

Valkuilen bij bedrijfswaardering

Drs. J.G. Groeneveld RA RV¹

Bij het waarderen van een onderneming kunnen fouten gemaakt worden. Deze fouten kunnen in het na-deel van de koper of de verkoper uitvallen. In alle gevallen doet het schade aan de reputatie van de adviseur.

Geval 1: vuistregels

Een apotheker gaat zijn bedrijf verkopen. De jaarwinst wordt bepaald. Door een adviseur wordt de koers/winst-ratio van Bayer opgezocht. De apothekerswinst wordt hiermee vermenigvuldigd. Op de verkregen uitkomst wordt 20% in min-

dering gebracht voor kleinschaligheid en nog eens 20% voor illiquiditeit, want het gaat hier tenslotte niet om Bayer.

Geval 2: intimidatie

Een dealerbedrijf wordt verkocht. De beoogde koper stuurt een deskundige met de mededeling dat de “objectieve” waarde van het bedrijf gelijk is aan 2,5 keer de winst.

Geval 3: partijdigheid

Een echtscheiding maakt noodzakelijk dat de aandelen in de gemeen-

Dit is het eerste artikel van een serie over valkuilen in uw beroepspraktijk. Problemen uit de dagelijkse praktijk, die soms of met enige regelmaat voorkomen. Hierbij gaat het wel om zaken die de professionaliteit van een accountant, zeker in zijn rol van adviseur bepalen.

schappelijke boedel worden gewaardeerd. De deskundige vermindert maar liever meteen de waarde van de portie voor mevrouw met 20%, omdat mijnheer – indien hij mevrouw moet gaan betalen – in liquiditeitsmoeilijk-

heden zou kunnen komen en in dat geval wellicht een deel van zijn aandelen geforceerd zou moeten verkopen hetgeen dan misschien niet tegen de volledige waarde zou lukken.

Complexiteit en ondeskundigheid

Het zijn karikaturen van bedrijfswaardering – waarin waarde ook nog met prijs wordt verward – maar de werkelijkheid heeft ze voor u in petto, vaak bovendien met tal van fouten in de toepassing van uiteenlopende waarderingmethoden. Zulk ongerief kan worden verklaard door combinaties van:

- onvoldoende ervaring en onvoldoende specifieke deskundigheid zowel bij de waardebeoordeler als bij de opdrachtgever of de belanghebbende tegenpartij, waardoor onvoldoende kwaliteit niet altijd wordt ontmaskerd;
- de complexiteit in het algemeen van waardebeoordeling.

Wanneer u op waarderinggebied niet zelf voldoende deskundig bent, kunt u toch wel wat doen:

- een zorgvuldig selectieproces van de opdrachtgever moet voorkomen dat een onvoldoende deskundige waardebeoordeler aan het werk kan gaan;
- u moet om uitleg vragen.
- u kunt een andere deskundige het rapport laten beoordelen.

Toekomstgerichtheid

Het zijn vooral aspecten van toekomstgerichtheid die bij waardebeoordeling voor complexiteit zorgen. Maar dat op zich kan geen reden zijn om in het bedrijfsverleden naar zekerheid en eenvoud te zoeken. Zo eenvoudig is meestal dat verleden trouwens niet.

Bijvoorbeeld:

- de onderneming bestaat nog niet zo heel erg lang;
- Of: vorig jaar is zwaar geïnvesteerd nadat het jaar daarvoor dat andere bedrijf is overgenomen en het bedrijf nu midden in de reorganisatie zit en het wel heel bijzondere jaren zijn;
- en: welk verleden telt? Het laatste jaar? De drie laatste jaren? Een gewo-

gen gemiddelde van de laatste jaren, waarbij de wegingscoëfficiënten afhangen van het aantal jaren?

Complexiteit heeft een aantal oorzaken.

1. Positionering: de waarde van een bedrijf zal voor de één een andere zijn dan voor de ander. Een te koop aangeboden luchtvaartbedrijf heeft voor een touroperator (stoelen) een andere betekenis dan voor een branchegenoot (slots).
2. Situering: de waarde van een bedrijf is veranderlijk. De omstandigheden (de situatie) zijn immers veranderlijk. Het moment van waardebeoordeling (de datum) kan daardoor van groot belang zijn.
3. Doelstelling: voor bijvoorbeeld een koper kan de waarde van het te kopen bedrijf afhangen van het doel waarmee hij koopt: opvolging; acquisitie van groei; synergie; bescherming tegen opportunity losses.
4. Zeggenschapsverhoudingen kunnen van grote invloed zijn. Niet voor niets zijn de prijzen op de 'market for corporate control' andere dan op de effectenbeurzen. Voor minderheidsbelangen kunnen reducties op de 'pro rata parte'-waarde nodig zijn.
5. De factoren die van invloed zijn de geldstroom- en risicoprofielen zijn velerlei. Die factoren zijn onder andere financieel-economisch, juridisch en fiscaal van aard. Maar van invloed zijn bijvoorbeeld ook de mate van persoonsgebondenheid van het bedrijf met de ondernemer en de relevante ontwikkelingen in de branche, in de regio, in het land of zelfs in de wereld. Alle relevante factoren moeten bovendien in samenhang worden gezien.
6. De accounting-systemen van bedrijven leveren in het algemeen wel informatie op over boekwaarde en winst op basis van gerealiseerde geldstromen, maar vaak niet over de verwachte geldstromen en risico/onzekerheid die in het algemeen voor waardebeoordeling van belang zijn.

