

Waarde-effecten van vreemd vermogen

Meer lenen bij lage rente?

Historisch lage rente, overvloedig aanbod aan vreemd vermogen: door een zo hoog mogelijke leverage toe te passen creëren bedrijven aandeelhouderswaarde. Tenminste, dat zeggen private equity fondsen en F&O-adviseurs. Maar klopt dat wel?

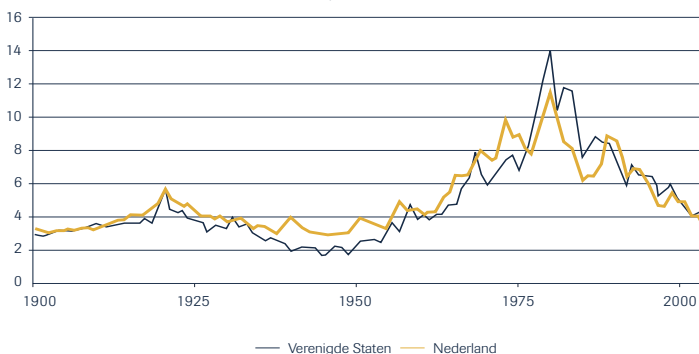
Door Ir A.B. (Arjen) Sparrius RV en Dr A.H.F. (Adri) Verboven

De hoogte van de rente is erg belangrijk bij de essentiële vraag of ondernemingen hun activiteiten moeten voortzetten dan wel uitbreiden. De keuze van de hoeveelheid vreemd vermogen voor de financiering van deze activiteiten hangt daarentegen voornamelijk af van zaken als fiscaliteit, onderpandwaarde en bedrijfsrisico. Uit hoofde van waarde is er dus alle reden om bij een lage rente te investeren, maar de financiering daarvan met vreemd vermogen is daarbij slechts marginaal waardecreërend.

Debt ratio, rente en bedrijfswaarde

Om de relatie tussen rente, bedrijfsrisico en bedrijfswaarde goed te begrijpen is het verstandig om terug te gaan naar het werk van Nobelprijswinnaars Modigliani en Miller (hierna "MM"). In 1958 lieten zij zien dat het voor de waarde van een bedrijf niet uitmaakt met hoeveel

Kapitaalmarktrente in historisch perspectief
(in procenten)

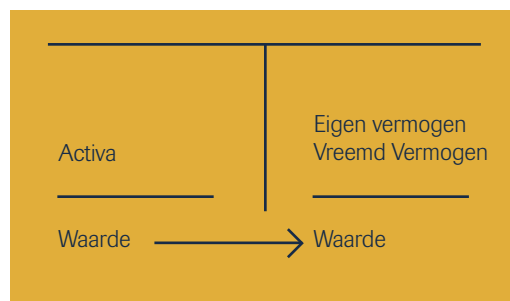


Figuur 1, bron DNB

vreemd vermogen zij is gefinancierd: slechts de kwaliteit van de door het bedrijf ondernomen activiteiten is belangrijk voor haar waarde, oftewel haar product/markt combinaties en het management, maar niet de debt ratio. Ofschoon daarbij moet worden gezegd dat zij deze opmerkelijke stelling konden afleiden onder een reeks van vergaande veronderstellingen, kan het belang hiervan nauwelijks worden overschat.

Wat MM namelijk precies beweren is het volgende. Ten eerste wordt de waarde van een bedrijf bepaald aan de actiefzijde van haar balans, namelijk door de kasstromen die naar verwachting uit de exploitatie van de bedrijfsactiviteiten in de toekomst worden verkregen. Aangezien de hoogte daarvan per vandaag onzeker is, is er sprake van risicovolle kasstromen. Dit betreft echter het operationele risico, dat voortvloeit uit zaken als bedrijfstakkeuze, bedrijfstakperspectief, omzetfluctuaties en kostenstructuur, maar niet uit de keuze van de financieringsstructuur. In de balans hiernaast is dit tot uitdrukking gebracht.

Wanneer de onderneming besluit om activa gedeeltelijk met vreemd vermogen te financieren, dan treedt volgens MM het welbekende financiële hefboomeffect op. Dit houdt in dat, door gebruik te maken van vreemd vermogen financiering met een lage kostenvoet, het geëist rendement op eigen vermogen zal stijgen als compensatie voor het extra financiële risico dat zij lopen in het geval de bedrijfsresultaten flink tegenvallen. In de uitgebreide balans is dit te zien. Aangezien het balanstotaal altijd gelijk is, kan er alleen maar substitutie van waarde tussen eigen en vreemd vermogen plaatsvinden, maar niet een verhoging van de waarde.



