



RB-Studiekring  
Gelderland-Overijssel

Datum  
1 december 2014

Onderwerp  
Lezingen ondernemingswaardering

Geacht RB lid,

In mei en juni 2015 zullen wij twee lezingen verzorgen over ondernemingswaardering voor de RB-Studiekring Gelderland-Overijssel. In twee bijeenkomsten van ca. twee uur leert u de basisbeginselen van waarden volgens de discounted cash flow methode. De lezingen zullen toegespitst zijn op praktische toepasbaarheid en dan vooral binnen het MKB.

Omdat de theorie omtrent ondernemingswaardering complex is hebben wij een syllabus samengesteld. Het is aan te raden deze syllabus voorafgaand aan de eerste bijeenkomst door te lezen. Dit zorgt ervoor dat alle deelnemers op een gelijk basis kennisniveau starten.

Wij vertrouwen u hiermee van dienst te zijn geweest.

Met vriendelijke groet,

C. Denneboom  
Partner



**Syllabus ondernemingswaardering**

t.b.v.

Register Belastingadviseurs

Studiekringen Gelderland en

Overijssel

VALUEPRO

BEDRIJFSWAARDERING & ADVIES

## INHOUDSOPGAVE

Inleiding aandelenwaardering .....	2
De accountant, belastingadviseur en financieel planner als psycholoog .....	3
Hogere prijs door goed voorsorteren .....	5
Opdracht voorsorteren .....	11
dga-1401 Waarderingsituaties .....	12
dga-1402 Ongunstige omstandigheden voor verkoper MKB-onderneming .....	13
dga-1403 Relativiteit waarderingsmethoden .....	13
dga-1404 Vuistregels waardering .....	14
dga-1405 Normalisaties .....	14
dga-1406 Synergie .....	15
dga-1407 Combinatie intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde .....	16
dga-1408 Rentabiliteitswaarde .....	17
dga-1409 Rendementsnorm, kostenvoet vermogen .....	18
Levered versus unlevered .....	21
WACC .....	22
dga-1410 Verhouding EV/VV .....	23
dga-1411 Discountedcashflowmethode (DCFV).....	23
Aftrek van schulden .....	25
Zelfstandige vrucht dragers .....	26
Aftrek investeringsachterstand, toename werkkapitaal .....	26
VPB.....	27
Persoonlijke goodwill.....	27
Scenarioperiode en restwaarde.....	27
DCFV voor IB-ondernemingen? .....	28
dga-1412 Adjustedpresentvaluemethode (APV) .....	28
dga-1413 Rentabiliteitsmethode .....	29
dga-1415 Waarde en financiering.....	30
dga-1416 Earn-out en waardering .....	32
dga-1417 Doorlopende waardering preferente aandelen .....	33
Opdrachten .....	35

## **INLEIDING AANDELENWAARDERING**

De waardering van ondernemingen is een uitdagend vakgebied. In de praktijk oriënteert men zich vaak op allerlei conventies. Denk aan de waardering van goodwill van vrije beroepspraktijken op 1 x de omzet. Assurantiepraktijken plegen te worden gewaardeerd op basis van de provisie-omzet. Bij het grootbedrijf is het gebruik van meer ingewikkelde methodieken noodzakelijk: de discounted cash flow- of de adjusted present value methode. Hierbij moet men voorkomen dat de methode met de adviseur aan de haal gaat. Voor een verantwoord gebruik moet de adviseur boven de stof staan en indien nodig flexibel omgaan met de theorie. Dat geldt al helemaal voor het MKB, waar deze cursus zich op richt.

Onderstaand worden in een aantal onderdelen verschillende aspecten van de waarderingspraktijk en –theorie besproken.

De aanduiding dga-1401 etc. correspondeert met MFAS. Mocht u geen abonnement hebben op MFAS dan is dat voor het volgen van deze cursus geen ramp omdat de inhoud van deze syllabus zelfstandig leesbaar is zonder de verwijzingen te raadplegen.

Mocht u meer informatie willen over de adviesteksten en rekenmodellen van MFAS raadpleeg dan de website [www.mfas.nl](http://www.mfas.nl)

## DE ACCOUNTANT, BELASTINGADVISEUR EN FINANCIËEL PLANNER ALS PSYCHOLOOG

Een ondernemer is een gevoelsmens. De enorme gedrevenheid van sommige ondernemers is niet zelden de dekmantel voor een pathologische geestestoestand (vadercomplex, compensatie minderwaardigheidsgevoelens etc.). Deze realiteit kan opspelen bij de verkoop van een onderneming, waarbij partijen zich niet zelden onredelijk opstellen. Uit onderzoek van wetenschapper, managementadviseur en psychoanalyticus Manfred Kets de Vries blijkt dat de prestatiedwang van sommige ondernemers voortvloeit uit de compensatie van het leed dat hen in hun jeugd op de een of andere wijze is aangedaan. Vaak is sprake van gebrek aan reëel zelfrespect en een ongezonde behoefte aan applaus. Dit vergt een gebruiksaanwijzing waar de adviseur zelf achter moet komen op basis van zijn psychologische huis-tuin-en-keukeninzichten. Psychologische barrières waarmee de adviseur te maken kan krijgen zijn:

- angst voor de dood;
- tegenzin om afstand te doen van controle en macht;
- verlies van identiteit;
- vooringenomenheid ten aanzien van planning;
- het niet kunnen kiezen tussen kinderen;
- angst voor pensionering;
- jaloezie en rivaliteit.

Telkens blijkt dat een mens minder rationeel is dan waar adviseurs vanuit plegen te gaan. Iets om voortdurend in gedachten te houden bij het doornemen van deze syllabus en bij het adviseren. De adviseur die goed kan omgaan met psychologische aspecten, zich inleeft in cliënten en inspeelt op hun emotie, heeft de meeste kans op succes bij het adviseren over bedrijfsopvolging en financiële planning. Deze vaardigheid is belangrijker dan kennis van hoogwaardige planningsoplossingen. De ideale adviseur slaagt er bij voortdurend in de emotionele en rationele kanten van het vak te integreren.

Een belangrijk motief voor verkoop van de onderneming kan zijn het bereiken van financiële onafhankelijkheid. De ondernemer verlost zich zo van de inherente financiële onzekerheden van het ondernemerschap. Het komt nogal eens voor dat ondernemers verwachten hierdoor in een walhalla terecht te komen. Zodra de buit binnen is, raakt dit voordeel op de achtergrond en fixeert men zich op de nadelen. Een van deze nadelen is het spreekwoordelijke zwarte gat.

Ondernemers identificeren zich in hoge mate met hun onderneming. Als zij die kwijtraken, raken zij ook een deel van zichzelf kwijt. Bedrijfsopvolging kan in de ogen van de overdrager ook met statusverlies gepaard gaan. Verder confronteert de bedrijfsopvolging de ondernemer met zijn sterfelijkheid. Dit kan de verklaring zijn van allerlei onverwachte reacties die op het eerste gezicht onbegrijpelijk lijken.

Vooraf in het MKB spelen emotionele aspecten een zeer belangrijke rol. Als onbevooroordeelde buitenstaander denkt u misschien dat er niets mooier is dan eindelijk financieel onbezorgd van het leven te kunnen genieten. Dit beeld wordt gevoed door reclame-uitingen van banken en verzekeraars: palmbomen, witte stranden, zeiljachten etc. U gaat ervan uit dat dit ook geldt voor uw cliënt. Maar de meeste ondernemers zijn hiervoor niet in de wieg gelegd, wat zich kan uiten in allerlei vormen van weerstand tegen de opvolging. Na de overdracht van de onderneming zal de cliënt zich op de een of andere manier moeten vermaken. Dat is in de praktijk niet zo eenvoudig als het lijkt. Het Zwitser Leven-gevoel wordt door iedereen weer anders beleefd. Zo verkocht Loek Brons in 1980 zijn textielsupermarkten aan Zeeman voor, naar verluidt, 36 miljoen euro. In plaats van stil te gaan leven, koos hij ervoor in de kunst te gaan. Hij ging kunstgeschiedenis studeren en studeerde cum laude af. Daarna begon hij een kunsthandel. Een typerend citaat: 'Waarom ga je niet rustig in Zuid-Frankrijk zitten? Wel, er lijkt me niets erger dan dat. Ik zou me afschuwelijk vervelen.'

Onderdeel van het voorsorteren is dat de ondernemer zich alvast buigt over de vraag hoe hij na zijn (vervroegd) pensioen zijn leven gaat inrichten. Op welke hobby's kan hij zich storten, welke reizen wil hij maken etc.? De aspirant-overdrager zou moeten overwegen om gedurende het voorsorteren alvast taken te delegeren om zo wat minder lange dagen te hoeven maken. Dat maakt ook de overgang gemakkelijk en voorkomt psychische problemen in de toekomst. Natuurlijk bent u als accountant/belastingadviseur/financieel planner niet opgeleid als vrijetijdsadviseur. Maar omdat dit grotendeels een kwestie van gezond verstand betreft, is er geen goede reden te bedenken waarom u die rol niet zou kunnen vervullen.

In veel gevallen voorziet het verkoopcontract in de verplichting voor de verkoper nog een aantal jaren als directeur aan de onderneming verbonden te blijven. De psychologische last die dit met zich meebrengt, wordt soms onderschat. Veel ondernemers kunnen zich maar moeilijk of helemaal niet schikken in de rol van werknemer of adviseur. Men vindt het vaak onverteerbaar om te worden geconfronteerd met door de koper in gang gezette reorganisaties en andere veranderingsprocessen. Het is beslist zinvol hierbij vooraf stil te staan en te zorgen voor een werkbare invulling van de wens van de koper. In sommige gevallen kan het adviseerbaar zijn dat de overdrager genoeg neemt met een lagere verkoopprijs in ruil voor vrijheid na de deal.

Het komt regelmatig voor dat de ondernemer eigenlijk wel zou willen stoppen, maar dit niet doet vanwege onzekerheid over de financiële situatie na de overdracht. De adviseur kan een belangrijke rol spelen in het wegnemen van die onzekerheid. Op basis van een redelijke veronderstelling ten aanzien van de opbrengst van de onderneming en het uitgavenpatroon na de opvolging kan een financieel plan worden gemaakt. Een dergelijke advisering kan de ondernemer ertoe aanzetten haast te maken met bedrijfsopvolging.

Ouders die de onderneming aan kinderen overdragen, zijn soms geneigd om de opvolger te beoordelen op basis van hun eigen normen. Veel overdragende ondernemers hebben moeite met loslaten. Scheiden doet lijden. Soms lijkt het alsof de overdrager met het grootste plezier de zaak achter zich laat en nu eens écht van het leven zal gaan genieten. Achter de zelfvoldane glimlach kan echter een zee van onbehagen schuilgaan. Houd daarom rekening met gemengde gevoelens. De adviseur moet hiermee goed omgaan. Dit is veel belangrijker dan het uitwerken van de fiscaal meest voordelige overdrachtsvorm.

Luister bij de onderhandelingen en de adviesgesprekken goed en probeer non-verbale signalen op te vangen om de ware gevoelens van de overdrager (en de overnemer) te achterhalen. Als de overdrager traag is met het reageren op uw voorstellen, heeft dat wellicht een andere oorzaak dan tijdgebrek. Misschien is het een onbewust signaal dat hij er nog niet aan toe is de stap te zetten. Soms kan het goed zijn om in uw advies op te nemen dat de overdrager adviseur of commissaris wordt bij de onderneming of dat de overdracht het beste in cv-vorm kan worden gegoten. Dat kan de pijn verzachten! Als u merkt dat de overdrager eigenlijk geen vertrouwen in de kandidaatovernemer heeft, bespreek dat dan. In dat geval kan het de voorkeur verdienen op zoek te gaan naar een andere kandidaat.

Degene die een overdragende ondernemer adviseert, moet terdege rekening houden met psychologische aspecten. Het is niet ondenkbaar dat de cliënt zijn eventuele frustratie botviert op de adviseur. U dus! Vat dit dan niet persoonlijk op. Wellicht dat u de ondernemer moet teleurstellen indien het gaat om de verkoopprijs. En dan moet er ook nog met de fiscus worden afgerekend!

### *Hogere prijs door goed voorsorteren*

Voorsorteren in het kader van bedrijfsopvolging behelst het geheel van maatregelen dat wordt genomen om de onderneming verkoopklaar te maken met het oog op een zo gunstig mogelijke verkoop. Door middel van voorsorteren kan het risico worden beperkt dat de onderneming te zijner tijd onverkoopbaar is. Deze maatregelen liggen grotendeels in de bedrijfseconomische sfeer en de bedrijfsorganisatie sfeer. Daarnaast is het van belang om fiscaal en juridisch voor te sorteren. Toch is het voor de fiscale adviseur en/of financieel planner zinvol om over de schutting van hun eigen vakgebied heen te kijken en aandacht te besteden aan de andere aspecten en initiërend hierin op te treden. Het succes van een accountant/belastingadviseur/financieel planner wordt in hoge mate bepaald door mate waarin hij in staat is om het totale proces goed te kunnen regisseren zonder daarbij de superspecialist op alle aspecten te zijn. Het moge duidelijk zijn dat bij bedrijfsopvolging in de familiesfeer anders met voorsorteren wordt omgegaan dan bij verkoop aan een derde. Hierbij is minder van belang door middel van window dressing de prijs omhoog te krijgen. Wel belangrijk is het kind geleidelijk toe te laten groeien naar zijn nieuwe rol.

Een prealabele vraag is of de onderneming überhaupt overdraagbaar is. Als de rentabiliteitswaarde lager ligt dan de liquidatiewaarde, zal bekeken moeten worden of de rentabiliteit kan worden verbeterd. Denk aan een detailhandel met een winst lager dan de huurwaarde van het winkelpand. Als de winstgevendheid niet wordt verbeterd, zal de ondernemer zich ermee moeten verzoenen dat hij te zijner tijd opheffingsuitverkoop moet houden.

Het verkoopproces is afhankelijk van de aard van de onderneming. Zo zal de aanpak bij een videotheek heel anders moeten zijn dan bij een architectenbureau. Per type onderneming kunnen ook de de vuistregels voor de prijs nogal verschillen: één keer de omzet, twee keer de omzet, drie keer de winst, tien keer de winst etc. Soms kunnen beroepsorganisaties een indicatie geven van de gangbare overdrachtsprizen. Voor België vindt u goodwillnormen op [www.mesotten.be](http://www.mesotten.be).

Eigenlijk moet een ondernemer voortdurend zijn bedrijf aanpassen aan gewijzigde marktomstandigheden en voortdurend verbeteringen doorvoeren. In de praktijk komt daar echter niet altijd evenveel van terecht. Een aanstaande bedrijfsopvolging brengt wellicht een sfeer met zich mee waarin een ondernemer meer openstaat voor veranderingen. Hij gaat straks zijn hele bedrijf verkopen. Waarom zou hij dan nu moeilijk doen over aanpassingen die in dat licht relatief onbetekenend zijn?

