

In de adviespraktijk worden veelvuldig waardebepalingen van ondernemingen gemaakt. In deze bijdrage worden enkele populaire waarderingsmethodes besproken. Het accent ligt daarbij op de waarderingstechnische aspecten.

Chris Denneboom

Waardering onderneming grotendeels subjectief

b_m
20

Een overzicht van de meest gangbare waarderingstechnieken

Een overdracht kent emotionele, financiële, fiscale en juridische aspecten. Ik zet bewust de fiscale en juridische aspecten achteraan omdat deze aspecten ondergeschikt zijn aan de eerste twee genoemde aspecten. Het bepalen van de juiste waarde is een belangrijk financieel aspect waar veel over te zeggen valt. Bij verkoop in de vrije markt is een juiste waardebeoordeling van essentieel belang om de transactie te laten slagen. Binnen familieverband is een juiste waardebeoordeling vooral van belang om de verbonden familieleden die niet bij de overname betrokken zijn te kunnen tonen dat zij niet benadeeld zijn ten opzichte van de familieleden die wel bij de overname betrokken zijn in de vorm van verkapte schenkingen. Tot slot is ook bij bedrijfsoverdrachten binnen concernverband een juiste waardebeoordeling van essentieel belang. De fiscus kijkt namelijk mee en hanteert het 'arms length' principe (art. 8b wet VpB). Als een onderneming binnen concernverband wordt overgedragen dient dat te geschieden tegen marktconforme (voor)waarde(n) en op basis van een deugdelijke rapportage. Als een deugdelijke rapportage ontbreekt kan de fiscus een in zijn ogen reële marktwaarde vaststellen waarbij de bewijslast wordt omgedraaid naar de belastingplichtige.

Intrinsieke waarde

In de praktijk zijn er verschillende waarderingsmethoden die vaak worden gebruikt. De intrinsieke waarde is de meest eenvoudige waarderingsmethode. We hebben het hier dan over de waarde van het eigen vermogen dat zichtbaar is op de balans. We nemen dan de commerciële balans als uitgangspunt waarbij we alle activa herwaarderden tegen de waarde in het economisch verkeer. Het aanwezige eigen vermogen wordt vermeerderd met de stille reserves minus de belastinglatentie. Vaak wordt er gemakshalve per type activum een latentiepercentage genomen. Ik pleit ervoor de latentie simpelweg uit te rekenen op basis van het geldende belastingtarief en dit vervolgens contant

te maken. De intrinsieke waarde is een waarderingsmethode die alleen inzicht geeft in de balanswaarden (bezittingen minus schulden). De methode geeft geen enkel inzicht in de rentabiliteit van de onderneming. Toch is de intrinsieke waarde belangrijk. De intrinsieke waarde geeft namelijk inzicht in het verschil tussen de boekhoudkundige waarde en de economische waarde van de onderneming. Dit verschil wordt ook wel de boekhoudkundige goodwill genoemd.

Rentabiliteitswaarde

Een andere veel gebruikte waarderingsmethode is de rentabiliteitswaarde. Deze methode gaat in tegenstelling tot de intrinsieke waarde-methode niet uit van de balans maar van de verlies- en winstrekening. Uitgangspunt is dat de waarde van het eigen vermogen berekend wordt door de winst te delen door de rendementseis op het eigenvermogen. In het geval dat de winst 100 bedraagt en de rendementseis op het eigen vermogen 20% bedraagt dan bedraagt de waarde van het eigen vermogen 500. Het voordeel van de rentabiliteitswaarde is dat de methode eenvoudig is. De methode is echter niet onomstreden in de professionele beroepskring van waardeerders.

De meest gehoorde kritiekpunten zijn:

- de methode wordt vaak gebaseerd op de historische winst;
- winst is manipuleerbaar;
- er wordt geen rekening gehouden met vermogensverhoudingen;
- er wordt onvoldoende rekening gehouden met de tijdsvoorkeur voor geld.

De meeste kritiekpunten kunnen worden opgelost. De winst die als uitgangspunt genomen wordt dient representatief te zijn voor de toekomstige winsten. De historische winsten kunnen hierbij informatie verschaffen maar zijn niet maatgevend voor de toekomstige winst. Soms wordt er een meerjarenprognose gemaakt die vervolgens gemiddeld wordt en het uitgangspunt vormt voor de formule.