Tenslotte kan uit het voorgaande de relatie tussen rente en waarde worden afgeleid. De bedrijfswaarde wordt bij MM bepaald door verwachte kasstromen contant te maken aan de kostenvoet van het vermogen, waarmee de bedrijfsactiviteiten gefinancierd zijn. In deze kostenvoet is het operationele kasstroomrisico verwerkt. Per definitie geldt dat de kostenvoet (k) gelijk is aan de risicovrije rentevoet (r), verhoogd met een risicopremie (rp):

$$k = r + rp$$

De risicovrije rentevoet ('de rente') wordt bepaald door vraag en aanbod op de kapitaalmarkt. De risicopremie daarentegen is een vergoeding voor de risico's die voor het bedrijf van belang zijn. Het is dus aannemelijk dat de rente en de risicopremie min of meer onafhankelijk van elkaar zijn. Maar dat betekent weer dat een verhoging van de rente één-op-één doorwerkt in de kostenvoet. Aangezien toekomstige kasstromen niet veranderen door een verandering van de rente, kunnen we dus stellen dat een renteverhoging ervoor zorgt dat 'de lat' voor de onderneming hoger wordt gelegd, in die zin dat de gediscoteerde kasstromen een lager waardebedrag te zien geven. Bij MM leidt een lagere rente tot een lagere kostenvoet, en daardoor tot een hogere bedrijfswaarde. Maar (gedeelte-lijke) financiering met vreemd vermogen heeft geen waarde-invloed! Dat komt omdat het ogenschijnlijke voordeel van financieren met het goed-

kope vreemd vermogen teniet wordt gedaan doordat het eigen vermogen duurder wordt. De aandeelhouders dragen immers ook het financiële risico in geval van tegenvallende bedrijfsresultaten.

Waarde-effecten van vreemd vermogen

De waarde van de MM-analyse is dat het duidelijk maakt waar de onderneming zich op moet richten, namelijk op het creëren van waarde door productinnovaties succesvol te introduceren, of door andere investeringen en/of overnames die het bedrijfsresultaat doen stijgen. En niet zozeer op het 'slim' proberen te financieren van deze investeringen.

Zoals eerder opgemerkt is de MM-analyse opgesteld in een zeer 'klinische' wereld. Zo is daarin bijvoorbeeld geen sprake van belastingheffing, en wordt verondersteld dat er geen enkel waardeverlies is wanneer ondernemingen failliet gaan. Bovendien geldt dat alle belanghebbenden zoals management, aandeelhouders, en banken altijd dezelfde informatie over de onderneming hebben. Allemaal veronderstellingen die in de werkelijke wereld niet opgaan, én die een effect hebben op vreemd vermogen financiering.

Belastingheffing

De rente die op vreemd vermogen dient te worden betaald is in Nederland fiscaal aftrekbaar, in tegenstelling tot dividend op aandelen. Deze ongelijke fiscale behandeling maakt dat iedere euro die als rente wordt betaald een 'fiscale subsidie' oplevert ter grootte van het relevante vennootschapsbelastingtarief. Naarmate er dus meer gebruik van vreemd



Adri Verboven



Arjen Sparrius

vermogen wordt gemaakt, is deze waardevolle 'subsidie' in euro's hoger. Zo voegt het dus waarde toe aan de onderneming, bovenop de waarde die door de activa wordt gecreëerd. Het belang van deze waardetoevoeging is overigens groter naarmate de rente hoger is.

Faillissementskosten

Naarmate een onderneming meer renteverplichtingen aangaat, neemt de kans toe dat zij bij tegenvallende bedrijfsresultaten een keer in staat van insolventie raakt, of zelfs failliet gaat. In dergelijke omstandigheden worden afnemers kopschuw, eisen leveranciers contante betaling, of moeten curatoren en advocaten worden betaald. Dit zijn voorbeelden van negatieve waarde-effecten die het gevolg zijn van excessief gebruik van vreemd vermogen.