Weinig spectaculair maar zeer zeker zinvol zijn maatregelen van cosmetische aard. Iemand die zijn huis verkoopt, doet er verstandig aan deze een schilderbeurt te geven en de tuin een verzorgd aanzien te geven. Men kan op zijn klompen aanvoelen dat een huis beter verkoopt als het er poco bello uitziet. Dat geldt ook voor ondernemingen. Maar voorsorteren gaat bij ondernemingen veel verder. Als de ondernemer over bijvoorbeeld vijf jaar wil verkopen, is het zinvol nu al een waardering te verrichten. Aan de hand van de uitkomst kan worden bekeken waar de bottlenecks zitten. Men heeft dan nog ruim de tijd om hieraan te werken.

Zo blijkt wellicht dat de brutowinstmarge aan de lage kant is. Om dit te beoordelen is het zinvol een vergelijking te maken met branchecijfers. Wellicht kunnen kostenreducties worden doorgevoerd. Stel dat een onderneming naar verwachting voor zeven maal de winst wordt verkocht. In dat geval leidt een structurele kostenbesparing van € 10.000 op jaarbasis tot een waardestijging van € 70.000. Dat is nog eens hefboomwerking. Het kan de moeite lonen actief naar dergelijke mogelijkheden op zoek te gaan.

Het is raadzaam om structureel onrendabele activiteiten (stokpaardjes van de ondernemer?) ruim voor de verkoop te beëindigen.

Adviseer om overtollige voorraden tijdig op te ruimen. Men kan dit natuurlijk ook aan de koper overlaten. Maar deze zal hiervoor ongetwijfeld een korting op de prijs bedingen.

De 'ondernemersbeloning' in het MKB bestaat veelal uit enerzijds een arbeidsbeloning en anderzijds een vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen. Een dominante eerste component betekent een lagere waarde en beperkte overdraagbaarheid. Een ondernemer die het maximale uit zijn bedrijfsoverdracht wil halen, zal de onderneming minder afhankelijk moeten maken van zijn persoonlijke arbeid en relaties. Namelijk slechts het gedeelte van de ondernemingswaarde, dat is toe te schrijven aan de component 'vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen' is overdraagbaar.

Door middel van delegeren en management development kan persoonlijke goodwill (gedeeltelijk) worden vervangen door zakelijke goodwill. Denk hierbij aan het tweede echelon, dat bij veel MKB-ondernemingen een zwak punt vormt. Wellicht zullen er nieuwe functies moeten worden gecreëerd, waarvoor een of meer nieuwe mensen moeten worden aangenomen. Essentieel is te waarborgen dat de onderneming ook zonder de huidige ondernemer/dga kan blijven bestaan en groeien. Mogelijk dat de aan te trekken sterke man of vrouw te zijner tijd het bedrijf kan overnemen (MBO). Zo creëert men zijn eigen koper. Dit moet zeker worden overwogen als de onderneming moeilijk verkoopbaar is. Als tussenfase kan aan de vorming van een vof worden gedacht. Soms wordt de gedoodverfde opvolger alvast een aandelenpakket gegund of een belang in de vorm van opties.

De omzet is een belangrijk element bij de waardering. Deze vloeit voort uit klanten. Daarin ligt het belang van een cliëntendatabase. Naarmate een onderneming haar klanten beter kent, zal zij erin slagen er meer omzet uit te halen. Marketingspecialisten noemen dat deep selling. Zo kan het ook zinvol zijn om periodiek nieuwsbrieven te verzenden. Als men dat via e-mail doet, kan dat zelfs tegen zeer lage kosten. Zorg er wel voor dat het adressenbestand up-to-date is. Van belang zijn ook de administratie en de jaarrekening. Stroomlijn de administratie, zodat deze ook bruikbaar is voor managementinformatie. In het kader van de aanstaande due diligence en onderhandelingen is het gunstig dat allerlei kerngegevens direct kunnen worden overlegd. Het belang hiervan wordt geïllustreerd door een opmerking van Jan Aalberts, bestuursvoorzitter van Aalberts Industries. Deze beursgenoteerde onderneming heeft de afgelopen jaren binnen en buiten Nederland tientallen bedrijven overgenomen. 'Als de financiële administratie een zootje blijkt, haken we af.'

De jaarrekening speelt een belangrijke rol bij de waardebeoordeling. Met het oog hierop kan het de moeite lonen om proactieve accounting toe te passen. Dat wil zeggen, enkele jaren voor de overdracht kritisch te kijken naar de grondslagen van de jaarrekening en deze zoveel mogelijk in overeenstemming te brengen met de wettelijke regels en alle zaken die aan deze specifieke ondernemer verbonden zijn te elimineren. Waarderingsexperts kennen bij de waardebeoordeling trouwens minder betekenis toe aan winst dan aan cashflow. Winst kan makkelijk worden gemanipuleerd. In dit verband valt te denken aan het activeren van de kosten van immateriële activa, terwijl maar moet worden afgewacht of deze te zijner tijd wat zullen opleveren. Andere voorbeelden zijn het achterwege laten van afwaardering van incurante voorraden en voorzieningen voor verliesgevende projecten. Cashflow is een hard gegeven, hoewel bij de schatting van toekomstige cashflow natuurlijk ook subjectiviteit optreedt.

Bij de verkoop zal er een normalisatie van de resultaten plaatsvinden, zoals het salaris van de directeur (dga). De nieuwe directeur zal mogelijk een hogere of lagere beloning krijgen. Al te veel normalisaties kunnen een potentiële koper kopschuwen maken. Of het mogelijk is maatregelen te nemen waardoor het aantal normalisaties beperkt kan blijven, moet worden bezien. Wellicht dat moet worden geadviseerd de echtgenote en de studerende kinderen alvast van de loonlijst te halen en de dga de kosten van de golfsport privé te laten betalen. Met andere woorden, maak de te verkopen onderneming zo transparant mogelijk. In dit verband kan het ook zinvol zijn om activiteiten die niet in de overdracht zullen worden betrokken, vroegtijdig organisatorisch en



juridisch af te zonderen. Verder valt te denken aan het scheiden van bedrijfsvermogen en niet-bedrijfsvermogen (stamrecht, pensioenverplichting en rekening-courant dga).

Kopers zien graag een gelijkmatige groei. In dat geval worden risico's lager ingeschat en is een koper bereid meer te betalen voor dezelfde winst. Bijvoorbeeld zeven keer de winst in plaats van vijf keer de winst. In dit verband dient kritisch te worden gekeken naar risicovolle activiteiten met sterk fluctuerende resultaten. Wellicht dat deze beter kunnen worden beëindigd. In dit kader kan ook worden overwogen om bepaalde risico's bij andere partijen neer te leggen (outsourcing). Een beproefde mogelijkheid om de voorspelbaarheid van de winst te vergroten, is het invoeren van een systeem van serviceabonnementen.

Bij sommige MKB-ondernemingen is het debiteurenbeheer slap. Men kent zijn afnemers persoonlijk en voelt er vaak niet voor om zich al te hard op te stellen. Dit kan echter leiden tot onverantwoord hoge debiteurenstanden, wat bij de verkoop van de onderneming een ongunstige omstandigheid is. Bij de meeste familiebedrijven is de bedrijfscultuur nogal informeel. Als de koper een groot bedrijf is met een formele bedrijfscultuur, kan dat problemen geven en een waarde drukkende omstandigheid zijn. Het zou daarom raadzaam kunnen zijn om alvast toe te werken naar een meer formele bedrijfscultuur met contracten op papier, personeelsreglement, personeelsbeoordeling, budgetten, rapportages, vergaderdiscipline, notulen etc. Belangrijk hierbij is dat de directeur-eigenaar ook formeel zijn macht deelt met het overige management.

Het kan zinvol zijn om de te verkopen werk-bv door middel van dividend te ontdoen van overtollige middelen. Men kan de werk-bv eventueel ook licht maken door deze een lening op te laten nemen en de aldus verkregen liquiditeit als dividend uit te laten keren. Op deze wijze wordt alvast een stuk financiering voor de bedrijfsopvolger geregeld (zie par. 7.2 Licht maken werkmaatschappij voor verkoop). Het licht maken van de werk-bv kan men ook aan de koper overlaten. De koper betaalt de uit de werk-bv verkregen middelen aan de verkoper als onderdeel van de koopsom. Dit is tactisch gezien echter niet verstandig, omdat de hogere prijs kopers kan afschrikken. Ik denk dat het mogelijk is om gemiddeld een 30% hogere verkoopprijs te realiseren als het voorsorteren serieus ter hand wordt genomen. Door de juiste tax planning kan een besparing worden bereikt. De potentiële extra opbrengst van bedrijfseconomische maatregelen is echter veel groter dan van tax planning. Daarom is het raadzaam om hieraan de meeste aandacht te besteden.

Het komt vaak voor dat de accountant niet is meegegroeid met zijn klant. Uit loyaliteitsoverwegingen schroomt de klant soms om afscheid te nemen. Gezien de grote belangen die met bedrijfsopvolging gemoeid zijn, zal de ondernemer toch die stap moeten zetten en zich moeten wenden tot een adviseur die voor passende begeleiding van de bedrijfsopvolging kan zorgen. De opbrengst bij de verkoop is in hoge mate afhankelijk van de vraag of men erin slaagt de juiste koopkandidaat te vinden. Bij de verkoop kan men van allerlei intermediairs gebruik maken die over databases en netwerken beschikken. Informele contacten van de ondernemer en zijn directe adviseurs, zoals de accountant, kunnen ook effectief zijn. In dit verband kan ook de factor toeval worden genoemd. Men kan proberen het toeval een handje te helpen door tijdig en in allerlei gezelschappen te laten vallen eventueel geïnteresseerd te zijn in verkoop. Het actief benaderen van potentiële kopers mag in de markt echter niet overkomen als 'leuren'. Met het oog hierop is het van belang dat de koper de tijd heeft.

Wat koopkandidaten betreft kan de volgende onderverdeling worden gehanteerd:

- strategische koper (een afnemer, leverancier of concurrent kan een strategisch belang hebben om een bepaald bedrijf te willen kopen;
- manager van buiten het bedrijf koopt zich in (management buy-in; MBI);
- manager van binnen het bedrijf koopt de zittende eigenaar uit (management buy-out; MBO).
- Financiële koper, denk aan investeerders en private equity partijen die investeren met een bepaalde rendementsverwachting.

Normaliter zal iemand zijn bedrijf niet verkopen beneden de liquidatiewaarde. De liquidatiewaarde is de opbrengst die wordt gerealiseerd bij het uitverkopen van de voorraden en de bedrijfsmiddelen. Een voorbeeld is een ondernemer die een winkel drijft in een eigen pand. Het pand dat vrij van hypotheek is, heeft een waarde van € 500.000. De winst na arbeidsbeloning bedraagt slechts € 30.000. Omdat de huurwaarde van het pand hoger is dan deze winst, is de liquidatiewaarde hoger dan de voortzettingswaarde. De 'overdrager' zal niet bereid zijn genoegen te nemen met minder dan € 500.000.

Als de winst lager is dan een zakelijke arbeidsbeloning en een normale vergoeding voor het geïnvesteerde vermogen, kan het rationeel zijn de onderneming te liquideren. Bij een te lage rentabiliteit kan de onderneming niet op voortzettingbasis worden verkocht. Als er in een dergelijk geval al een koper zou worden gevonden, zal hij de financiering niet rond kunnen krijgen. De onderneming brengt immers onvoldoende op voor rente en aflossing.

Veel ondernemers ervaren het vinden van een koper als grootste knelpunt bij de bedrijfsopvolging. Dat was ook de uitkomst van een in 2003 gehouden onderzoek door de Kamer van Koophandel. Het is zinvol om de potentiële kopers in kaart te brengen. Als men al weet wie de waarschijnlijke koper zal worden, kunnen maatregelen worden genomen die speciaal voor hem van belang zijn. Het is een kwestie van marketing, net als bij ieder product of dienst die verkocht wordt dient men na te denken waarom het vanuit de koper geredeneerd een goede deal zal zijn.

We nemen het voorbeeld van Mark Buiters. Hij drijft een agenturenbedrijf en wil deze over circa twee jaar verkopen. Mark heeft een drietal potentiële kopers op het oog:

1. Pieter Huistra, die een soortgelijke onderneming drijft (eenmanszaak);
2. Koolen Holding, waarin drie dga's door middel van een structuur met persoonlijke holdings en een werkmaatschappij een agenturenonderneming drijven;
3. Max BV, de Nederlandse vestiging van een Engelse handels- en distributieonderneming.

Deze koopkandidaten hebben hun eigen specifieke belangen en mogelijkheden. Zo zou het bij de eerstgenoemde kandidaat zinvol kunnen zijn een geleidelijke bedrijfsopvolging te bewerkstelligen in de vorm van het aangaan van een vof. Koolen Holding zal synergie-effecten kunnen bewerkstelligen doordat zij de target kan integreren in de eigen onderneming (managementcapaciteit is vermoedelijk in voldoende mate aanwezig). Voor Max BV kan de overname interessant zijn om een verdere *foothold* in continentaal Europa te verkrijgen. Koolen Holding en Max zullen vermoedelijk bereid zijn de hoogste prijs te betalen.

Een structuur voor een geleidelijke bedrijfsopvolging is het aangaan van een vof met de toekomstige koper of gedeeld aandeelhouderschap (al dan iet via PH's).

Als de kandidaat niet binnen het bedrijf werkzaam is, zal een geschikte persoon van buiten moeten worden aangetrokken. Omdat succes uiteraard niet gegarandeerd is, is het verstandig hier vroeg mee te beginnen.

Zal de overdracht extern plaatsvinden of aan een of meer kinderen? Het is de vraag of de kinderen wel geschikt zijn om de onderneming te drijven zonder de harde hand van pa. Als aan hun geschiktheid moet worden getwijfeld, bewijst pa hen geen dienst door hen toch tot opvolgers te bombarderen. Bij overdrachten in familieverband dient een adviseur extra alert te zijn. De transactie wordt dan nog meer dan bij overdrachten aan derden in grote mate beïnvloed door emotie. Hierdoor kunnen de rationele aspecten zoals geschiktheid van het kind voor de rol van opvolger en koopprijs weleens ondergeschikt raken. Als adviseur komt u dan ook al snel in een positie dat u de schijn heeft niet meer onafhankelijk te zijn. Vaak is dat niet direct tijdens het proces maar enkele jaren daarna als blijkt dat de overname anders uitpakt dan één der partijen voor ogen had. Als het rendement na overname tegenvalt dan wordt al snel geroepen dat de prijs destijds te hoog was en het ligt voor de hand dat de adviseur voor deze omissie verantwoordelijk wordt gehouden. Het is dan plezierig als u een goed onderbouwd dossier hebt waaruit blijkt dat de prijs reëel was met de kennis te tijde van de overdracht. Of nog beter als u ten tijde van de overdracht externe adviseurs er bij heeft gehaald zodat er in ieder geval onafhankelijk naar zowel naar het belang van de koper als de verkoper is gekeken door verschillende adviseurs of dat een onafhankelijke adviseur een second opinion geeft op de voorgenomen transactie en vaststelt dat de aard en inhoud van de transactie in overeenstemming is met de bedoeling van beide partijen.

