

Waardeoordeel

HET BELANG

► Een ondernemer (directeur-grotaandeelhouder) besteedt een belangrijk deel van zijn tijd, energie en creativiteit aan het proberen op een evenwichtige manier de waarde van zijn onderneming te behouden en uit te bouwen. Die waarde is continu van belang, maar op bepaalde momenten moet hij die waarde ook echt kennen. Zo'n moment is bedrijfsoverdracht. Een kritisch moment, waarop de persoonlijke goodwill minimaal moet zijn. Onderneming en ondernemer moeten zich namelijk zonder verlies aan waarde van elkaar los kunnen maken. Dat vereist in het algemeen een tijdige en zorgvuldige voorbereiding.

HET DOEL

► De waarde van de onderneming hangt af van de doelstellingen waarmee wordt ondernomen. Die doelstellingen zijn zeker niet uitsluitend financieel van aard. Uiteenlopende emoties zijn eveneens van belang. Zij kunnen van grote invloed zijn op de prijs die bij bedrijfsoverdracht voor de waarde wordt gevraagd. Binnen het financiële kader wordt vaak winstmaximalisatie als doelstelling genoemd. Dat sluit aan bij de financiële verantwoording van ondernemingen voorzover die de vorm van een jaarrekening heeft: balans en resultatenrekening, vermogen en winst.

DE WINST

► Onder de voorwaarde dat het resultaat *all inclusive* wordt bepaald, kan winst (of verlies) worden gedefinieerd als het verschil tussen het eigen vermogen aan het eind van de periode en het eigen vermogen aan het begin daarvan. Het saldo moet vanzelfsprekend worden gecorrigeerd voor stortingen en onttrekkingen.

BONDIG

Bij bedrijfsverkoop moet de ondernemer zich van zijn onderneming losmaken; dan wordt duidelijk wat het bedrijf waard is. Het maakt veel verschil of bij de bepaling van de waarde wordt gekeken naar de winst of naar de geldstromen die de onderneming genereert. Wie uitgaat van de winst ziet zich geconfronteerd met uiteenlopende visies over de bepaling daarvan. De geldstroom van de onderneming daarentegen is eenduidig. Op basis daarvan kan relatief gemakkelijk de tegenprestatie - de prijs - worden bepaald.

Vaak worden bepaalde vermogensmutaties buiten de winst gehouden. Dan moet een alternatieve winstdefinitie worden gezocht: de opbrengsten vermindert met de bijbehorende kosten. Maar wat opbrengsten zijn, hangt onder andere af van de wijze waarop boekhoudkundige principes van realisatie en voorzichtigheid worden toegepast. Wat kosten zijn hangt bijvoorbeeld af van *matching*. Van invloed zijn ook de waarderingsgrondslagen en de activeringscriteria. De rubricering in eigen en vreemd vermogen is mede bepalend. Normalisering en actualisering van de verkregen uitkomsten zijn niet ongebruikelijk.

Alles bijeen biedt winst dus een veelkleurig palet. En dan nog is de vraag niet beantwoord of het moet gaan om nettowinst na belasting, bedrijfsresultaat, EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), of EBITDA (Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization). De waarde van de onderneming afhankelijk stellen van winst is een ontmoeting met al deze vragen en valkuilen.

HET GELD

► Tegenover winst biedt geld die complicaties niet. Geld is eenduidig. Waar winst vergelijkbaar is met een –overigens knappe– schijnbeweging, moet geld centraal staan. Geld wordt ontvangen en uitgegeven. De bedoeling is om door te ondernemen betalingen en ontvangsten zodanig op elkaar af te stemmen dat per saldo geld aan de onderneming kan worden onttrokken zonder dat daardoor de uitvoering van het ondernemingsplan wordt geschaad. Dat saldo wordt de 'vrije geldstroom' genoemd.

Met het ondernemingsplan beoogt de ondernemer de waarde van de verwachte vrije geldstromen te maximaliseren. Dat gaat niet zonder risico. De ondernemer probeert de verhouding van de verwachte geldstroom en het te aanvaarden risico te optimaliseren. Dat heet waardemanagement. Een ondernemer is er steeds mee bezig. De mate waarin de ondernemer hierin succes boekt, bepaalt de waarde van zijn onderneming en van de aandelen in zijn vennootschap. De waarde zelf zien wij hier als de betekenis voor de belanghebbende van de vrije geldstromen die de onderneming op een bepaald moment naar verwachting en met het bijbehorende risico zal opleveren.