Informatie en macht van vreemd vermogensverschaffers

'Equity is soft, debt hard; equity is forgiving, debt insistent; equity is a pillow, debt is a sword.' In de 70-er jaren is door Michael Jensen van de Harvard Business School uitgebreid onderzoek gedaan dat leidde tot de conclusie dat de operationele en investeringsbeslissingen van ondernemingen beïnvloed worden door hun debt-equity ratio. Wanneer een onderneming een lening afsluit bij een bank, dan is deze alert op het tijdig nakomen van de rente- en aflossingsverplichting. Omdat de bank niet bij de dagelijkse gang van zaken bij de onderneming is betrokken zal zij er alles aan doen om zo veel mogelijk informatie te vergaren over de werkelijke financiële stand van zaken binnen de onderneming. Het management, dat veel betere informatie heeft, weet op haar beurt dat zij de bank nog vaker nodig zal hebben, en zal om deze reden een prikkel hebben om toch vooral aan de financiële verplichtingen jegens de bank te voldoen. Dit wordt ook wel de 'disciplinerende werking' van vreemd vermogen genoemd, en is waardevol omdat dit het management 'scherp houdt' in het realiseren van haar doelstelling: waardevergroting. Dit aspect van vreemd vermogen financiering wordt ten volle benut bij leveraged buy-outs (LBO's), waarbij overigens de equity

providers een minstens even 'disciplinerende' rol spelen in rechtstreekse governance van de onderneming. Het is dan ook de vraag of de in deze paragraaf bedoelde meerwaarde alleen bereikt kan worden bij maximaal vreemd vermogen, of dat moderne corporate governance in gelijkaardige effecten resulteert.

De 'Adjusted Present Value' methode

De in het vorenstaande beschreven principes worden bij het waarderen van bedrijven toegepast in de 'Adjusted Present Value (APV) methode'. Deze methode analyseert de marktwaarde van een onderneming volgens het model dat schematisch in onderstaande figuur is weergegeven.

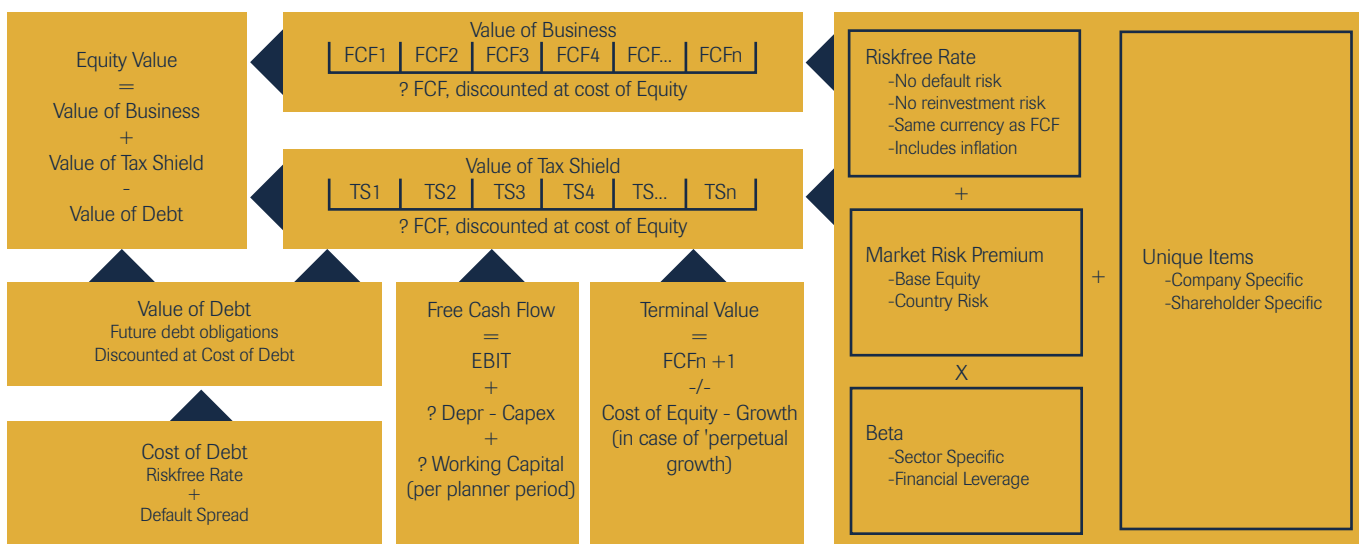
Kort samengevat komt deze methode hierop neer: de netto contante waarde van de ondernemingsactiviteiten wordt berekend door de verwachte toekomstige operationele cashflow ('Free Cash Flow') contant te maken tegen de kostenvoet voor het eigen vermogen, als waren de activiteiten geheel met eigen vermogen gefinancierd.

In de tweede stap wordt gekeken naar de invloed van financiering op de waarde. Indien sprake is van vreemd vermogen, dan vertegenwoordigt de fiscale aftrek van rentebetalingen een bron van waarde. Deze 'cashflow van tax shields' wordt contant gemaakt tegen dezelfde kostenvoet als de operationele cashflow, en resulteert in de toegevoegde economische waarde als gevolg van financiering met vreemd vermogen.