Als overdracht aan een van de kinderen het geplande scenario is, besteed dan ook aandacht aan de partner van het betrokken kind. Hoe staat die tegenover de plannen en welke invloed heeft hij/zij op het kind? Verder kan het zinvol zijn stil te staan bij de opstelling van de niet overnemende kinderen en hun partners. Als zij het idee hebben dat het overnemende kind de zaak voor een appel en een ei in handen krijgt, kunnen bij de afwikkeling van de nalatenschap van de overdrager problemen ontstaan. Het vergt de nodige diplomatieke vaardigheden en sensitiviteit voor emoties om dergelijke zaken in goede banen te leiden.

Wellicht dat overdracht aan een medewerker binnen het bedrijf een optie is (management buy-out). Dit heeft voordelen, omdat een dergelijke koper de onderneming en de markt goed kent en de opvolging waarschijnlijk geen cultuurschok teweeg zal brengen. Een dergelijke opvolger moet echter niet als weg van de minste weerstand, maar weloverwogen worden gekozen. De vraag is of zo'n koper in staat is de beste prijs te betalen. Over zulke vraagstellingen moet de adviseur niet te snel heen stappen. Het gaat immers vaak om aanzienlijke belangen.

Er is momenteel sprake van een kopersmarkt. Kopers kunnen daarom behoorlijk wat noten op hun zang hebben en soms de prijs dicteren. Naarmate het aantal potentiële kopers kleiner is, is voorsorteren belangrijker. En naarmate het bedrijf moeilijker te verkopen is, moet hiervoor meer tijd worden ingeruimd. Het is van belang om juist zo veel mogelijk geïnteresseerde kopers te hebben zodat er een vrije marktwerking komt. Dit zal weer tot resultaat hebben dat het verschil tussen de waarde van het bedrijf en de daadwerkelijke prijs dichter bij elkaar zal komen te liggen.

Het kan zinvol zijn potentiële kopers actief te benaderen. Zo kan worden overwogen het bedrijf ook aan het personeel aan te bieden. Als er vermoedelijk geen reële koper te vinden is, zou kunnen worden overwogen vroegtijdig een gekwalificeerde manager aan te trekken, hem op te leiden en de onderneming over bijvoorbeeld vijf jaar aan hem over te dragen.

Een strategische koper is doorgaans in staat de overname zelf te financieren en kan daarom de koopsom (grotendeels) contant betalen. Een strategische koper is meestal de partij die de hoogste prijs kan betalen. Vaak zijn er hierbij synergie-effecten mogelijk waardoor de onderneming voor een strategische koper een hogere economische waarde vertegenwoordigt dan voor een kopende manager. Synergie kan bestaan uit de extra winst die de koper kan realiseren doordat hij ook aan de klanten van de over te nemen onderneming zijn eigen producten kan verkopen. Daarnaast kan

worden gedacht aan het samenvoegen van functies en/of afdelingen waardoor kosten kunnen worden bespaard. Om de waarde van synergie-effecten te kunnen bepalen, dient men zich in de koper te verdiepen. Een strategische koper zal overigens niet zomaar bereid zijn om de synergie voordelen tot uiting te laten komen in de koopsom. Dat zal slechts gebeuren wanneer de koper geen economisch doelmatigere manier heeft om in dezelfde positie te komen en wanneer de koper zich realiseert dat hij de onderneming alleen kan kopen als hij het hoogste bod uitbrengt. Dat betekent dus dat er sowieso meerdere potentiële kopers dienen te zijn.

Een strategische koper is echter niet altijd beschikbaar. In de voorbereiding op de verkoop dient een goede analyse gemaakt te worden van de branche en de bedrijfskolom om te zien of er synergievoordelen te behalen zijn en welke strategische kopers daar voordeel bij zouden kunnen hebben. Het is niet ongebruikelijk dat strategische kopers actief benaderd worden door een adviseur van de verkoper. Vaak is het zo dat deze inspanningen alleen vruchten afwerpen wanneer de strategische koper zelf ook in haar strategische planning de opties van strategische overnames heeft opgenomen en ook zelf daadwerkelijk de beoogde synergie ziet.

MBI- en MBO-kandidaten hebben doorgaans een zwakke financiële positie. Hier ziet men de spreekwoordelijke koper met lege zakken. De mate waarin de koper in staat financiering te verkrijgen gaat hierdoor een rol spelen die de hoogte van de overnameprijs beïnvloed. Naarmate de verkopende ondernemer minder bijdraagt in de overnamefinanciering zal de prijs lager uitpakken. Naarmate de verkoper zelf risicodragend in de financiering van de verkoopprijs bijdraagt zal de prijs hoger uitpakken en Dit met alle risico's van dien. Toch kan de overdracht aan een MBI of MBO kandidaat soms de beste optie zijn. Als wordt gekozen voor (gedeeltelijke) overdracht tegen een stamrecht, winstrecht of voor verhuur van de onderneming, kan dat overigens fiscaal zeer voordelig zijn. Afhankelijk van het type bedrijf en de waarde kan ook een participatiemaatschappij worden ingeschakeld.

Het komt in de praktijk regelmatig voor dat informele toezeggingen worden gedaan aan een kind of manager over toekomstige overname. Als er dan een strategische koper langskomt die de 'hoofdprijs' wil betalen, zal het kind of de manager zich gepasseerd voelen en tot sabotage over kunnen gaan. Het is zelfs denkbaar dat de manager erin slaagt de transactie af te laten ketsen. Daarom is het raadzaam om voorzichtig te zijn met uitspraken waaruit iemand zou kunnen afleiden dat het bedrijf aan hem zal worden gegund.

Adequate begeleiding van het verkoopproces is voor de accountant/belastingadviseur/financieel planner van strategisch belang. De kans bestaat dat u een klant kwijtraakt. Als u het goed doet, zal de ondernemer klant bij u blijven als vermogende particulier. Als u het erg goed doet, zal de nieuwe ondernemer bij u klant worden. Verkoop van een onderneming is een ingrijpend proces, waarbij in de regel vele besprekingen tussen verkoper en koper plaatsvinden. Tijdens deze besprekingen kunt u uw kennis en kunde demonstreren. Naarmate u hier beter in slaagt, zult u meer kans maken op het behouden van de onderneming als klant. Deze publicatie zal u daarbij behulpzaam te zijn met adviesideeën en praktische rekenmodellen. Pas echter op voor de valkuil dat u denkt dat u een alleskunner bent.

Naarmate u zich beter profileert als procesbegeleider en daarbij tijdig de juiste specialisten betreft (zoals waarderingdeskundigen, juristen etc) zal de kans op een geslaagde transactie vele malen toenemen.

### *Opdracht voorsorteren*

Neem een u bekende ondernemer in gedachten (bij voorkeur een cliënt) die 5 à 7 jaar voor de bedrijfsopvolging staat. Maak een globale schatting van de waarde van zijn onderneming (bijvoorbeeld 5x de winst). Beoordeel welke van de volgende voorsorteermaatregelen relevant kunnen zijn:

- upgraden van de onderneming in cosmetische zin (opruimen, verfraaien, inrichting, schilderen etc.);
- afslanken personeel;
- toevoegen internet-winkel aan fysieke winkel;
- besparing op huisvestingskosten;
- overige kostenreducties;
- outsourcing (kantine, transport etc.);
- flexibilisering personeelsbestand, bepaalde tijd contracten, werknemers zzp'ers/ondernemers maken etc;
- opruimen oude voorraden;
- beëindigen onrendabele activiteiten;
- beëindigen risicovolle activiteiten;
- verhogen omloopsnelheid voorraden;
- opzeggen verliesgevende klanten;
- aanscherpen debiteurenbeheer;
- zorgen voor gelijkmatige winstontwikkeling (bijvoorbeeld serviceabbonementen);
- upgraden tweede managementlaag;
- managementdevelopment, delegeren;
- verbeteren administratieve organisatie;
- overzicht contracten;
- minder snel afschrijven op inventaris;
- minder snel afschrijven op overige activa;
- meer kostenposten activeren in verband met financierbaarheid;
- elimineren van kostenposten met een privé karakter (kosten golf, sponsoring, echtgenote, kinderen etc.);
- juridisch afscheiden van activiteiten die niet in de overdracht zullen worden betrokken;
- afscheiden pensioen- en lijfrenteverplichtingen dga.

Denk ook eens na waarom klanten van deze onderneming klant zijn van deze onderneming? Het dient altijd te gaan om een ruilvoordeel dat u in context zet van concurrerende of alternatieve producten of diensten. Is het ruilvoordeel dat deze onderneming biedt bestendig op lange termijn en ook na het uittreden van de huidige ondernemer? Wat doet de onderneming om de bestendigheid van het ruilvoordeel op lange termijn te waarborgen?

## DGA-1401 WAARDERINGSSITUATIES

Een aandelenwaardering moet met de nodige zorgvuldigheid plaatsvinden. Een tactisch risico van een te snelle waardebeoordeling is dat dit door de ondernemer als beledigend kan worden ervaren. De ondernemer heeft in 30 jaar een levenswerk opgebouwd en dat zegt u binnen 5 minuten dat de onderneming 4 x de operationele winst van het afgelopen boekjaar waard is. Daargelaten of een dergelijke waardebeoordeling vaktechnisch verantwoord is, getuigt deze benadering van weinig respect voor de ondernemer.

Hierna volgt een opsomming situaties waarin waardering van een onderneming geboden kan zijn:

- overdracht aan een derde;
- overdracht binnen de familie;
- overdracht in het kader van uitkoop van een of meer aandeelhouders;
- overdracht in het kader van werknemersparticipatie;
- bepaling uitoefenprijs (werknemers)opties, inkoop (werknemers)opties;
- boedelverdeling echtscheiding;
- verdeling van een nalatenschap;
- aangifte schenk- of erfbelasting;
- fiscale inbreng en herstructurering;
- een uitkoopprocedure tussen ruziënde compagnons;
- het sturen op de waardeontwikkeling van een bedrijf, al dan niet met het oog op een toekomstige verkoop;
- de ondernemer wil in het kader van financiële planning weten wanneer hij kan stoppen met werken en zijn bedrijf kan overdragen.

In de praktijk laten adviseurs die niet erg deskundig zijn op het gebied van ondernemingswaardering de keuze van de waarderingmethode afhangen van de gewenste uitkomst. Zo zal bij schenking aan de kinderen een lage waardering gewenst kunnen zijn. Hetzelfde geldt voor echtscheiding waar u de ondernemer adviseert. Adviseert u de niet-ondernemer dan zal men juist een hoge waardering wensen. Bij overdracht aan een derde zal men een reële uitkomst wensen die kan fungeren als basis voor de vraagprijs.

MKB ondernemingen zijn minder goed verhandelbaar dan beursgenoteerde ondernemingen. Er is immers geen beurs waar vraag en aanbod elkaar ontmoet. De risico's zijn doorgaans ook hoger dan bij beursgenoteerde ondernemingen. Dit wordt doorgaans uitgedrukt als het kleinschaligheidsrisico. Bij civielrechtelijke geschillen zal een rechter veelal een waarderingdeskundige inschakelen (art. 3:185 BW). Een rechter zal normaliter tot een zodanige waardering komen dat voortzetting van het bedrijf mogelijk is (een nog juist lonende exploitatie). Met andere woorden, de financieringslast van de uitkoop mag niet excessief zijn. In dergelijke situaties kan een meerwaardeclausule geboden zijn. De vermogensbelasting is in 2000 afgeschaft. De problematiek van aandelenwaardering speelt fiscaal nu nog slechts voor de Successiewet en voor de inkomstenbelasting (aanmerkelijk belang) waar het overdrachten tussen gelieerde partijen betreft (beoordeling zakelijkheid). Het zal niet vaak voorkomen dat niet ter beurze genoteerde aandelen in handen zijn van particulieren met een niet-ab-positie. Als dat wel zo is dan kunnen op rendementswaarde worden gewaardeerd (contante waarde van de dividendstroom).

In de overnamepraktijk is er een verschil tussen waarde en prijs. De prijs is een resultaat van onderhandelingen en vraag en aanbod. De waarde is de contant gemaakte subjectieve verwachtingen van toekomstig rendement. Onderhandelingsvaardigheden en managen van de subjectieve verwachtingen van potentiële verkopers kunnen een grote invloed hebben op de te realiseren prijs. Vaak zal de verkoper door een deel van de financiering te verzorgen een hogere prijs kunnen realiseren. Denk in dit verband ook aan earn-out regelingen.

## **DGA-1402 ONGUNSTIGE OMSTANDIGHEDEN VOOR VERKOPER MKB-ONDERNEMING**

Verkopers van MKB-ondernemingen kunnen worden geconfronteerd met tal van ongunstige omstandigheden. Wij noemen de volgende:

- het kan lang duren alvorens een koper is gevonden;
- voor de verkoop moeten hoge kosten worden gemaakt in verhouding tot de opbrengst;
- noodzaak om een deel van de financiering te verzorgen;
- lage rentevergoeding en afwezigheid van zekerheden bij deze financiering;
- noodzaak om garanties af te geven ten behoeve van de externe financiering door de koper;
- noodzaak nog enkele jaren managementondersteuning te bieden.

## **DGA-1403 RELATIVITEIT WAARDERINGSMETHODEN**

De uitkomst van waarderingsmodellen kan sterk afwijken van de prijzen die daadwerkelijk voor ondernemingen worden betaald. Maar dat betekent natuurlijk niet dat het zinloos is om systematisch en methodisch de subjectieve waarde te bepalen. Het bepalen van waarde betekent uiteraard nog niet dat de prijs hierop zal uitkomen. Door een systematische waardebeoordeling voorkomt men in elk geval dat de vraagprijs uit intuïtieve of emotionele overwegingen veel te laag of veel te hoog wordt. Een basisveronderstelling voor de onderhandelingen dient te zijn dat de partijen zich in beginsel rationeel gedragen. Rationaliteit of redelijkheid is de gemeenschappelijke noemer waarop partijen tot elkaar kunnen komen. De veronderstelling van rationaliteit neemt niet weg dat het bij de onderhandelingen zeer effectief kan zijn in te spelen op emotionele aspecten, zoals eergevoel, trots, status, dominantie en chauvinisme.

Waarderingen van deskundigen kunnen enorm uiteenlopen. Als u vijf taxateurs een woning laat taxeren, krijgt u vijf verschillende uitkomsten. Bij de taxatie van bedrijfsmatig vastgoed is 20% verschil tussen de hoogste en de laagste taxatie niet ongebruikelijk. Aangezien de waardering van een onderneming nog veel complexer is, zijn de verschillen hier nog veel groter. Een mens zoekt naar zekerheid. Bij de waardering van ondernemingen bestaat die zekerheid niet. Er bestaat geen methode die tot eenduidige en objectief kloppende waarderingen leidt. Bij de waardering spelen subjectieve en arbitraire elementen een doorslaggevende rol. Het gaat er juist om dat de elementen die de hoogte van de waardering uiteindelijk bepalen duidelijk beschreven en gemotiveerd zijn. De prijs die tot stand komt, is afhankelijk van de onderhandelingsvaardigheid van de betrokken partijen en de alternatieven die een potentiële koper heeft. Hoe vaak gebeurt het niet dat een onderneming waar een substantiële prijs voor is neergeteld twee jaar na aankoop wegens gebrek aan succes moet worden geliquideerd. Of voor vijf keer de oorspronkelijke prijs doorverkocht.

