

Economische waarde en de financiering van een bedrijfsovername

Geplaatst op 19-11-2009 door De redactie

644 x gelezen



Als Register Valuator wordt mij regelmatig gevraagd welke rol de economische waarde bij de bank in het financieringsproces speelt. Feitelijk zou de economische waarde in het financieringsproces aan de orde moeten komen bij de bepaling van de vermogensseis (verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen). Economisch gezien wordt het eigen vermogen immers gevormd door het vreemd vermogen in mindering te brengen op de economische waarde van de onderneming.

Als bankier ben ik de afgelopen jaren bij tientallen overnamefinancieringen betrokken geweest. Bij de beoordeling van dergelijke financieringsaanvragen richt de bank zich grofweg op:

- De kwaliteit van de ondernemer;
- de onderneming en de positie die deze inneemt in de markt waarin zij opereert;
- de debt service (de verhouding tussen de (vrije) cashflow en de financieringslasten);
- de vermogensseis (de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen);
- de bancaire positie (zekerheden en aansprakelijkheden).

Als Register Valuator wordt mij regelmatig gevraagd welke rol de economische waarde bij de bank in het financieringsproces speelt. Feitelijk zou de economische waarde in het financieringsproces aan de orde moeten komen bij de bepaling van de vermogensseis (verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen). Economisch gezien wordt het eigen vermogen immers gevormd door het vreemd vermogen in mindering te brengen op de economische waarde van de onderneming.

Mijn ervaring is echter dat bank de economische waarde van de onderneming niet bij de bepaling van de vermogensseis betreft. De bank stelt de vermogensseis om zo te komen tot een gezonde verhouding tussen de risico's die worden gelopen door verstrekkers van eigen vermogen en die van verstrekkers van vreemd vermogen. Voor de bepaling van de vermogensseis neemt de bank echter voorzichtigheidshalve niet de economische waarde van de onderneming als uitgangspunt maar de overnameprijs. Graag illustreer ik dit aan de hand van onderstaand (sterk vereenvoudigd) voorbeeld:

Stel Koper X koopt onderneming Y van Verkoper Z voor een overnameprijs van 4.000. De bank stelt dat de vermogensseis minimaal 35% dient te bedragen zodat Koper in dit voorbeeld 1.400 eigen vermogen dient in te brengen. Koper is hiertoe bereid. Hij heeft 1.400 eigen vermogen beschikbaar voor de transactie en deze vindt plaats door betaling van de koopsom door Koper aan Verkoper met 1.400 eigen vermogen en 2.600 vreemd vermogen van de bank.

In voorgaand voorbeeld had Koper het door de bank gevraagde eigen vermogen beschikbaar. Veelal echter is dit niet het geval en wordt de vermogensseis van de bank ingevuld deels door eigen vermogen van de koper en deels door een achtergestelde lening van de verkoper.

Stel dat Koper uit ons voorbeeld slechts 400 eigen vermogen beschikbaar heeft. Om aan de 35% vermogensseis van de bank te voldoen zal Verkoper dan een achtergestelde lening moeten verstrekken van 1.000 om de transactie te kunnen afronden. De koopsom blijft 4.000 waarvan 400 door Koper wordt voldaan met eigen vermogen en 2.600 met vreemd vermogen van de bank. Het restant van 1.000 blijft Koper schuldig aan Verkoper in de vorm van een achtergestelde lening.

Als bankier heb ik diverse transacties gefinancierd waarbij de vermogensseis en de financieringsstructuur (op hoofdlijnen) werd ingevuld zoals in genoemd voorbeeld. Als Register Valuator sta ik daarbij echter voor een dilemma. In beginsel zou mijns inziens de economische waarde van de onderneming door de bank in de kredietbeoordeling moeten worden betrokken zodat de bank zich ook een beeld kan vormen van de kwaliteit van de transactie.

Koper X is nog steeds in de gelegenheid om onderneming Z te kopen voor een overnameprijs van 4.000. Koper heeft echter maar 300 eigen vermogen beschikbaar en is daardoor niet in staat om aan de 35% vermogensseis van de bank te voldoen. De bank is dan ook niet bereid de resterende financieringsbehoefte van 2.700 met vreemd vermogen te

financierieren. Koper schakelt een Register Valuator in die de economische waarde van de onderneming bepaalt op 5.000. Op grond van deze waarde is Koper bereid zijn overnameprijs te verhogen naar 4.300. Met Verkoper komt hij overeen dat deze zijn achtergestelde lening verhoogt van 1.000 naar 1.300. Verkoper is hiertoe bereid omdat hij een hogere opbrengst krijgt voor zijn onderneming. Omdat Koper nu wel voldoet aan de door de bank gestelde vermogens eis is deze bereid de noodzakelijke 2.700 aan vreemd vermogen beschikbaar te stellen.