Vervolgens wordt geanalyseerd wat de waarde van het vreemd vermogen is. Indien de financiering verkregen is tegen de op het moment van de waardering heersende marktcondities, dan is de waarde van de schuld gelijk aan de nominale waarde. Indien er echter afwijkende condities bestaan, bijvoorbeeld een hogere rente op nog niet afgeloste obligaties, dan zal de marktwaarde van het vreemd vermogen afwijken van de nominale waarde. De marktwaardewaarde van het eigen vermogen, tenslotte, wordt bij verschil bepaald: de economische waarde van de ondernemingsactiviteiten + de economische waarde van de tax shield – de marktwaarde van de schulden.

Business Valuation

The Adjusted Present Value Method



Verschil tussen waarde en prijs

Het is van belang een onderscheid te maken tussen de waarde van een onderneming, en de prijs die ervoor betaald wordt bij een transactie.

Wanneer twee partijen een transactie met elkaar doen, is de betaalde prijs doorgaans objectief waarneembaar. Het is na onderhandeling de financiële uitkomst die op dat moment voor beide partijen acceptabel is. Ook indien er zakelijke onderhandelingen geweest zijn, impliceert dit niet dat de waarde van de transactie voor beide partijen gelijk is.

Indien de koper een ondernemer is, zal deze er niet goed aan doen om de volledige waarde die voor hem in de aankoop besloten ligt, te betalen aan de verkoper. Alleen een koper die uit een beleggingsoogpunt handelt, kan ermee leven dat hij 'slechts' zijn vermogenskosten terugverdient op een investering.

Vanuit het perspectief van de verkoper, is een transactieprijs acceptabel indien die gunstiger is dan de overige ontvangen biedingen, en mits de prijs ten minste gelijk is aan de waarde die verkoper aan het handhaven van zijn bezit toekent. Waardering is derhalve een subjectieve zaak; afhankelijk van perspectief, voorkeuren en alternatieven.

Kunnen we op de bedrijvenmarkt prijzen zien oplopen terwijl de onderliggende economische waarde van bedrijven niet toeneemt? Ja, dat is zeer wel mogelijk. Naarmate een markt meer liquide is, hebben verkopers meer mogelijkheden een hoge prijs uit te onderhandelen, en zal de waardebepaling door een serie kopers statistisch verder uiteenlopen. Dit kan optreden zonder dat de waarde van de onderneming hoger wordt.

Ook indien er financiële kopers in de markt zijn, kunnen prijzen op een hoger niveau komen. In die situaties dat geen waardeverschil gecreëerd wordt door het strategisch vermogen en ondernemerschap van corporate kopers, zullen financiële kopers vanuit een beleggingsoptiek bereid zijn een hogere prijs te betalen dan de corporate koper die geen beleggingsdoel heeft.

Deze twee constatering laten wederom zien dat een lage rente inves-

teringen en/of overnames bevordert. En dit is, wederom, omdat dergelijke investeringen, vanwege de lagere kostenvoet, voor vele partijen interessante proposities zijn. Lage rente doet de prijzen stijgen. Maar het is niet zo dat deze investeringen door de lage rente met meer vreemd vermogen worden gefinancierd.

Al met al is een lage rente zeer bevorderlijk voor het investeringsklimaat, en vele bedrijven zullen daar hopelijk van profiteren en hun waarde verhogen. Maar zij moeten dat primair doen door wijs te investeren, en niet door verhoudingsgewijs met meer vreemd vermogen te financieren.

Conclusie

Vreemd vermogen en waarde-effecten:

- De hoogte van de rentevoet heeft, via de vermogenskostenvoet, een zeer belangrijke invloed op de bedrijfswaarde;
- De hoogte van de rentevoet heeft een verwaarloosbare invloed op de keuze van de financieringsstructuur;
- De keuze van de financieringsstructuur heeft 'meerwaarde' voor de onderneming, louter alleen vanwege de 'externe' effecten zoals fiscaliteit;
- De meerwaarde van financiering met vreemd vermogen steekt bij een succesvol bedrijf schril af tegen de waarde die voortvloeit uit de kernactiviteiten van het bedrijf;
- Een lage rente zal, vanwege grotere belangstelling voor investeringsprojecten en overnames, prijsverhogend werken, maar zal geen vreemd vermogen financiering in grotere verhoudingen impliceren.

Arjen Sparrius is directeur van adviesbureau Business Value BV. Hij is bedrijfskundige en Register Valuator, en lid van de vereniging Nederlands Instituut voor Register Valuators. Adri Verboven is mede-eigenaar van investeringsmaatschappij Biemans Verboven & Co Investments BV. Daarnaast is hij part-time als Associate Professor verbonden aan het Department of Finance van de Universiteit van Tilburg.