Achteraf blijkt er dan te veel respectievelijk te weinig voor te zijn betaald. Natuurlijk kunnen ook gewijzigde economische omstandigheden ervoor zorgen dat een transactie gunstig of ongunstig uitpakt. Degene die zich met ondernemingswaardering gaat bezighouden, moet zich verzoenen met de onzekerheden die zich hierbij voordoen.

De twee partijen bij de overdracht van een onderneming hebben ieder hun eigen belang. Hun visie dient dat belang en is daarom gekleurd. Dat de betrokken partijen verschillend tegen dezelfde onderneming en haar perspectieven aankijken is de basis van de subjectiviteit bij waarderingen en dat maakt het onderhandelingsproces ook juist zeer boeiend.

### **DGA-1404 VUISTREGELS WAARDERING**

In de praktijk circuleren vuistregels voor de waardering: 1 x de omzet voor accountantskantoren, 1,2 x de omzet voor apotheken en 8 x de weekomzet voor franchisesupermarkten etc. Deze vuistregels blijken vaak heel aardig te kloppen als men ze onderbouwt aan de hand van de DCFM.

Vuistregels moeten echter met beleid worden toegepast. Omzet is leuk, maar het gaat uiteindelijk om winst (lees: geldstromen). Zo zal een accountantspraktijk met hoge personeelskosten en lage uurtarieven weinig winst opleveren. Men zal daar terecht niet 1 x de omzet voor willen betalen. Het is niet altijd duidelijk of een bepaalde vuistregel uitsluitend op goodwill betrekking heeft of dat ook overige activa erdoor bestreken worden. Komt de waarde van de debiteuren en de inventaris bij een accountantspraktijk er bovenop? De relativiteit van vuistregels komt mede doordat zij vaak tijd- en conjunctuur gebonden zijn. Deze vuistregels zijn vaak wel bepalend voor de beeldvorming over prijs bij partijen.

Voor waarderingsnormen in België, zie <http://www.mesotten.be/>

### **DGA-1405 NORMALISATIES**

Voor de prognose van omzet en kosten dienen vermoedelijk allerlei normalisaties te worden verricht. Als de winsten uit het verleden het uitgangspunt vormen, dienen buitengewone omstandigheden daaruit te worden geëlimineerd. Bij een MBO/MBI is van belang dat de management fee voor de oude dga komt te vervallen en dat een normale arbeidsbeloning voor de vervangende arbeid wordt toegerekend.

Als bepaalde activiteiten zullen worden beëindigd (denk aan een reorganisatie), zal een correctie moeten worden gepleegd. Hetzelfde geldt als sprake is geweest van een te hoge of te lage beloning voor de dga, zijn echtgenote en/of zijn kinderen. Het is overigens ook denkbaar dat ook de beloning van het reguliere personeel niet marktconform is. Te denken valt aan de situatie dat er voor het personeel nog geen pensioenregeling is getroffen, terwijl dat in de nieuwe setting wel het geval zal zijn. Ook daarvoor moet dan een correctie plaatsvinden. Het gaat namelijk om de vaststelling van de cashflows die de koper in de toekomst met de onderneming kan realiseren.

Denkbaar zijn de volgende normalisatieposten:

- winst voortvloeiende uit louter persoonlijke contacten van de dga (persoonlijke goodwill);
- proceskosten;
- kosten incidentele adviesopdrachten;
- naheffing loonheffingen en/of btw;
- verhuizing;
- ontslagvergoeding.

Bij discussies over de waarde is er vaak een verschil van inzicht over de kosten die al dan niet dienen te worden genormaliseerd.

Zo zou een verkoper kunnen stellen dat de kosten van de boekhouder kunnen worden geëlimineerd, omdat de koper in staat is de desbetreffende werkzaamheden door zijn eigen financiële afdeling te laten verrichten. Dit betreft in feite synergievoordelen die in beginsel niet via het normalisatietraject dienen te worden verwerkt. Zo zal een verkoper ontslagvergoedingen willen wegnormaliseren. Als echter met enige regelmaat ontslagvergoedingen worden betaald is dit niet gerechtvaardigd.

De normalisaties dient men te salderen met het VPB-effect. Dus bij een VPB-tarief van 25% en een excessieve component salaris dga van €50.000 op jaarbasis, is het te normaliseren bedrag €37.500.



## DGA-1406 SYNERGIE

De mogelijkheid van synergievoordelen is een waardeverhogende omstandigheid. Synergie betekent dat de samenvoeging van de overnemende onderneming met de overgenomen onderneming tot extra omzet en/of lagere kosten leidt. Dit wordt ook wel het  $1 + 1 = 3$  effect genoemd. De volgende effecten kunnen worden onderscheiden:

- kostensynergie door samenvoeging van afdelingen en het behalen van schaalvoordelen;
- de overnemer kan zijn eigen producten/diensten ook aanbieden aan de klanten van de overgenomen onderneming;
- de overgenomen onderneming kan zijn producten/diensten ook aanbieden aan klanten van de overnemer.

Of een verkoper erin slaagt synergievoordelen in klinkende munt om te zetten, hangt af van zijn onderhandelingspositie. Het moge duidelijk zijn dat koper en verkoper de omvang van de onderhavige voordelen verschillend inschatten. Ieder van de partijen heeft zo zijn eigen belang. In de praktijk is het zo dat kopers met een synergievoordeel nauwelijks iets van dat voordeel in de koopprijs terug willen laten komen. Wanneer de koper echter in concurrentie is bij de aankoop van de onderneming en graag de koop wil sluiten moet hij rationeel economisch gezien een hogere prijs bieden dan degene zonder dat synergievoordeel.

Bij een MBI of MBO (denk ook aan opvolging in de familiesfeer) zijn synergievoordelen niet aan de orde, omdat de onderneming op dezelfde voet wordt voortgezet. Er is daarbij immers geen sprake van samenvoeging van ondernemingen.

Uit de literatuur blijkt dat marktpartijen synergievoordelen vaak te optimistisch inschatten. Een CEO die *for the sake of it* een overname wil doen, verwijst vaak naar synergievoordelen zonder deze concreet te maken. In de praktijk zien we vaak zelfs negatieve synergievoordelen. Als bij twee ondernemingen sprake is van verschillende salarisschalen, ontkomt men er vaak niet aan de salarissen van de minder betaalde werknemers te verhogen. Ook allerlei cultuurverschillen kunnen zich wreken. Zo kunnen groepen werknemers die zich achtergesteld voelen sabotagegedrag vertonen.

## **DGA-1407 COMBINATIE INTRINSIEKE WAARDE EN RENTABILITEITSWAARDE**

Voor de afgeschafte vermogensbelasting was een veel gebruikte formule voor meerderheidspakketten het gewogen gemiddelde van intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde, waarbij aan de eerstgenoemde een gewicht toekwam van twee en aan de laatstgenoemde een gewicht van één, art. 9 VB. Vergelijk HR 19 maart 1980, BNB 1980/173. Voor de beoordeling of sprake is van een meerderheidspakket moet rekening worden gehouden met een samenwerkende groep. In geval van onder rentabiliteit was de norm 1 x intrinsieke waarde en 2 x rentabiliteitswaarde. Deze methode is overigens in de praktijk nog gangbaar voor de erf- en schenkbelasting. T.M. Berkhout constateert in de fiscale praktijk de nodige weerstand tegen de DCFM, Is DCF rocket science?, Weekblad 22 maart 2007, p. 280. Zijn inleidende woorden zijn treffend waar hij de filosoof Bacon citeert: 'Niets maakt een mens wantrouwend dan gebrek aan kennis'.

In [MvF 17 januari 2013, nr. BLKB2012/1221M](#), onderdeel 7.4 wordt gesuggereerd dat de DCFM fiscaal in principe acceptabel is. In het besluit staat dat er geen voorgeschreven methode is om de lagere going concern waarde te berekenen. De landbouwsector wordt als voorbeeld gegeven waar de going concern lager kan zijn dan de liquidatiewaarde. De staatssecretaris zegt niet dat het uitsluitend bij landbouwbedrijven voorkomt. Voor de landbouw is een aparte regeling inzake de waardering opgenomen.

Het verschil tussen de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde is de goodwill. Bij een normale rentabiliteit (geen overwinst) is de intrinsieke waarde gelijk aan de rentabiliteitswaarde. Het werken met een gewogen gemiddelde van intrinsieke en rentabiliteitswaarde, zoals hiervoor vermeld, leidt tot het beperkt meenemen van goodwill. Op deze wijze wordt de onzekerheid over de toekomstige winsten en de moeilijke verkoopbaarheid tot uitdrukking gebracht. De uitkomst van voormelde formule ligt in de buurt van intrinsieke waarde plus 3 x overwinst.

De 'methode van de fiscus' leidt soms tot een dusdanig lage uitkomst dat de cliënt het niet nodig vindt gebruik te maken van de BOF-vrijstelling bij schenking van aandelen. De resterende verkoopprijs is nodig als oudedagsvoorziening. Het kind zal dan de koopsom schuldig moeten blijven en/of (deels) bij de bank moeten financieren.

Deze methode geeft natuurlijk geen goed beeld van de economische waarde van een onderneming.

## DGA-1408 RENTABILITEITSWAARDE

De rentabiliteitswaarde wordt ook wel voortzettingswaarde of going-concernwaarde genoemd. De rentabiliteitswaarde kijkt naar de toekomstige winsten (na vennootschapsbelasting). De voor de toekomst verwachte winsten worden contant gemaakt tegen een disconteringsvoet waarin het risico van de investering tot uitdrukking wordt gebracht. Er wordt in principe van een eeuwigdurende reeks uitgegaan. De disconteringsvoet kan ook worden uitgedrukt in een zogenoemde kapitalisatiefactor. Dat is een factor waarmee men de winst vermenigvuldigt om de contante waarde van de reeks te bepalen (ook wel multiple genoemd). Zo wordt wel gezegd dat een onderneming voor 10 x de winst is verkocht. Voormelde kapitalisatiefactor is gelijk aan 1 gedeeld door de disconteringsvoet. Wij geven het volgende overzicht.

### Disconteringsvoet kapitalisatiefactor

5%	20,00	18%	5,56
6%	16,67	19%	5,26
7%	14,29	20%	5,00
8%	12,50	21%	4,76
9%	11,11	22%	4,55
10%	10,00	23%	4,35
11%	9,09	24%	4,17
12%	8,33	25%	4,00
13%	7,69	26%	3,85
14%	7,14	27%	3,70
15%	6,67	28%	3,57
16%	6,25	29%	3,45
17%	5,88	30%	3,33

De schatting van de toekomstige winsten wordt meestal gebaseerd op de gemiddelde winst van de drie of vier meest recente jaren. Incidentele baten en lasten dienen hierbij te worden geëlimineerd. Als er sprake is van een significante trend in de winst, zal deze tot uitdrukking moeten gebracht in de schatting. Het gaat overigens steeds om de winst na VPB.

De te hanteren disconteringsvoet is de marktrentabiliteit voor risicodragend vermogen, afhankelijk van de aard van de onderneming. Als vuistregel kan worden aangenomen dat deze ligt tussen de 15% en de 33% (na VPB). De disconteringsvoet ligt hoger naarmate de branche in kwestie risicovoller is en/of gevoeliger voor conjunctuurveranderingen.

De rendementseis voor eigen vermogen ligt (veel) hoger dan die voor vreemd vermogen. Daar waar de bank genoeg neemt met, zeg, 6%, eist de eigenvermogensverschaffer, zeg, 25%. De verstrekker van vreemd vermogen heeft een preferentie ten opzichte van de eigenvermogensverschaffer. Eerstgenoemde krijgt een vaste vergoeding; hij weet waar hij aan toe is. De bank zal, alvorens zij een krediet verstrekt, een inschatting maken van de kans dat de geldlener aan zijn verplichtingen zal voldoen. Als deze te laag wordt ingeschat wordt het krediet niet verstrekt. Bovendien pleegt de bank zekerheden te eisen. De restwinst is voor de eigenvermogensverschaffer.

In de theorie wordt onderscheid gemaakt tussen een rentabiliteitseis met en zonder hefboomwerking/leverage (financiering met vreemd vermogen). D.w.z. kostenvoet eigen vermogen levered (Kel) en kostenvoet eigen vermogen unlevered (Keu).

Bij toepassing van leverage financiert men met minder eigen vermogen. Hierdoor is het risico dat aan het eigen vermogen kleeft groter. Eigen vermogen heeft een bufferfunctie. Bij gedeeltelijke financiering met vreemd vermogen moet minder eigen vermogen dezelfde schokken opvangen.

Daarom is de Kel hoger dan de Keu. Bij de rentabiliteitsmethode wordt het effect van renteaftrek meegenomen. Het uitgangspunt is immers de winst na renteaftrek. Daarom moet hierbij de Kel worden gehanteerd.

Wordt er groei van winst verwacht, dan kan deze worden afgetrokken van de geëiste rentabiliteit. Bij een geëiste rentabiliteit van 15% en een groei van 3% wordt dan gerekend met 12%. Dit is dan ook precies waar de beperking van de methode zit. Er wordt gerekend met één winstverwachting die representatief is voor de toekomst (dus tot in het oneindige) een groei die tot in het oneindige hoger is dan de marktgroei kan theoretisch niet omdat je dan op enig moment enige aanbieder zou zijn en daarna nog steeds sneller dan de markt zou groeien. Daarnaast is winst geen goede graadmeter er wordt voorbij gegaan aan mogelijkheid tot winstmanipulatie maar ook de verwachte investeringen die nodig zijn om het beoogde rendement te kunnen halen.

Voor een goede waardering moeten allerlei normalisaties worden toegepast voor onder meer incidentele posten. In het MKB wordt vaak een correctie toegepast voor een te laag of te hoog salaris van de directeur (eigenaar) of voor het effect van 'persoonlijke goodwill'.