Door verhoging van de overnameprijs van 4.000 naar 4.300 wordt economisch gezien de kwaliteit van de transactie voor de koper minder. Bij een ondernemingswaarde van 5.000 is de koper bij een koopsom van 4.000 immers in staat om 1.000 waarde te creëren en bij een koopsom van 4.300 slechts 700. Vreemd genoeg is ondanks deze kwalitatief slechtere transactie (ceteris paribus) de financierbaarheid door de bank in het laatste geval echter groter. Door verhoging van de achtergestelde lening met 300 is de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen nu immers 37% en daarmee voldoet de koper aan de 35% vermogens eis van de bank terwijl hier bij een koopsom van 4.000 niet aan werd voldaan.

Naar mijn mening zou de bank bij de behandeling van een overnamefinanciering ook de economische waarde van de over te nemen onderneming in de haar beoordeling moeten betrekken. Goed koopmanschap van de koper zorgt er dan niet alleen voor dat de koper economisch gezien een kwalitatief betere transactie doet maar dat ook dat de financierbaarheid van de overname groter wordt.

Koper X waardeert onderneming Y nog steeds op 5.000. De vraagprijs van Verkoper Z bedraagt 4.500 maar Koper weet door scherp onderhandelen en goed koopmanschap de koop te sluiten voor 4.000. Voor de financiering van de transactie wendt hij zich tot de bank. De bank is overtuigd van de door de Register Valuator in het waarderingsrapport opgenomen economische waarde van 5.000. Van de koopsom van 4.000 wordt door Koper 400 met eigen vermogen gefinancierd. Verkoper is bereid tot afgifte van een achtergestelde lening van 1.000. Het restant van 2.600 dient te worden gefinancierd met vreemd vermogen van de bank. Als de bank de economische waarde van de onderneming in haar beoordeling betreft bedraagt het eigen vermogen 2.400 (de economische waarde van de onderneming van 5.000 minus het vreemd vermogen van 2.600). De verhoudingen eigen vermogen / vreemd vermogen is dan 2.400 / 5.000 en Koper voldoet daarmee met 48% ruimschoots aan de door de bank gestelde 35% vermogens eis.

In feite bestaat het eigen vermogen van 2.400 in bovenstaand voorbeeld niet alleen meer uit het eigen vermogen van de koper van 400 en de achtergestelde lening van de verkoper van 1.000 maar ook uit het verschil tussen de economische waarde van de onderneming van 5.000 en de overnameprijs van 4.000. In feite is dit deel van het eigen vermogen van 1.000 door de koper 'verdient' door goed koopmanschap tijdens het onderhandelingsproces en wordt door hem/haar ook als eigen vermogen ingebracht.

Het zou mijns inziens goed zijn als ook de economische waarde van de onderneming door de bank bij de beoordeling van overnamefinancieringen zou worden betrokken. Als de overnameprijs hoger is dan de economische waarde van de onderneming dan zou zij feitelijk af moeten zien van financiering omdat er in economische zin door de koper geen zinrijke investering wordt gedaan. Als de overnamesom (aanzienlijk) lager is dan de economische waarde van de onderneming dan is dat de verdienste van de koper die door goed koopmanschap tijdens het onderhandelingsproces en overname van de onderneming tegen een aantrekkelijke overnameprijs feitelijk eigen vermogen heeft vergaard. Wellicht dat dit extra eigen vermogen de bank voldoende comfort biedt bij haar beoordeling van de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen en zij op grond daarvan bereid is het noodzakelijke vreemd vermogen beschikbaar te stellen.

Frank van Ee RV is als bankier werkzaam bij de Rabobank en als Register Valuator ingeschreven in het register van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (www.nirv.nl). Dit artikel schreef hij op persoonlijke titel.

» Dit artikel is op internet te vinden via <http://www.financieel-management.nl/content/view/13309>

© CxO Media, Amstelveen 2009

Financieel-Management.nl is een uitgave van CxO Media. Zonder schriftelijke toestemming van de uitgever is het niet toegestaan om INTEGRAAL artikelen over te nemen, te (doen) publiceren of anderszins openbaar te maken of te verveelvoudigen. Nota bene: geen toestemming is nodig om via een van de "RSS Feeds" van CxO Media de titel en de inleiding van artikelen over te nemen op (eigen) websites.

www.financieel-management.nl | www.cxomedia.nl