JOOST GROENEVELD

is registeraccountant en registervaluator en beëdigd als makelaar/taxateur in bedrijfsbelangen. Hij is auteur van een groot aantal publicaties op het gebied van bedrijfswaardering en accountancy. Groeneveld is directeur van Wingman Business Valuators BV, Dordrecht/Leidschendam. Wingman waardeert ondernemingen en aandelen in vennootschappen en biedt begeleiding onder andere in situaties van fusie en overname, buy-out, bedrijfsopvolging, vererving, fiscaliteit, boedelscheiding en schade aan ondernemingswaarde. Groeneveld treedt ook op als bindend adviseur en arbiter. Voor Bond gaat hij in op aspecten van de waarde van een onderneming.



WELKE WAARDE?

► Dezelfde onderneming heeft op hetzelfde moment voor verschillende belanghebbenden een verschillende waarde. Het is – in situaties waarin dat mogelijk is – daarom van belang te zoeken naar een goede wederpartij. De een heeft een afwijkende visie, de ander een afwijkende risicoperceptie en een derde beschikt over mogelijkheden – bijvoorbeeld op de vermogensmarkten – die de ander weer niet heeft. Zo beschouwd is waarde naar haar aard subjectief. Op grond juist van die uiteenlopende waarden zijn transacties mogelijk. Daarentegen zal bij consensus over de waarde een transactie niet tot voordeel kunnen leiden. In principe zal in zo'n geval de prijs gelijk zijn aan de waarde.

DE METHODE

► Er worden zeer uiteenlopende waarderingmethoden gehanteerd. Een aantal is gebaseerd op uitkomsten van het boekhouden. Dat zijn accounting-benaderingen van waarde. Zulke methoden zijn gebaseerd op intrinsieke waarde (balanswaarde), rentabiliteitswaarde (verlies en winst), verbeterde rentabiliteitswaarde, goodwill, *market comparables* en vuistregels als factor * winst. Combinaties van zulke methoden doen zich voor in tal van variaties en in de vorm van zeer verschillend gewogen en genormaliseerde gemiddelden. In aansluiting op ondernemerschap hebben economische waarderingmethoden de voorkeur. De waarde van de onderneming is bepaald door de toekomst die zij in financieel opzicht heeft. *Discounted cashflow* (DCF) en *Adjusted Present Value* (APV) zijn voorbeelden van economische methoden, terwijl reële opties (vooralsnog) een aanvullende rol kunnen spelen. Zij geven inzicht in de hoogte en in de aard en de samenstelling van de waarde. Van belang is ook dat deze methoden tot gevoeligheidsanalyse in staat stellen. Vanzelfsprekend zijn zij geschikt voor zowel beursgenoteerde als MKB-ondernemingen.

DE BEREKENING

► De berekening is in wezen eenvoudig. Van de te verwachten vrije geldstromen wordt de contante waarde berekend door deze te disconteren met een relevant te achten vermogenskostenvoet. De hoogte daarvan wordt marktconform bepaald door de marktkostenvoet van langetermijn-risicovrij vermogen te verhogen met de risico-opslagen die bij de onderneming passen en door bovendien rekening te houden met de belastingaftrek voor vreemd vermogen. De economische waarde van het geïnvesteerde vreemd vermogen geldt als discount op de uitkomst om de waarde van het eigen vermogen te kennen. Een correctie kan wenselijk zijn voor niet-bedrijfsgebonden activa.

DE PRIJS

► Waarde moet worden onderscheiden van prijs. De prijs is de tegenprestatie. De koper zal minder willen betalen dan de target-company hem waard is. Voor de verkoper geldt het tegenovergestelde. Indien het waardeverschil tussen koper en verkoper positief is, biedt het tussenliggende interval ruimte voor een prijs die voor beiden voordeel inhoudt. De prijs kan variabel zijn, bijvoorbeeld wanneer een *earn-out* wordt overeengekomen. Soms zijn de prijs en de betalingsregeling dermate complex dat een en ander op haar beurt moet worden gewaardeerd. Voor wederpartijen zal vaak gelden dat zij in eerste instantie met de prijs worden geconfronteerd. Door vervolgens – bijvoorbeeld door *due diligence*-onderzoek – de waarde van de onderneming na te gaan, moeten zij onderzoeken of de prijs ook vanuit hun perspectief waarde oplevert.