De manipuleerbaarheid van de winst is te voorkomen door de resultaten te normaliseren. Dat betekent dat alle manipulatieve elementen worden gecorrigeerd. Ook dient de vermogensstructuur te worden genormaliseerd zodat uit de geprojecteerde balansen de genormaliseerde vermogensstructuur afgeleid kan worden. Hierbij moet ook rekening worden gehouden met toekomstige investeringen. Dit dient om de genormaliseerde rentelasten te kunnen berekenen.

De correctie voor vermogensverhoudingen wordt gemaakt in de zogenoemde verbeterde rentabiliteitswaarde methode. Bij deze methode is het uitgangspunt dat een eventueel tekort of overschot in eigen vermogen wordt gecorrigeerd op de berekende waarde van het eigen vermogen. Stel dat in het bovenstaande voorbeeld de onderneming een boekhoudkundig balanstotaal heeft van 1000 en dat er een solvabiliteits eis gesteld wordt van 30%. Er zou dan 300 eigen vermogen op de balans aanwezig moeten zijn. Wanneer het eigen vermogen 250 zou bedragen op de overnamebalans, is er een vermogenstekort van 50 en zou de berekende economische waarde van het eigen vermogen met 50 gecorrigeerd worden, waardoor de waarde 450 zal worden. Ook op deze verbeterde rentabiliteitswaarde is kritiek. De solvabiliteits eis wordt gesteld aan het boekhoudkundige eigen vermogen terwijl de berekende waarde van het van het eigenvermogen de economische waarde van het eigenvermogen is. Het gevolg is dat er een inconsistentie ontstaat in de berekening door de economische waarde te corrigeren met het verschil in gewenste boekhoudkundige waarden van het eigenvermogen. Een laatste kritiekpunt is dat er onvoldoende rekening wordt gehouden met de tijdsvoorkoor van geld. Investerings en afschrijvingen lopen zelden gelijk aan elkaar in het zogenoemde ideaalcomplex. Bij een investering van 100 wordt er 20 per jaar afgeschreven. In geld is de onderneming 100 kwijt op tijdstip 0 maar in de winst wordt er aan het einde van de komende vijf jaar 20 in mindering gebracht op de winst. Hetzelfde effect treedt op wanneer de resultaten van een onderneming in de toekomst niet een gelijkmatig patroon volgen. Ondanks alle kritieken is de rentabiliteitswaarde soms wel praktisch toepasbaar. Wanneer de te waarden onderneming niet erg kapitaalintensief is of dicht tegen het ideaalcomplex aanhangt en de resultaten een stabiel patroon naar toekomst vertonen dan is de methode redelijk toepasbaar. De methode die theoretisch een juiste waardering geeft is de Discounted Cashflow-methode (DCF).

Discounted Cashflow-methode

De DCF gaat uit van de economische waarde van de toekomstige vrije geldstromen (free

cash flows). Hiermee komt de DCF tegemoet aan alle hiervoor genoemde kritiekpunten.

De ondernemingswaarde is de optelsom van de rendementen die de vermogensverschaffers eisen op het geïnvesteerde vermogen. De netto vrije geldstroom in een onderneming staat immers ter beschikking aan de vermogensverschaffers. De vermogensverschaffers zijn de verschaffers van eigenvermogen (aandeelhouders) en de verschaffers van vreemd vermogen. De vrije geldstroom wordt vervolgens contant gemaakt tegen de gemiddelde vermogenskostenvoet.

De vrije geldstroom wordt berekend door het operationeel resultaat (Ebit) te verminderen met de belasting over dit operationele resultaat (de renteaftrek wordt hier buiten beschouwing gelaten). Dit resultaat wordt vervolgens gecorrigeerd met zaken die wel invloed hebben op de winst maar niet op de geldstroom van de onderneming. De berekening gaat als volgt:

Ebit
 Belasting over Ebit (-)
 Afschrijvingen (+)
 Mutaties voorzieningen (+/-)
 Investerings (-)
 Mutatie netto werkkapitaal (+/-)
 Desinvesteringen (+)
Vrije geldstroom (=)