Accounting-benaderingen van waarde

Het is misschien niet onlogisch dat voor waardebeoordeling de verleiding vaak toch groot is om – in een accounting-benadering van waarde – naar de accounting-gegevens te kijken. Die zijn min of meer beschikbaar; zij liggen betrekkelijk vast en zij lijken een goed houvast te bieden. De resultatenrekening en de balans, winst en boekwaarde, rentabiliteitswaarde en intrinsieke waarde.

De rentabiliteitswaarde (RW) wordt berekend als winst (W) die wordt gedeeld door de kostenvoet van het eigen vermogen (Kev), dus als W/Kev . Zij is niet zonder problemen. Bekende voorbeelden zijn de volgende.

- Welke winst telt? Gerealiseerde winst? Verwachte winst? Hoe wordt die winst berekend? Wie kent in dit verband niet de termen 'normaliseren' en 'actualiseren'?
- Wordt van verwachte (reële) groei geabstraheerd?

De intrinsieke waarde (IW) wordt in principe op de balans aangetroffen als boekwaarde van het eigen vermogen. In principe, want feitelijk rijzen de volgende vragen.

- Zijn de stille reserves zichtbaar gemaakt?
- Is rekening gehouden met toepassing van off-balance-technieken?
- Is het vermogen correct als eigen, respectievelijk vreemd vermogen gerubriceerd?

Bij velen bekende waarderingformules zijn varianten als $(2 \cdot IW + 3 \cdot RW) / 5$.

Maar zijn IW (gebaseerd op voorraadgrootheden) en RW (gebaseerd op stroomgrootheden) wel optelbaar? En ontstaat in zo'n al of niet gewogen gemiddelde optelling niet een dubbel-telling van enerzijds geïnvesteerd vermogen en anderzijds daarmee behaald rendement?

Economische benaderingen van waarde

Met discounted cashflowmethode (DCF) – soms in combinatie met waardering van reële opties – wordt voor een economische benadering van

waarde gekozen. De verwachte vrije geldstromen worden gewaardeerd door hiervan aan de hand van de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC) de contante waarde te berekenen.

Het zijn vaak complexe berekeningen. Dat wordt wel eens als een nadeel ervaren. De verwachtingen worden soms als te subjectief ervaren. Hier staat tegenover dat in een concrete casus het gehele model – inclusief de gehanteerde uitgangspunten, veronderstellingen en gegevens – kan worden uiteengezet en toegelicht. Gevoeligheidsanalyses behoren tot de mogelijkheden. Met dit model kan bovendien de waarde van synergie worden berekend. Voor prijs-onderhandelingen levert dit model zo doende gedegen argumenten op.

Market comparables

In vergelijking met DCF-toepassingen maakt in geval 1 de adviseur het zich met enkele vuistregels en een minimum aan informatie wel heel erg gemakkelijk. Market comparables zoals de koers/winst-ratio of de koers/cashflow-ratio van beursgenoteerde branchegenoten zouden wellicht een referentie kunnen bieden, maar zij mogen niet de plaats innemen van de zelfstandige waardering van het unieke bedrijf dat specifiek moet worden gewaardeerd. Niet de waarde van *zo'n* bedrijf moet worden bepaald, maar de waarde van *dit* bedrijf.

Het belang van goede waardebeoordeling

Bij bedrijfswaardering zijn – niet alleen in financieel opzicht – de belan-

gen groot. Bij herhaling zijn ook de bedragen groot tot zeer groot. Aanleidingen voor waardebeoordeling zijn vaak fusie en overname, bedrijfsopvolging, buy in / buy out, entree of exit van partners, boedelscheiding, vererving, fiscaliteit, second opinion. Ook schadeclaims horen er bij. Het betreft immers schade aan waarde. In principe zijn het allemaal éénmalige gebeurtenissen. Zaken naderhand rechtzetten is – zo al mogelijk – vaak moeizaam en gaat met dure procedures gepaard. Alle reden om heel goed te (laten) onderzoeken om welke waarde het in het desbetreffende geval gaat. Bij dat bedrijf gaat het om uw belang. ●

¹ Directeur Wingman Business Valuators B.V., Dordrecht/Leidschendam