### **DGA-1409 RENDEMENTS NORM, KOSTENVOET VERMOGEN**

De belegger die risico uit de weg wil gaan, kan kiezen voor spaarrekeningen, deposito's en staatsobligaties. De vergoeding is minimaal. Als hij een hogere vergoeding wil, moet hij risico accepteren. Naarmate het risico groter is, is een hogere opbrengst mogelijk. Degene die in een onderneming belegt (of investeert) maakt normaliter een prognose van de opbrengsten die hij kan realiseren. Daarbij maakt hij een inschatting van het bijbehorende risico. De toekomstige opbrengsten zijn zeer onzeker. In de waarderingstheorie wordt ervan uitgegaan dat een investeerder het risico tot uitdrukking brengt in de rentabiliteitseis of rendementseis. Naarmate het risico (de onzekerheid) groter is, eist de investeerder meer rentabiliteit. Men moet niet vreemd opkijken als venture capitalists een rendement eisen van 30% op jaarbasis. Dat is niet zo vreemd als het misschien lijkt, als we ons realiseren dat van de drie investeringen er wellicht één in rook zal opgaan. Op het internet vonden we een rentabiliteitseis van venture capitalists van 30-35% en van zogenoemde business angels van 20%. Een business angel is veelal een (voormalig) ondernemer die investeert in startende bedrijven en daarbij ook zijn arbeid en relaties inbrengt. De termen rentabiliteit en rendement gebruiken wij als synoniemen.

In het FD van 19 november 2009 is een artikel over zogenoemde familiefondsen opgenomen. Het betreft beleggingsfondsen van rijke families. Zij stappen in het gat dat private-equity huizen na de kredietcrisis hebben veroorzaakt. Een citaat: 'De kredietcrisis dwingt tot meer evenwicht in de verhouding eigen en vreemd vermogen. Op fifty-fifty basis blijken transacties weer tot de mogelijkheden te behoren. De familiefondsen nemen daarbij genoegen met lagere rendementen van om en nabij de 20%. Voor private-equity huizen (...) ligt die situatie anders. Zij werken met een structuur die het creëren van bovengemiddelde rendementen uitlokt. Fondsbeheerders en managers van de deelnemingen ontvangen een beloning uit overwinsten. Maar zonder goedkope bankleningen is die "over performance" moeilijker te behalen en komt private equity in sommige gevallen buitenspel te staan.'

Een manier om op systematische wijze tot een rentabiliteitseis te komen, is de zogenoemde build-up methode.

Deze gaat uit van het risicovrije rendement op staatsobligaties vermeerderd met de marktrisicopremie, een opslag voor het feit dat er belegd of geïnvesteerd wordt in een onderneming met de daarbij behorende risico's.

Hier bovenop worden toeslagen toegepast ter zake van risicocomponenten die samenhangen met MKB ondernemingen in vergelijking met beurs genoteerde ondernemingen..

### **Risico vrij**

De rendementseis voor de risicovrijcomponent wordt doorgaans afgeleid van het rendement op langlopende staatsobligaties. In verband met de crisis is het huidige rendement op langlopende Nederlandse staatsobligaties erg laag. Het effectieve rendement bedroeg 2,03% per juli 2013. In de jaren voor de crisis bewoog dit percentage zich tussen de 5,5% en 4%. Als de huidige lage stand van de staatsobligaties zou worden toegepast in de built up methode zou dit tot gevolg hebben dat de waarde van (MKB) ondernemingen toegenomen zou zijn. Het tegengestelde is waar. De vraag naar risicovrij is dermate groot dat de prijs daarvan fors is gedaald. Het feit dat de vraag naar risicovrij hoog is betekent dat beleggers zich afwenden van risicodragende alternatieven. Met andere woorden het rendement dat beleggers op risicodragend denken te kunnen realiseren is niet meer toereikend om hen te interesseren.

### **Marktrisicopremie**

De rendementseis risicovrij kan dan ook niet losgezien worden van de opslag voor marktrisico. Sinds het intreden van de crisis is ook een duidelijke daling in de waarde of beter prijs van beursgenoteerde ondernemingen te zien. Hieruit kan worden afgeleid dat de marktrisicopremie dus kennelijk is gestegen. Ook op dit gebied is er weinig wetenschappelijk materiaal voor handen dat enige richting geeft. Doorgaans worden de historische markt risicopremies in kaart gebracht (bv: Yearbook Credit Suisse). De gepubliceerde cijfers zijn echter gebaseerd op koersinformatie. Koersen zijn prijzen en geen waarde. Het belangrijkste verschil in deze is dat je als investeerder een rendementseis stelt waarin je rekening houdt met bepaalde risico's die zich al dan niet kunnen manifesteren. In de prijzen achteraf heeft de materialisatie van de risico's al plaatsgevonden. Daarnaast worden de prijzen ook nogal al eens "vervuild" met factoren die soms niets met economische waarde te maken hebben maar die de emotie van beleggers weergeeft. Voor de crisis bewoog de marktrisicopremie zich tussen de 4% en 6%. Dit percentage geeft dus de prijzen weer van voor de crisis. Als we veronderstellen dat er in de zeven jaren voor de crisis geen bijzondere marktverstoringen aanwezig waren dan kunnen we stellen dat de markt toen redelijk transparant en efficiënt was en daardoor waarde en prijs naar elkaar tendeerde. Met andere woorden de belegger van destijds had een rendementsverwachting die ongeveer gelijk was aan de historische prijsontwikkeling. Credit Suisse publiceert in haar Global Yearbook 2013 een negatief rendement op aandelen in Nederland over de periode 2000 tot en met 2012. Dit illustreert dat in de huidige omstandigheden de historische markt risicopremies geen grondslag kunnen zijn om een rendementseis vast te stellen. Wij vinden zelf de onderzoeken interessant die vooruit kijken. I. Welch heeft in 2001 en in 2009 onderzoek gedaan waarbij niet teruggekeken wordt naar historische rendementen maar respondenten wordt gevraagd naar hun langetermijnverwachting. In beide onderzoeken komt een percentage van 5,5% naar voren als verwachte marktrisicopremie op lange termijn. In juni 2012 heeft the World Finance Conference in 82 landen ook naar de verwachtingen gevraagd voor de markt risico premie. Voor Nederland kwam uit dat onderzoek 5,4%. Vergelijk in de VS, Engeland en Duitsland bedroeg het 5,5% in Frankrijk 5,9%. Dit percentage is dus de lange termijn verwachting waar de recessie elementen niet in zijn meegenomen. Voor een risicovrij rendement zou dan ook aansluiting gezocht moeten worden bij een rendement dat normaal is en geschoond van de huidige Euro crisis. Wij hanteren zelf de gemiddelde risicovrije rendementen van voor de crisis als maatstaf welke ca. 4% bedroegen.

## Small firm premie

Voor MKB ondernemingen dient naast de basis van risicovrij en marktrisicopremie ook nog opslagen voor kleinschaligheid toegevoegd te worden> Het beleggen in een MKB-onderneming brengt immers meer risico's met zich mee dan het beleggen in beursgenoteerde aandelen.

Uit Amerikaans onderzoek blijkt een opslag voor 'small companies' van 4%. Besef dat small hier niet moeten worden opgevat in de zin van behorende tot het Nederlandse MKB. In Amerika is alles groter. In Nederland is er in zeer beperkte mate wetenschappelijke data beschikbaar is over de juiste bepaling van de vermogenskosten bij MKB ondernemingen. In 2006 hebben C.L.A. Janssen en P.J. Sterk een interessante publicatie in beperkte kring laten verschijnen. Deze publicatie wordt aangehaald in Corporate Finance Jaargids 2008 (<http://www.nirv.nl/downloads/File/Risico-Rendement-ArtikelSparrusInCorporateFinanceJaargids2008.pdf>). Zij schreven in hun artikel *Extra rendementseis bij de waardering van middelgrote ondernemingen* dat de extra rendementseis voor MKB bedrijven opgebouwd is uit een:

- Illiquiditeitspremie
- Small firm premie
- Specific firm premie

De illiquiditeitspremie bedraagt volgens hen 2%, welke voortkomt uit het feit dat MKB-ondernemingen minder makkelijk te verkopen zijn dan beursgenoteerde bedrijven als gevolg van minder efficiency in vraag en aanbod en hogere transactiekosten.

De small firm premium drukt het kleinschaligheidskarakter uit van MKB-ondernemingen als gevolg van afhankelijkheid van afnemers, leveranciers en het management. De opslag als gevolg van deze component zou tussen de 0% en 4,72% liggen.

De specific firm premie drukt de specifieke (kleinschaligheids)risico's uit van de onderneming met betrekking tot reputatie, spreiding van de activiteiten, toetredingsbarrières tot de markt en track record. De opslag voor deze component zou liggen tussen de 0 en 5,28%.

In totaal zou de opslag dus maximaal 12% extra zijn in vergelijking met een beursgenoteerde onderneming.

Deze theorie toont een sterke overeenkomst met het competitieve-forces model van Michael Porter. Waar Porter vanuit marketingperspectief de aantrekkelijkheid van een branche beschrijft aan de hand van de concurrentiekrachten die deze aantrekkelijkheid beïnvloeden, leggen Janssen en Sterk het verband met de overdraagbaarheid. In die zin ben ik het helemaal met hen eens; naarmate een onderneming een sterkere concurrentiepositie heeft en een fitte positie inneemt in het kader van de door Porter geschetste competitieve forces zijn de overdraagrisico's kleiner en zou een onderneming meer waard moeten zijn. Ook de door hen gehanteerde percentages blijken in de praktijk een aardige richtlijn. Het is jammer dat de weging van de verschillende componenten in hun model geen eenduidige richtlijn kent en dat de wetenschappelijke basis van het model erg dun is. Desalniettemin geeft het model een redelijk handvat en is er nog geen betere voor handen.

## CAPM

Naast de built-up methode wordt soms ook gebruik gemaakt van CAPM (capital asset pricing model) waarvan Harry Markowitz de grondlegger was. Hoewel het in de praktijk nogal eens gebruikt wordt voor de waardering van grote ondernemingen is dit fundamenteel onjuist. Markowitz heeft met zijn theorie een methode ontwikkeld om het niet systematische (bedrijfs- en branche specifieke) risico weg te diversifiëren uit beleggingsportefeuilles. Hierdoor blijft alleen het systematische risico over, hetgeen de niet beïnvloedbare risico's zijn zoals de macro economische factoren. Omdat CAPM een beleggingstheorie is en bovendien alleen maar uitgaat van beursgenoteerde bedrijven is zij niet goed toepasbaar voor het MKB en laten we deze theorie verder buiten beschouwing. In diverse corporate finance boeken kunt u meer lezen over de CAPM-theorie.

In het voorgaande beschreven we hoe de risico's bij een waardering tot uiting worden gebracht in de disconteringsvoet. Men zou er ook voor kunnen pleiten om de risico's niet in de disconteringsvoet tot uiting te laten komen maar in de geldstromen. Men werkt dan niet met één scenario voor de geldstromen maar met diverse scenario's waarin men aanwezige risico's tot uitdrukking brengt in de geldstromen en daar een kansverdeling op toepast. Men noemt dit stochastisch waarderen, Het risico wordt dan volledig in kaart gebracht in de geldstromen en deze worden dan tegen risicovrij contant gemaakt.

Deze methode staat echter nog in de kinderschoenen. Het probleem van de juiste vermogenskostenvoet is dan opgelost maar een nieuw probleem ontstaat, namelijk dat van de kansverdeling tussen de diverse scenario's. De methode heeft als grote voordeel dat de uitgangspunten voor de potentiële risico's duidelijk worden.

Een andere benadering voor de bepaling van de rendementseis is de opportunity cost. Het gevolg van een investeringsbeslissing is dat een bepaalde beslissing wordt genomen, terwijl een andere investeringspropositie niet kan worden uitgevoerd. Het feit dat meerdere investeringen kunnen worden overwogen, betekent dat alle mogelijke investeringen een bepaalde gewenste opbrengst kunnen genereren. Door nu slechts een van de mogelijke investeringen uit te voeren, is de weg naar opbrengsten uit andere investeringen niet mogelijk. Die mogelijkheden worden dus opgeofferd. Ter compensatie voor deze opoffering wil de belegger een bepaalde rendementseis op zijn belegd vermogen.

Waar een spaarder genoeg neemt, met 2%, zal iemand die zijn zuur verdiende geld in een bedrijfsovername stopt wellicht 20% willen ontvangen. Als hij in de toekomst jaarlijks €1 miljoen denkt te kunnen verdienen, zal hij uitgaande van een eeuwigdurende reeks €5 miljoen voor het bedrijf over hebben. 20% van €5 miljoen is €1 miljoen.

Wanneer we een waardering maken vanuit een perspectief van opportunity costs of een andere rendementseis die door een investeerder gedefinieerd is dan wordt het een stuk eenvoudiger om de subjectieve waarde van de investering te bepalen. Deze subjectieve waarde kan overigens sterk afwijken van de waarde economisch verkeer ofwel de prijsverwachting.

### *Levered versus unlevered*

Bij de bepaling van de vermogenskostenvoet maken we een verschil tussen levered (met inbreng van vreemd vermogen) en unlevered. Merton Miller en Franco Modigliani hebben in de jaren vijftig van de vorige eeuw baanbrekend werk gedaan op het gebied van de waardering van ondernemingen. Zij stelden dat de waarde van een onderneming uitsluitend afhing van de toekomstige rendementen en niet van de financieringsstructuur.

In de praktijk is het een veel gemaakte fout om de kostenvoet eigen vermogen unlevered (KEU) te verwarren met de kosten voet eigen vermogen levered (KEL). De achterliggende theorie van Miller en Modigliani is dat wanneer een onderneming vreemd vermogen aantrekt het risico voor de eigen vermogen verschaffers toeneemt. De theorie van Miller en Modigliani gaat voorbij aan de fiscale belastingaftrek voor vreemd vermogen. De waarde van de onderneming verandert dus niet naar aanleiding van het aanpassen van de financieringsstructuur behalve het ontstaan van het renteaftrek voordeel op vreemd vermogen. Later komen we hier nog op terug.

Stel een onderneming heeft een totaal geïnvesteerd vermogen van 1.000 en een verwachte jaarlijkse vrije geldstroom van 200. Wanneer de onderneming met eigen vermogen is gefinancierd bedraagt het rendement 20%. Stel nu dat de vrije geldstroom 10% lager uitvalt dan verwacht dus 180 in plaats van 200 waardoor het rendement op 18% uitkomt ook 10% lager. Stel nu dat de onderneming voor de helft met vreemd vermogen is gefinancierd en dat de rente en aflossingen 100 per jaar bedragen. Als de vrije geldstroom 200 bedraagt gaat er 100 naar de vreemd vermogen verschaffers en 100 naar de eigen vermogen verschaffers. 100 rendement op 500 investering is hetzelfde als de eerder genoemde 20%. Maar als in deze structuur de vrije geldstroom ook 10% lager uitvalt dan gaat er nog steeds 100 naar de vreemd vermogen verschaffers en nog maar 80 naar de eigen vermogen verschaffers. Het rendement komt dan uit op 16% in plaats van 20%. Dus bij een daling van de geldstroom van 10% daalt het rendement van de eigen vermogen verschaffers met 20%. Het risico voor de eigen vermogen verschaffers is dus groter en dit risico dient in de rendementseis op het eigen vermogen tot uiting te komen.

