een woonhuis of ander object op een gelijktijdig moment een andere waarde en ook een verschillende prijs hebben. Vooral de prijs zal vrijwel altijd afwijken van het bedrag waarvoor de verkoper het aanbiedt. Dit verschijnsel duiden we aan met de markt. Prijzen komen tot stand door van vraag en aanbod en hebben verder niet zo veel van doen met waarde. Een mooi voorbeeld hiervan vinden we terug in het koopgedrag van Warren Buffett. Hij stelt dat de prijs ongeveer gelijk ligt aan de helft van de waarde. Vrijwel iedereen kent de publicaties rondom deze succesvolle belegger, die het van krantenjongen tot miljardair heeft geschopt. Heeft hij dan gelijk dat de helft van de waarde de prijs is? Het antwoord hierop ligt voor de hand. Nee dus! Want zoals gezegd, zowel de waarde als de prijs bestaan niet.

Terug naar mijn kritiek. CAPM is een toepassing die gebaseerd is op de zogenaamde Modern Portfolio Theory (MPT). De Modern Portfolio Theory komt uit de beleggingswereld en gaat uit van een efficiënte markthypothese (ideale spreiding

CAPiTAU ASset

van risico's binnen een beleggingsportefeuille). In het mkb geeft dat wel de nodige problemen. Welke dga heeft een ideaal gespreide beleggingsportefeuille? Indien het antwoord 'nee' is dan valt CAPM als waarderingsmethode al snel af. De uitgangspunten voor het CAPM geven grotendeels het antwoord.

CAPM is namelijk gebaseerd op de gedachte dat:

1. iedereen te allen tijde elk gewenst bedrag tegen de zogenaamde risk free rate (R_f) kan lenen;
2. transactiekosten niet bestaan;
3. alle beleggers een gelijke tijdshorizon hanteren;
4. alle beleggers op logische wijze komen tot het formuleren van risicogrenzen.

Het is geen verrassing dat de gedachte waarop CAPM gebaseerd is binnen het mkb toch meer een utopie dan realistisch is.

Banken en andere financiers zullen niet snel bereid zijn om tegen R_f bedragen uit te lenen in de risicosfeer. Zou u dat wel doen? In het mkb en ook daarbuiten bestaan transactiekosten zeker. In het mkb zijn de transactiekosten vaak ook veel hoger dan daarbuiten en dat alle beleggers een gelijke tijdshorizon hanteren en op logische wijze een risicogrens formuleren is onzin. In het mkb zit de ondernemer vaak voor vele jaren aan de onderneming vast en is hij/zij er in veel gevallen toevalligerwijs ingerold. De voorbeelden hiervoor zult u vast kunnen vinden. Anders ik wel. Een angstige gedachte om, wetende welke uitgangspunten voor CAPM gelden, bedrijven in het mkb op basis van deze methode te waarderen.

Dat is niet het enige: zelfs vanuit de wetenschap bestaat op het gebruik van CAPM kritiek:

- a. Er wordt gebruik gemaakt van historische gegevens om een uitspraak te doen over de toekomst. Dat geeft dimensieproblemen.

- b. De covariantie en variantie komen tot stand met behulp van koersen. Koers is een prijs en geen waarde.
- c. De gebruikte β 's (bèta-factoren) zijn verschillend ten opzichte van elkaar voor gelijke fondsen. Dat baart ernstige zorgen over de vraag hoe een β nu precies bepaald is.
- d. Een β is bedoeld om de diversificatie in een beleggingsportefeuille te bouwen en niet om een enkel bedrijf te waarderen.

Wat mij betreft – en ik vind steun bij de wetenschap – is het CAPM niet geschikt om in het mkb te worden gebruikt. Allereerst vanuit het bekende dat CAPM een prijsgeoriënteerde theorie is, ten tweede vanuit de wetenschap dat het bijzonder lastig of β te vinden. En als we die dan al hebben, dan blijkt de β ongeschikt om een enkel bedrijf mee te waarderen. Vele argumenten dus om CAPM als waarderingsmethode voor het mkb af te wijzen.

Rust

Is er een alternatief? Jazeker! Deze is wel gebaseerd op de gedachte dat waarde situationeel, en aan plaats en tijd onderhevig is. Over waarderen het volgende:

Het bepalen van een waarde die gebaseerd is op een economische gedachte is en blijft, net als de eerder genoemde openhartoperatie, een gecompliceerde bezigheid. Of het nu om een mkb-onderneming gaat of om Philips, maar dat is nogmaals geen reden om van toepassing ervan af te zien. Waarde ontstaat uitsluitend in de toekomst en het is en blijft lastig om goede toekomstvoorspellingen te maken. Zoals al gezegd, is een van de bekende uitspraken van Warren Buffett dat slechts de helft van de prognoses die in de wereld gemaakt worden uitkomen en dat maakt het waarderen op basis van prognoses twijfelachtig. Als daar echter aan toegevoegd wordt dat waarde geen prijs is en ceteris paribus waarde ongelijk is aan prijs dan ontstaat er weer wat rust. Rust die ingegeven is door het feit dat over

de prijs te onderhandelen valt en over waarde niet. Dat maakt waarden een aparte en daarmee subjectieve bezigheid. De subjectiviteit komt tot stand doordat het handelen van de mens gericht is op de wens tot het toevoegen van waarde en aangezien voor iedereen een ander uitgangspunt geldt, maakt dat in de waarderingswereld objectiviteit niet bestaat. Groeneveld duidt waarden in zijn boek 'Waarde in bedrijf' aan als een situationeel-, tijd- en plaatsgebonden bezigheid. Vis heeft daartegen geen bezwaren. En nu deze beide mannen in feite de grondleggers zijn van het waarderingsberoep in Nederland, hoeft daar dus niet meer aan getwijfeld te worden, toch?

Vanuit de gedachte dat waarden altijd een subjectieve bezigheid is en zal blijven, is het toch maar het beste te blijven bij een discounted cashflow-methode. En om precies te zijn bij de zogenaamde APV-methode. Ook al blijft het een zeer lastige bezigheid om toekomstige geldstromen te voorspellen en de juiste vermogenskostenvoet te vinden om als disconteringsfactor te gebruiken. De koopsom (prijs) zal nog decennia lang door onderhandeling tot stand komen en dat is, nogmaals, dus een min of meer geruststellende gedachte.

De vraag resteert of het dan nuttig is om te waarderen als dat toch niets met prijzen van doen heeft. Het antwoord op deze vraag ligt ook weer voor de hand. Als vanzelfsprekend is het, ook voor niet deskundigen, fijn om te weten van welke waarde afscheid genomen gaat worden of welke verwachte waarde tot stand zal komen. Inzicht in waarde biedt comfort in onderhandelingen, omdat dan bekend is waar, uitgaande van de gebruikte veronderstellingen, de grenzen liggen. ■

Mijn dank gaat uit naar drs. J. Vis MBA RV voor zijn inhoudelijke reactie op de tekst.

Piet G. Hoogeveen AA/RV is directeur zBeSure Business Valuators.

P R I C I N G M O D E L