Zij gaven dit vorm in de volgende formule

$$KEL = KEU + (KEU - KV) \times VV / EV$$

KEL = kosten voet eigen vermogen levered

KEU = kostenvoet eigen vermogen unlevered

KV = kostenvoet vreemd vermogen

VV = vreemdvermogen

EV = eigen vermogen

t = belastingtarief (zie hierna)

Als we uitgaan van een KEU van 12% een KV van 6% en een verhouding EV/TV van 40% dan bedraagt de KEL dus

$$KEL = 12\% + (12\% - 6\%) \times 60/40 = 12\% + 6\% \times 1,5 = 21\%$$

WACC

Bij de discounted cash flow methode wordt gebruik gemaakt van een disconteringspercentage waartegen geldstromen contant gemaakt worden naar het heden. Dit percentage is de rendementseis die de vermogenverschaffers eisen.



Wanneer een onderneming niet alleen met eigen vermogen is gefinancierd maar ook met vreemd vermogen, dan dient de gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet berekend te worden. De formule voor de berekening van de WACC is als volgt:

$$\text{WACC} = \text{KEL} * \text{EV}/\text{TV} + \text{KV} * (1-t) * \text{VV}/\text{TV}$$

Voorbeeld

Een onderneming is met 30% eigen vermogen gefinancierd  
De rendementseis op het eigen vermogen is 14% (unlevered)  
De kostenvoet voor het vreemd vermogen is 6%  
Het belastingtarief is 20%

Om nu de WACC te berekenen, moeten we eerst de KEL berekenen.

$$\text{KEL} = 14\% + (14\% - 6\%) * 70/30 = 32,67\%$$

$$\text{WACC} = 32,67\% * 30\% + 6\% * (1 - 20\%) * 70\% = 13,16\%$$

### **DGA-1410 VERHOUDING EV/VV**

Voor de berekening van de rendementseis (KEL en WACC) moet een veronderstelling worden gehanteerd ten aanzien van het benodigde eigen vermogen (percentage). Naarmate de onderneming risicovoller en meer conjunctuurgevoelig is, is meer eigen vermogen nodig. De bij de waardering te hanteren solvabiliteit is niet die volgens de boekhoudkundige balans maar die op basis van de berekende economische waarde. Bepalend is welk deel van de koopsom op basis van gangbare bancaire normen met eigen vermogen moet worden gefinancierd. Bij de waardering dient gerealiseerd te worden welke verhouding vreemd vermogen gehanteerd wordt. Dit kan op basis van:

1. de historische verhouding;
2. de maximale financieringscapaciteit;
3. de door de koper wenselijk geachte verhouding.

De verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen is van belang voor een juiste waardering, maar het effect van de renteaftrek op vreemd vermogen is doorgaans maar klein bij MKB transacties.

### **DGA-1411 DISCOUNTEDCASHFLOWMETHODE (DCFV)**

De DCFV stoelt op de conclusies uit de Modigliani Miller (MM)-theorieën over vermogensstructuur die rond 1960 werden ontwikkeld. De MM-theorieën lieten zien dat in een wereld zonder belastingen de ondernemingswaarde van een bedrijf los staat van de vermogensstructuur. Bij de toepassing van de APV wordt het fiscale voordeel van de renteaftrek als aparte post berekend (tax shield).

De DCFV is de gangbare methode onder waarderingsspecialisten. Deze methode gaat uit van de kasstromen die de onderneming naar verwachting in de toekomst zal genereren. Kasstromen zijn de winsten uit de bedrijfsexploitatie plus de afschrijvingen minus de netto-investeringen in werkkapitaal en vaste activa. De toekomstige kasstromen worden contant gemaakt.

Vervolgens wordt de marktwaarde van de niet voor bedrijfsvoering dienstbare activa (lees: beleggingen, zelfstandige vruchtdragende) hierbij opgeteld en het bedrag van de rentedragende schulden hiervan afgetrokken. De DCFV houdt rekening met eventuele noodzakelijke additionele investeringen in materiële vaste activa en de daaruit voortvloeiende extra winsten. Hetzelfde geldt

voor het vermogensbeslag voor de eventuele uitbreiding van het werkkapitaal (debiteuren plus voorraden minus handelscrediteuren). De hiermee gemoeide bedragen worden afgetrokken van de kasstromen.

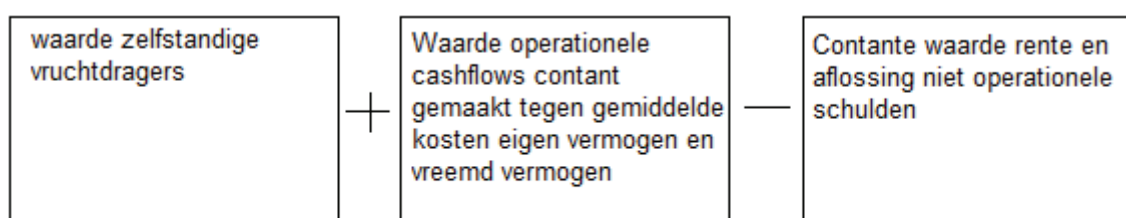
De rentabiliteitsmethode gaat uit van winst. De DCFM gaat uit van cashflow. Het *adagium* is 'cash is a fact, profit an opinion.' Benadrukt moet worden dat er geen principiële tegenstelling tussen deze methoden bestaat. Bij gelijke uitgangspunten geven ze dezelfde uitkomst. Wanneer wij veronderstellen dat de afschrijvingen gelijk zijn aan de investeringen in kapitaalgoederen en dat er geen groei is van het werkkapitaal dan zullen beide dezelfde uitkomst genereren. De werkelijkheid is echter vaak weerbarstiger. Investerings zijn zelden voor de gehele periode gelijk aan de afschrijvingen. Wanneer we de winst normaliseren met een zogenaamde genormaliseerde afschrijving die uiteindelijk een toekomstig te bereiken ideaalcomplex weergeeft dan houden we geen rekening met de tijdvoorkeur van geld. De DCFM houdt wel rekening met de tijdvoorkeur voor geld. Allen een waardering op basis van een DCFM geeft een uitkomst die de economische waarde weergeeft. De focus op cashflow dwingt de waardeerder winst te vertalen naar cashflow. Hierbij kan worden gedacht aan het activeren van R&D-uitgaven (geen ontvangst, wel winst), het plegen van voorzieningen voor toekomstige eventualiteiten (geen uitgaaf, wel verlies). In plaats van met een voorziening voor garantieverplichtingen, werkt men bij de DCFM met verwachte uitgaven (cash out flow). Deze worden meegenomen in het jaar waarin ze naar verwachting plaats zullen vinden. Een aandeelhouder heeft meer aan cashflow dan aan winst. Cashflow is immers beschikbaar voor dividenduitkeringen. Ook bankiers vinden cashflow belangrijker dan winst. Als er cashflow is, kan er in principe rente en aflossing worden betaald.

Om de omzetprognose te onderbouwen is het raadzaam een markt- en concurrentieanalyse op te nemen in het waarderingsrapport.

De uitkomst van de DCFM is de contante waarde van de toekomstige cashflows exclusief financieringslasten, verminderd met de economische waarde van de over te nemen schulden, vermeerderd met de waarde van zelfstandige vruchtdragere (bijvoorbeeld een pand en beleggingen).

Door de operationele kasstromen contant te maken tegen de gemiddelde kostenvoet voor eigen vermogen en vreemd vermogen (WACC) vindt men de economische waarde van de activa. Eigenlijk is dat de onderneming. Dit wordt daarom ook wel de ondernemingswaarde genoemd.

De contante waarde van de schulden trekt men hiervan af.



Waardering volgens discountedcashflowmethode

De basis van de DCFM zijn de operationele vrije geldstromen. De vrije geldstroom die toevallt aan het vermogen van de onderneming (eigen + vreemd vermogen). De vrije geldstroom kan aldus aan de onderneming worden onttrokken zonder dat de toekomstige geldstromen in gevaar komen. Deze geldstromen zijn dus vrij ter beschikking voor de verschaffers van eigen vermogen en vreemd

vermogen. De opbouw van deze vrije geldstromen kan, in vergelijking met de opbouw van de ondernemingswinst, als volgt worden weergegeven:

<b>Winst</b>		<b>Vrije geldstroom</b>	
	Omzet		Omzet
-/-	Kostprijs omzet	-/-	Kostprijs omzet
=	Bruto-omzetresultaat	=	Bruto-omzetresultaat
-/-	Bedrijfskosten	-/-	Bedrijfskosten
=	Bedrijfsresultaat	=	Bedrijfsresultaat
+/-	Financieel resultaat	-/-	Vennootschapsbelasting (normatief)
=	Resultaat voor belastingen	=	Normatief resultaat
		+/+	Afschrijvingen
-/-	Vennootschapsbelasting	-/-	Investerings in vaste activa
		-/+	Mutatie werkkapitaal
		+/-	Mutatie voorzieningen
=	<b>Resultaat na belastingen</b>	=	<b>Vrije geldstroom</b>

Om de waarde van de onderneming te kunnen berekenen is het noodzakelijk om de toekomstige geldstromen te bepalen. In beginsel wordt verondersteld dat een onderneming een duurzaam c.q. eeuwigdurend karakter heeft. Om het duurzame karakter van een onderneming tot uiting te laten komen is er een onderscheid in:

1. de scenarioperiode;
2. de restperiode (eeuwigdurend).

#### **Ad 1**

Scenarioperiode is de periode waarin de geldstromen op een goede wijze zijn in te schatten, oftewel betrouwbare verwachtingen kunnen worden gemaakt.

#### **Ad 2**

In het begin van deze periode moet er sprake zijn van een ideaalcomplex. Investerings creëren dan geen extra waarde maar zijn toereikend om de positie te consolideren. Oftewel een stabiele situatie, waarbij investeringen gelijk zijn aan afschrijvingen en de geldstromen geen structurele groei meer vertonen anders dan in lijn blijven met de algemene marktgroei.

#### *Aftrek van schulden*

Bij de berekening van de waarde van een onderneming worden de over te nemen langlopende schulden afgetrokken van de 'ondernemingswaarde'. In het MKB kan doorgaans de contante waarde van de schulden worden gesteld op hun nominale waarde. Bedenk hierbij dat bij een overname de financiering van de target in principe door de bank opgezegd wordt (change of ownership clause) en derhalve de koper zelf een nieuwe financiering tegen marktconforme voorwaarden aan zal gaan. Neemt de koper echter wel de lopende financieringen over of eventuele derivaatcontracten dan dient bekeken te worden of de tarieven marktconform zijn. Wanneer deze

over te nemen tarieven afwijken van de geldende markttarieven dan kan de contante waarde van het verschil leiden tot een positieve of negatieve correctie van de schulden.

De rente dient men buiten de operationele kasstromen te laten. Er kan in de praktijk verwarring ontstaan over de vraag of de uitkomst van een DCFM-berekening voor of na aftrek van rentedragende schulden is. Hier zijn fiscaal procedures over gevoerd in het kader van de bedrijfsopvolgingsregeling (Successiewet).

Overnamefinanciering en structureel langlopende financiering behoren tot de niet operationele schulden.

De kortlopende schulden, anders dan rekening courant schuld aan de bank en rekening courant verhoudingen met de DGA of groepsmaatschappijen, behoren in de regel niet tot de schulden die men aftrekt. Denk hierbij onder meer aan de schulden aan leveranciers (handelscrediteuren). Hierover is doorgaans ook geen rente verschuldigd. Mocht men hierover wel rente verschuldigd zijn, dan is het juist deze te behandelen als onderdeel van de kosten van de omzet. In de literatuur worden de af te trekken schulden wel aangeduid als 'rentedragende schulden'.

### *Zelfstandige vruchtdraggers*

Beleggingen en overtollige liquiditeiten kunnen het beste apart worden gewaardeerd (zelfstandige vruchtdraggers). Van belang is wel dat vast moet staan dat overtollige liquiditeiten ook daadwerkelijk overtollig zijn. Bij het waarderen van een onderneming gaat men doorgaans uit van de jaarconventie. Dat wil zeggen dat men veronderstelt dat alle geldstromen één keer per jaar stromen en wel op de laatste dag van het jaar. Wanneer een onderneming bijvoorbeeld aan het eind van het jaar abonnementen voor het komende jaar incasseert dan zal een deel van de aanwezige liquide middelen doorgaans niet als overtollig kunnen worden aangemerkt.

Bij het behandelen van het ondernemingspand als zelfstandige vruchtdrager moet men wel als onderdeel van de operationele kasstromen een fictief huurbedrag in aanmerking nemen. Bij het niet elimineren van onroerend goed zou men daarop impliciet dezelfde rendementseis toepassen als op de ondernemingsactiviteit. In de meeste gevallen is de rendementseis op een onderneming hoger dan op onroerend goed. Zou dit niet apart gewaardeerd worden dan zou het onroerend goed ondergewaardeerd worden. Onroerend goed is geen zelfstandige vruchtdrager als de exploitatie en het onroerend goed zo nauw met elkaar verweven zijn dat een alternatieve aanwendbaarheid niet mogelijk is, denk aan campings, golfbanen of pretparken.

### *Aftrek investeringsachterstand, toename werkkapitaal*

Als de koper het te investeren kapitaal moet uitbreiden vanwege investeringen die de afschrijvingen te boven gaan, worden de bedragen die hiermee zullen zijn gemoeid afgetrokken bij de berekening van de toekomstige cashflows. Hetzelfde geldt voor de eventuele toename van het met het werkkapitaal gemoeide vermogensbeslag.

Stel dat voor een te waarderen onderneming sprake is van een investeringsachterstand. Deze achterstand wordt verondersteld te worden ingehaald direct op het waarderingmoment en zal dan ook als nominaal bedrag opgenomen worden als investering.

Toename van het werkkapitaal moet u in aanmerking nemen als er wordt gerekend met een stijging van de omzet. Hierdoor zullen immers meer debiteuren en voorraden moeten worden gefinancierd. Eventuele betalingsachterstanden bij de fiscus of crediteuren dienen ook genormaliseerd te worden. In de berekening van de cashflows en de mutatie van het werkkapitaal gaat u ervan uit dat alles binnen de normale termijnen wordt betaald. De achterstanden worden als schulden aangemerkt en afgetrokken van de ondernemingswaarde.

### *VPB*

In de berekening van het VPB-tarief dient u rekening te houden met het tarief dat correspondeert met de werkelijke belastingdruk. Vanwege o.a. investeringsfaciliteiten is de werkelijke belastingdruk vaak lager dan het nominale VPB-tarief. Bij een activatransactie met goodwillafschrijving zal er een lagere belastingdruk zijn dan bij een aandelentransactie. Actieve en passieve belastinglatenties kan men verwerken door deze apart te waarderen of door de daadwerkelijke casheffecten in de geldstroomanalyse tot uiting te brengen.

### *Persoonlijke goodwill*

De term persoonlijke goodwill heeft in feite betrekking op de mate waarop de vorige eigenaar invloed heeft op de cashflow van de onderneming. Dit kan tot uitdrukking worden gebracht in het groeipercentage voor omzet en kosten. In feite maakt dit deel uit van de normalisatie van de resultaten/cashflows. Een belangrijk punt is altijd de ondernemersbeloning. Deze dient in overeenstemming gebracht te worden met een normale vergoeding voor de ingebrachte arbeid. Vaak worden de keuzes voor ondernemersbeloning gemaakt om de winst te sturen naar een zo gunstig mogelijke fiscale druk. Bij vrije beroepsbeoefenaren kan de normalisatie van de arbeidsbeloning zeer complex zijn.

### *Scenarioperiode en restwaarde*

Bij de DCFM gaat men doorgaans uit van een twee fasen model. De scenarioperiode en de restwaardeperiode. De scenario is net zo lang als nodig is om in een stabiele periode te komen waarin geen waarde meer wordt toegevoegd, ook wel de restperiode genoemd. Is de onderneming al in een stabiele situatie bij een overname dan kan met direct naar de restwaarde berekening gaan. Heeft de onderneming echter een ondernemingsplan waarin uitbreidingsinvesteringen en groeiscenario's zijn opgenomen dan hanteert u de deze periode. Vaak wordt er een prognose voor vijf jaar gemaakt en dan overgegaan op de restperiode. Echter in de petrochemie zijn er vaak investeringscycli van 20 jaar of meer. U dient dan deze periodes te volgen.

Bij de restwaarde is de veronderstelling dat een onderneming tot in het oneindige blijft voorbestaan. Door het effect van het contant maken zijn de contante waarden van cashflows na dertig jaar nauwelijks nog van enige invloed op de waardeberekening. Wanneer u echter een onderneming moet waarderen waarvan u verwacht dat de levenscyclus eindig is dan kunt u dus niet de restwaardecomponent meenemen maar zult u een eindige reeks geldstromen contant moeten maken.

Wanneer de restwaarde berekend wordt is het altijd zo dat de investeringen in materiele vaste activa gelijk is aan de afschrijvingen. Dat wil dus zeggen dat er geen uitbreidingsinvesteringen meer worden gedaan maar alleen vervangingsinvesteringen. Om deze reden kan er dus ook geen structurele groei meer plaatsvinden in de restperiode. Het te hanteren groeipercentage in de restperiode is nooit hoger dan de verwachte inflatie. Wanneer u verwacht dat een bepaalde bedrijfstak sneller groeit dan de totale economie dan zult u dit in de scenarioperiode tot uiting moeten brengen in niet in de restwaarde omdat het niet mogelijk is dat een bepaalde bedrijfstak tot in het oneindige sneller blijft groeien dan de totale economie.

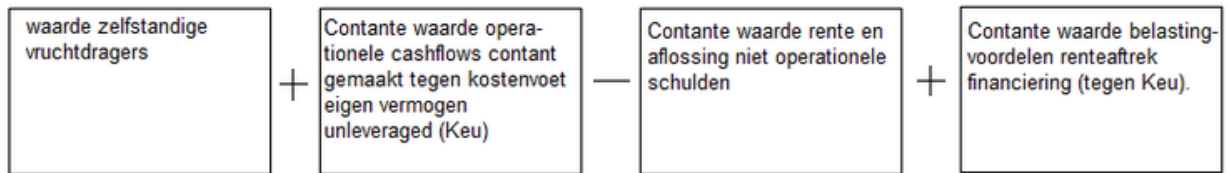
### *DCF<sub>M</sub> voor IB-ondernemingen?*

De DCF<sub>M</sub> ook worden gebruikt voor IB-ondernemingen. De vraag rijst dan echter welk belastingtarief op de cashflow in mindering gebracht moet worden? In de IB sfeer zijn er immers hogere belastingtarieven dan in de VPB sfeer. Daarnaast ontvangt een IB ondernemer winsten in privé en bij een BV zitten de winsten in de BV en dient er nog belasting betaald te worden om deze naar privé te halen. Hoe u daar mee omgaat hangt van het geval af in principe geldt dat de waarde van een onderneming niet afhankelijk is van de fiscale keuzes die een potentiële koper maakt. Niet zelden veronderstellen overnameadviseurs dat de activa in een BV gekocht worden en hanteren dan het VPB-tarief. Wij vinden het zelf fraaier om de werkelijke IB-tarieven te hanteren en ook rekening te houden met de aftrekbare goodwillcomponent. Deze dient u wel te itereren maar dat geeft dan wel een juist beeld. De praktijk leert echter dat er vaak niet veel verschil zit tussen de BV fictie en het daadwerkelijk uitrekenen. Zeker in een koop en verkoop transactie zal de marktefficiëntie dit soort verschillen wel elimineren in de prijsonderhandelingen. Dient u echter een uitspraak te doen over de waarde van een IB-onderneming in het kader van een geschil dan dient u de subjectieve waarde van dat aandeel te berekenen conform de juridische randvoorwaarden die er aan de vraagstelling kleven. Het kort door de bocht gaan met een fictie als of het een BV is, is dan onjuist.

### **DGA-1412 ADJUSTEDPRESENTVALUEMETHODE (APV)**

De adjusted present value methode is een variant van een discounted cash flow methode. Het grote verschil zit er in dat de waarde van de cashflows contant wordt gemaakt tegen de kosten voet van het eigen vermogen unlevered. Het belastingvoordeel vanwege de renteaftrek wordt apart contant gemaakt eveneens tegen de KEU. Het grote voordeel van deze methode schuilt in het feit dat vermogensverhoudingen zelden constant zijn. Wanneer de vermogensverhouding fluctueert dan zou u voor ieder jaar in uw waardering de KEL en de WACC moeten bepalen. Bij de APV scheidt u deze twee berekeningen waardoor de berekening een stuk eenvoudige wordt. Het eindresultaat is bij beide methoden gelijk.

De APV is ons inziens eenvoudiger in de toepassing dan de DCF<sub>M</sub>, omdat wordt gewerkt met een rendementseis unlevered.. Wel vergt het begrip tax shield enige uitleg. De tax shield kan als volgt worden toegelicht. Indien er sprake is van vreemd vermogen, dan vertegenwoordigt de fiscale aftrekbaarheid van de rentebetalingen een bron van waarde zoals we ook eerder tot uiting hebben zien komen in de WACC. Deze 'cashflow van de tax shields' wordt contant gemaakt tegen dezelfde kostenvoet als de operationele cashflows en resulteert in een aparte component economische waarde. Vervolgens wordt geanalyseerd wat de waarde van het vreemd vermogen is (negatieve component). Indien de financiering is verkregen tegen de op het moment van de waardering heersende marktcondities, dan is de marktwaarde 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 economische waarde van het eigen vermogen, ten slotte, wordt als volgt vastgesteld.



Waardering volgens adjusted present value methode

### DGA-1413 RENTABILITEITSMETHODE

De rentabiliteitsmethode is een wat ouderwetse methode die bij veel accountants nog steeds gangbaar is. Anders dan de DCFM/APV gaat de rentabiliteitsmethode uit van winst in plaats van cash flows. Bij deze methode bepaalt u de waarde van een onderneming op contante waarde van de verwachte winst. Bij een constant winstniveau wordt uitgegaan van een eeuwigdurende reeks, contant gemaakt tegen een bepaalde disconteringsvoet. De disconteringsvoet is de geëiste rentabiliteit. Dit moet de Kel (kostenvoet eigen vermogen levered) zijn. Anders dan bij de DCFM wordt hierbij de rente over het vreemd vermogen afgetrokken. Het gaat immers om de winst. De uitkomst geeft dan ook de waarde van het eigen vermogen en niet de ondernemingswaarde. De schulden worden niet afgetrokken (omdat met de rente reeds rekening is gehouden bij de bepaling van de winst).

In formule: winst/Kel

#### Voorbeeld

Een onderneming heeft een jaarlijkse winst na belasting van 100

De Keu bedraagt 15%

KV = 6%

Het belastingtarief bedraagt 20%

De onderneming heeft 300 aan vreemd vermogen

De Kel bedraagt 20,5479% (dit dient u te berekenen door de Kel formule en de uitkomst van de rentabiliteitswaarde in Excel te zetten en dan vervolgens de uitkomst van de KEL formule te itereren)

Als we de rentabiliteitswaarde uitrekenen dan ziet dat er als volgt uit  
 $100 / 0,205479 = 486,67$

Ter vergelijking als we dit volgens de APV methode uitrekenen, krijgen we de volgende berekening.

De vrije geldstroom is de winst + de netto rente =  $100 + 14,4 = 114,4$

De vrije geldstroom gedeeld door de Keu =  $114,4 / 0,15 = 762,67$

Het jaarlijkse belastingvoordeel over het vreemd vermogen bedraagt  $0,2 * 18 = 3,6$

De contante waarde van de taxshiel is  $3,6 / 0,15 = 24$

De totale waarde van de onderneming is  $762,67 + 24 = 786,67$

De waarde van het vreemd vermogen is 300

De waarde van het eigen vermogen =  $786,67 - 300 = 486,67$  hetgeen gelijk is aan de uitkomst bij de rentabiliteitswaarde.

De rentabiliteitswaarde geeft echter alleen een goede uitkomst als aan de volgende assumpties is voldaan:

- er is één winstbedrag die representatief is voor de toekomst;
- de afschrijvingen zijn gelijk aan de investeringen;
- er is geen mutatie van het werkkapitaal en
- de hoeveelheid vreemd vermogen blijft constant.

Een ander bezwaar van de rentabiliteitsmethode is dat het omgaan met (tijdelijke en/of ongelijkmatige) groei lastig is.

### **DGA-1415 WAARDE EN FINANCIERING**

Woningbezitters hebben gemerkt dat er een sterke relatie is tussen waarde/prijs en financierbaarheid. Als aspirant-kopers minder kunnen lenen door de houding van banken, heeft dat gevolgen voor de haalbare prijs. Dit speelt ook in de overnamepraktijk. De prijs kan nu eenmaal niet hoger zijn dan wat de koper met de beste financieringsmogelijkheden kan betalen. Wat een kandidaat koper kan betalen is afhankelijk van eigen middelen en de externe financieringsmogelijkheden. De koper in het MKB is vaak een partij met weinig eigen vermogen, wat betekent dat het overgrote deel van de koopsom met geleend geld moet worden gefinancierd. Denk aan een MBI/MBO.

Bij een bank aangetrokken overnamefinanciering moet in de regel in 5 à 7 jaar worden afgelost. Dit dient uit de cash flow te geschieden. Men kan de haalbaarheid van de koopsom toetsen op basis van de financierbaarheid van de overname. In de periode 2003-2008 stonden banken in de rij deze financiering tegen soepele voorwaarden te verstrekken. Overnamefinancieringen zonder noemenswaardige zekerheden tegen euribor plus 1% waren geen uitzondering. Als de financieringsnormen niet werden gehaald, werd er een oogje dichtgeknepen. Deze situatie is sinds het najaar 2008 drastisch veranderd. Dit heeft onmiddellijk gevolgen gehad voor de te realiseren verkoopprijzen van MKB-ondernemingen.

In de financieringspraktijk werd traditioneel een onderscheid gemaakt tussen holdingfinanciering en werkmaatschappijfinanciering. De holdingfinanciering was doorgaans financiering zonder zekerheden (blanco). Deze moest veelal in vijf jaar lineair worden afgelost. De werkmaatschappijfinanciering was gebaseerd op zekerheden (debiteuren, voorraden, inventaris etc.). Hierop hoefde in beginsel geen aflossing plaats te vinden dan wel slechts gedeeltelijk of over een langere periode.

Vanwege het vervallen van art. 2:207c BW is het onderscheid tussen holdingfinanciering en werkmaatschappijfinanciering niet meer relevant vanuit zekerheidsperspectief. De activa van de werkmaatschappij mogen thans als zekerheid dienen voor de financiering van de holding. Een koper zou zich op het standpunt kunnen stellen dat hij maximaal de prijs wil betalen die hij kan financieren. Als die benadering tot een onrealistisch lage prijs leidt, zal de verkoper zich gedwongen kunnen voelen zelf het vermogenstekort te financieren door middel van een achtergestelde lening of preferente aandelen.

Om aan de aflossingseisen van de bank te voldoen, zal aflossing van en rentebetaling op de achtergestelde lening van de verkoper mogelijk moeten worden opgeschort. Dat betekent dat de rente gedurende een periode niet uitgekeerd wordt maar op de hoofdsom bijgeschreven wordt. Het verdient aanbeveling om bij de financieringsvoorwaarden met de bank heldere ratio's en afspraken te maken over wanneer er wel of niet rente en aflossing op de achtergestelde lening kan worden uitbetaald.

Financiering door de verkoper vindt vaak plaats tegen niet-marktconforme condities. Stel een onderneming wordt verkocht voor €3.000.000. De koper brengt €500.000 eigen vermogen in en de bank is bereid €1.500.000 te financieren. De rest wordt gefinancierd door middel van een achtergestelde lening van de verkoper tegen 6% rente.



De achtergestelde lening vervult hier feitelijk de functie van eigen vermogen. De bank wil niet verder gaan dan €1.500.000 en is dus impliciet van mening dat de rest met eigen vermogen moet worden gefinancierd. In het licht hiervan is een vergoeding van 6% op een achtergestelde lening veel te laag. Stel dat de waardering is gebaseerd op een rendementseis (Kel) van 20%. De 6% voor de AGL steekt hier schril tegen af. Een rente tussen KEL en de kostenvoet vreemd vermogen (KV) in zou ons inziens meer op z'n plaats zijn. Waarbij de daadwerkelijke risico's verbonden aan de achtergestelde lening bepalen of men meer richting KEL of meer richting KV dient te zitten.

Op de koper beschouwd is de financiering tegen niet marktconforme voorwaarden een waardedrukkende omstandigheid voor de verkoper. Voortbordurend op het voorgaande heeft de koper geen €3.000.000 gerealiseerd, maar €3.000.000 minus de contante waarde van het verschil tussen 6% en de rente die eigenlijk bij het risico zou horen. Stel dat een rente van 12% het risico op de achtergestelde lening juist weergeeft en de lening in tien jaar lineair wordt afgelost, dan kan dit renteverskil (contant gemaakt tegen 12%) worden gewaardeerd op €217.489. De lening die de verkoper heeft verstrekt zou dan eigenlijk met dit bedrag moeten worden afgewaardeerd met dit bedrag. Hierdoor is de opbrengst van de onderneming € 2.000.000 (direct) en € 782.511 (contante waarde van de lening). In totaal €2.782.511. Iets soortgelijks doet zich voor als de verkoper garant moet staan voor externe financiering van de koper.

Wil men een MKB-onderneming tegen een redelijke prijs kunnen verkopen dan is gedeeltelijke financiering door de verkoper vaak onontbeerlijk. Het liefst wil men natuurlijk de onderneming tegen de hoofdprijs verkopen met als tegenprestatie 100% cash. Als men vasthoudt aan de eis van 100% cash zal de vraagprijs fors moeten zakken. Het verdient dan de voorkeur vast te houden aan de vraagprijs en het verschil te financieren. Stel dat de koper maximaal €2.000.000 kan betalen, terwijl de objectief vastgestelde waarde €3.000.000 bedraagt. De verkoper kan akkoord gaan met €2.000.000 of vasthouden aan €3.000.000 en €1.000.000 financiering verschaffen. In het ergste geval zal de verkoper de vordering op de koper moeten afboeken. In dat geval is er nog niets verloren ten opzichte van het scenario waarbij men de prijs laat zakken. In dat licht kan de financiering door de verkoper als bonus worden gezien. Baat het niet, dan schaadt het niet.

De financiering door de verkoper zal doorgaans op aandringen van de bank achtergesteld moeten worden. Gekozen kan worden voor een achtergestelde lening of voor preferente aandelen. Economisch gezien maakt dat niet of nauwelijks verschil.

Vaak zal op de onderhavige financiering enkele jaren niet kunnen worden afgelost. Wellicht dat het zelfs noodzakelijk is de rente enige tijd bij te laten schrijven. Vanwege het risico dat aan dergelijke financiering kleeft is ons inziens een hoge rente op z'n plaats. Het betreft zogenaamde mezzaninefinanciering. Het rendement dient te liggen tussen dat van bankleningen en de rendementseis voor eigen vermogen. Als vuistregel hanteren wij hiervoor tweederde van de rendementseis voor eigen vermogen. Dus bij 20% rendement op eigen vermogen (leveraged) kan worden gedacht aan een vergoeding voor de lening van 13%. Aangezien rente fiscaal aftrekbaar/belast is en dividend niet, dient de 13% te worden gebruteerd voor, stel, 20% VPB waardoor de rente uitkomt op 16%. Als een verkoper akkoord gaat met een lagere rente, doet hij zichzelf te kort.

Stel dat het vermogenstekort € 500.000 bedraagt. Gedacht zou dan kunnen worden aan een structuur waarbij gedurende vijf jaar de rente van, stel, 16% wordt bijgeschreven en daarna lineair wordt afgelost. Dit loopt dan als volgt.

	rente	aflossing	schuld
start			500.000
jaar 1	80.000		580.000
jaar 2	92.800		672.800
jaar 3	107.648		780.448
jaar 4	124.872		905.320
jaar 5	144.851		1.050.171
jaar 6	168.027	210.034	840.137
jaar 7	134.422	210.034	630.101
jaar 8	100.816	210.034	420.069
jaar 9	67.211	210.034	210.035
jaar 10	33.606	210.035	0

Een aandachtspunt met betrekking tot de bij te schrijven rente is dat daarover VPB is verschuldigd. Dit is niet handig vanuit een oogpunt van liquiditeitsplanning. Daarom zou kunnen worden afgesproken dat de koper in elk geval de VPB-component van de rente betaalt. Bedenk hierbij dat de bij te schrijven rente voor de schuldenaar fiscaal aftrekbaar is. Men zou er ook voor kunnen kiezen om dezelfde constructie te op te zetten met preferente aandelen. Zo kan het VPB-effect op de rentebetaling en de het liquiditeitseffect hierdoor worden voorkomen.

#### **DGA-1416 EARN-OUT EN WAARDERING**

Koper en verkoper kunnen afspreken dat een deel van de koopsom afhankelijk is van het toekomstige resultaat van de verkochte vennootschap. Dit deel van de koopsom wordt gefaseerd uitbetaald (earn-out). Een alternatief is dat de verkoper een deel van de koopsom moet terugbetalen als van te voren overeengekomen doelen qua winstgevendheid niet worden gehaald (pay-back).

Een earn out brengt per definitie de nodige onzekerheid met zich mee. De verkoper heeft geen invloed op de performance van de over te dragen onderneming. De koper neemt immers de leiding over. Als hij het minder goed doet dan zou dat een nadeel kunnen vormen in de earn out betalingen naar de verkoper. Aan de andere kant als hij het beter doet dan de verkoper verwachtte dan kan het een voordeel opleveren voor de verkoper.

Doorgaans verdient het de voorkeur om parameters voor een earn-out regeling zodanig te formuleren dat hij vooral afhankelijk is van variabelen boven in de winst en verlies rekening. Dus omzet of brutowinst afhankelijk. Als er gekozen wordt voor winstafhankelijk dan is het goed om vooraf een aantal afspraken te maken voor de winstgrondslag of normalisaties af te spreken zodat de winst niet gemanipuleerd kan worden om de earn-out betalingen te beïnvloeden.

Een voorbeeld van een earn-out is dat koper en verkoper een vaste prijs voor de aandelen afspreken van €2.000.000 en daarnaast in elk van de vijf jaar volgende op de overdracht 50% van de winst voor zover deze meer bedraagt dan €500.000. Het is denkbaar dat de verkoper de keuze heeft tussen het financieren van de koper door middel van een vordering met een vaste rente en een earn-out. Zo zou in het in de vorige alinea gegeven voorbeeld een direct te betalen bedrag van €2.000.000 kunnen worden afgesproken en daarnaast een achtergestelde lening van €500.000 tegen 8% rente. Gezien het grotere risico dat aan een earn-out verbonden is (de ontvangsten zijn immers winstafhankelijk), is daarbij een hogere verwachte waarde op zijn plaats. De contante waarde van voornoemde achtergestelde lening bedraagt €500.000. Een earn-out zou zodanig kunnen worden

bepaald dat de contante waarde van de te verwachten opbrengsten tegen een disconteringsvoet van 20% €500.000 bedraagt. De verkoper moet voor zichzelf bepalen of hij de extra verwachte opbrengst van 12% (20% - 8%) voldoende beloning vindt voor het extra risico. Hierbij moet worden bedacht dat aan een achtergestelde lening bij een bedrijfsopvolging ook een hoog risico is verbonden. Het additionele risico van een earn-out valt in dat licht misschien wel mee. Bedenk hierbij dat de rente op een achtergestelde lening is belast, terwijl opbrengsten van een earn-out onbelast zijn (deelnemingsvrijstelling).

Indien de koper zijn twijfels heeft over de toekomstige winstgevendheid, zal hij wellicht niet bereid zijn de prijs te betalen die de verkoper wenst te ontvangen. Een earn-out is in een dergelijk geval een logisch resultaat van het onderhandelingsproces. De verkoper motiveert de hoge vraagprijs door te wijzen op hoge en stijgende winsten. De koper stelt daartegenover dat maar moet worden afgewacht of de hoge winstgevendheid kan worden gehandhaafd c.q. de positieve trend zich zal voortzetten. Er dreigt een patstelling te ontstaan, totdat een van de partijen het voorstel doet voor het verschil tussen vraag- en biedprijs een earn-out regeling af te spreken.

Een earn-out regeling behelst een vorm van financiering van de koper. De koper financiert de hiermee gemoeide bedragen uit de toekomstige winst. De verkoper weet natuurlijk niet zeker of hij uit hoofde hiervan iets zal ontvangen, maar als het alternatief de lage overdrachtprijs is, kan men dit zien als een loterij zonder nieten. Met andere woorden, het betreft een manier om de opbrengst van de aandelen te maximaliseren. Het is doorgaans makkelijker om de koper tot een earn-out te vermurwen dan tot een opslag op de koopsom.

#### **Voorbeeld**

A verkoopt een aandelenpakket aan B. A kan uit het volgende kiezen:

- een vaste koopsom van €1.000.000;
- een vast bedrag van €650.000 en een 5-jarig winstrecht van 50% van de winst.

De verwachte winst bedraagt €200.000. Uit de earn-out zal dus naar verwachting een opbrengst van €500.000 komen. De niet contant gemaakte verwachte waarde van het earn-out scenario bedraagt €1.150.000. Dit is €150.000 meer dan bij het basisscenario. De keuze is dus tussen €1.000.000 met zekerheid en €1.150.000 met onzekerheid. Er is geen rekening gehouden met renteaspecten. Natuurlijk moet de earn out contant worden gemaakt om te vergelijken wat de juiste beslissing is voor de verkoper om een zuiver economisch vergelijk te krijgen.

Vaak zal in de uitwerking en onderhandeling een gematigdere risicoperceptie van de verkoper dan economisch daadwerkelijk aanwezig en lage opportunity costs of geen alternatieve aanwendbaarheid voor de koopsom met een hoog rendement een rol spelen.

Een bijkomend voordeel van een earn-out is dat de verkoper financieel betrokken blijft en daardoor mogelijk wordt gestimuleerd de koper te ondersteunen. Bovendien heeft de verkoper blijkbaar vertrouwen in de toekomst van de onderneming. Dit kan ook voor een financier positieve beoordelingspunten zijn.

Bij de bepaling van de vaste koopsom zal men de earn-out uiteraard in acht moeten nemen. Bij een earn-out zal de koopsom lager zijn. De toekomstige resultaten die via de earn-out worden verrekend, dient men af te trekken van de voor de DCFM in aanmerking te nemen cashflows.

#### **DGA-1417 DOORLOPENDE WAARDERING PREFERENTE AANDELEN**

Bij een populaire structuur voor de overdracht van de onderneming in de familiesfeer wordt gebruik gemaakt van cumulatief preferente aandelen (verder: prefs). De bestaande gewone aandelen worden omgezet in prefs en er worden nieuwe gewone aandelen uitgegeven aan de bedrijfsopvolger. Voor de doorschuifregeling aanmerkelijk belang en de bedrijfsopvolgingsfaciliteit erfbelasting gaat dit goed.

De omzetting van gewone aandelen in prefs wordt niet gezien als een vervreemding, mits de prefs dezelfde waarde vertegenwoordigen als de gewone aandelen. Dat is het geval indien de bestaande waarde volledig wordt toegerekend aan de prefs. Hiervoor moet de onderneming worden gewaardeerd.

Kenmerk van de prefs is dat toekomstige waardeverandering van de onderneming toekomt aan de houders van de gewone aandelen. Op de prefs wordt een vaste dividendvergoeding uitgekeerd. Indien het hele vermogen wordt omgezet in prefs, zou in theorie het dividend op de prefs gelijk moeten zijn aan de winst van de bv.

### **Voorbeeld**

Stel een onderneming heeft een verwachte gemiddelde winst voor de komende vijf jaar van €100.000 per jaar. Op basis van de DCF-methode is de waarde vastgesteld op €1 miljoen. Het dividendpercentage wordt dan 10%. In de praktijk wordt vaak slechts een deel van de aandelen omgezet in prefs. In dat geval zal de rendementseis voor de prefs aanmerkelijk lager kunnen worden vastgesteld dan die welke geldt voor gewone aandelen; de preferentie heeft dan reële betekenis. Over de waarde van de onderneming en het bijbehorende dividendpercentage kan worden onderhandeld met de fiscus. De adviseur moet daarbij trachten een zodanige afspraak te maken dat er winst overblijft voor de gewone aandelen.

Wat gebeurt er daarna met de waarde van prefs? Veelal wordt ervan uitgegaan dat de waarde constant blijft. Eventuele inkoop van prefs vindt vaak plaats tegen de nominale waarde en ook bij overlijden worden de prefs meestal op nominale waarde gewaardeerd. Het is de vraag of dat juist en/of voordelig is.

Stel dat de onderneming na omzetting van de aandelen in prefs beter gaat presteren dan verwacht. Vaststaat dat het dividend nooit hoger kan worden. Door de goede resultaten is de kans dat het dividend daadwerkelijk kan worden uitgekeerd groter geworden. Dit vormt een waarde verhogende factor. In het zakelijk vastgesteld pref-dividend is de kans op het niet ontvangen van het dividend verdisconteerd. Bij een gunstige winstontwikkeling, neemt die kans af hetgeen tot een hogere waarde leidt. Hetzelfde speelt als een slecht draaiende onderneming een 'junk bond' uitgeeft tegen bijvoorbeeld 10% rente. Als die onderneming goed gaat draaien, zijn beleggers bereid meer dan de nominale waarde voor de bonds te betalen. Vooral als bij de waardering van de aandelen een aanzienlijke risicopremie in aanmerking is genomen, is sprake van een aanzienlijk opwaarts potentieel.

Het omgekeerde is het geval bij slechter presteren dan verwacht. Het pref-dividend zal dan niet volledig kunnen worden uitgekeerd en voor inhaal in aanmerking komen. In dat geval dalen de prefs in waarde.

Aangezien de hoogte van het dividend op de prefs vaststaat, lijkt dat sterk op rente. Er is feitelijk maar weinig verschil tussen een achtergestelde lening en cumulatief preferente aandelen. Daarom is de ontwikkeling van de marktrente van invloed op de waarde van de prefs. De alternatieve beleggingsmogelijkheden worden in dat geval in de waardering betrokken. Een stijgende rente heeft tot gevolg dat de obligatiekoersen dalen en een dalende rente leidt tot stijgende koersen.

### **Voorbeeld**

Stel een eeuwigdurende obligatie van nominaal €1.000 kent een rente van 5%. Vervolgens daalt de marktrente naar 4%. Een belegger moet kiezen tussen beide obligaties. Hij zal voor de 5% obligaties €1.250 willen betalen zodat het rendement op het door hem belegde geld per saldo weer 4% bedraagt (5% van €1.000 = 4% van €1.250).

De renteontwikkeling is ook van invloed op de (theoretische) waarde van prefs. Dit geldt ook voor prefs in de familiesfeer.

## OPDRACHTEN

### Opdracht 1

U hanteert de methode 'intrinsiek plus goodwill' voor een aandelenwaardering. Gaat u uit van de winst voor of na VPB?

### Opdracht 2

Hanteert u bij een waardering in het kader van echtscheiding (boedelverdeling) andere uitgangspunten bij in het kader van een verkoop aan een derde?

### Opdracht 3

De balans van BV Q ziet er als volgt uit.

Activa 500.000

Passiva

Aandelenkapitaal 20.000

Reserves 180.000

Diverse passiva 300.000

Niet geactiveerde goodwill € 500.000

Winst na VpB 200.000

Kapitalisatiefactor 7

Bepaal de waarde van de aandelen BV Q volgens de methode van de fiscus.

### Opdracht 4

Is de rendementseis inclusief of exclusief inflatie?

### Opdracht 5

Bij welk type onderneming is de rendementseis naar uw inschatting het hoogst?

Drukkerij of computeropleidingen?

Kinderopvang of elektrotechnisch installatiebedrijf?

Apotheek of autodealer?

### Opdracht 6

Hoe verwerkt u bij de toepassing van de DCFM/APV de omstandigheid dat er na de koop van de onderneming een afvloeiingsregeling getroffen zal worden waarmee € 300.000 zal zijn gemoeid?

### Opdracht 7

De Kel bedraagt 30%, de rente vreemd vermogen 6%, effectief VpB-tarief 20%, genormaliseerde vermogen eigen vermogen/vreemd vermogen 1.

Bepaal de WACC.

### Opdracht 8

Er zijn twee ondernemingen met dezelfde activiteiten. Beide ondernemingen genereren een winst van € 200.000 per jaar. De rendementseis bedraagt 20%. De bedrijfseconomisch normatieve schuld bedraagt € 500.000. Bij onderneming A bedraagt de over te nemen schuld echter € 1.000.000, bij onderneming B € 500.000. Bepaal de waarde van onderneming A volgens de verbeterde rentabiliteitsmethode. Ga uit van een rente van 6% en een VpB-tarief van 20%.