De vrije geldstroom wordt gedetailleerd berekend voor een bepaalde periode, de zogenoemde scenarioperiode. Deze periode is net zo lang als de onderneming nodig heeft om in een soort stabiele fase te komen. Het moment waarop de vrije geldstroom gelijk is aan het operationeel resultaat minus belasting is het moment waarop de scenarioperiode eindigt. De onderneming heeft dan echter nog wel een restwaarde, die wordt berekend door de eeuwig durende geldstroom contant te maken. De optelsom van de waarde van de contante waarden van de vrije geldstromen uit de scenarioperiode en de restperiode is de waarde van de onderneming. De waarde van het eigen vermogen (aandelen) wordt berekend door de waarde van het vreemde vermogen in mindering te brengen op de ondernemingswaarde. Eventueel dient dit nog gecorrigeerd te worden met de waarde van de niet operationele activa.

Voor het bedrijf uit het voorbeeld hieronder is de vermelde balans bekend en het verloop van de geldstromen voor de komende vijf jaren. De vrije geldstromen worden contant gemaakt tegen de gewogen gemiddelde kostenvoet van het vermogen (W_{acc} = weighted average cost of capital) tijdens de voorspelperioden. De formule luidt:

$$\sum_{n=1}^5 \frac{FCF}{(1+W_{acc})^n} = 155,6$$

In 2011 is het netto operationeel resultaat gelijk aan de vrije geldstroom. Dat is dan ook het einde van de voorspelperiode. De contante waarde van de eeuwig durende geldstroom die ontstaat na 2011 berekenen we door de vrije geldstroom te delen door de Wacc. Dan hebben we echter de contante waarde van de eeuwig durende geldstroom ultimo 2011. Het enige wat we nu nog moeten doen is de inflatie in de berekening opnemen. Immers in de scenarioperiode is de inflatie opgenomen. In de vermogenskosten zit de inflatie ook reeds ingebouwd. De eeuwig durende geldstroom in de restwaarde is de enige variabele waar geen rekening gehouden wordt met de inflatie. Om dit te bereiken dient de geldstroom voor de restwaarde verhoogd te worden met de inflatie, ik ga uit van 2%. Wat resulteert in een geldstroom van 28,3. Om het effect eeuwig durende te maken dient de disconteringsvoet verlaagd te worden met de inflatie. De eeuwigdurende geldstroom in ultimo 2011 bedraagt hierdoor 354. Om die geldstroom contant te maken per 31-12-2006 delen we dit bedrag nog door $(1+Wacc)^5$. De restwaarde is dan 220.

Waarde per 31-12-2006	
Contante waarde vrije geldstroom	155,6
Restwaarde	219,7
Contante waarde rentedragend vreemd vermogen	135,0-
Waarde eigen vermogen	240,3

Voorbeeld

Balans per 31-12-2006					
Inventaris	60	Eigen vermogen	60		
Machines	50				
Voorraad	60	Banklening	135		
Debiteuren	75	Crediteuren	50		
Totaal	245		245		
Jaar	2007	2008	2009	2010	2011
Ebit	30,0	50,0	40,0	60,0	60,0
Belasting	7,7	12,8	10,2	15,3	15,3
Netto operationeel resultaat	22,4	37,3	29,8	44,7	44,7
Afschrijvingen (+)	40,0	35,0	30,0	20,0	20,0
Investerings in vaste activa (-)	10,0	-	30,0	20,0	20,0
Investerings in netto werkkapitaal (-)	10,0	15,0	10,0	5,0	-
Vrije geldstroom	42,4	57,3	19,8	39,7	44,7
Wacc	10%	10%	10%	10%	10%
Contante waarde vrije geldstroom	38,5	47,3	14,9	27,1	27,8
Totaal scenarioperiode	155,6				
Restwaarde	$\frac{28,3}{8\%}$	x	$\frac{1}{(1+10\%)^5}$	=	219,7

De waarde van de aandelen is immers de optelsom van de contante vrije geldstromen verminderd met de contante waarde van het (rentedragende) vreemde vermogen. Ondanks het feit dat dit theoretisch de beste manier is om de waarde van een onderneming te bepalen is ook deze methode niet vrij van kritiek. De projectie van de vrije geldstromen en de Wacc zijn in het voorbeeld een vast gegeven waardoor het waarderen nog slechts een rekenexercitie is. In werkelijkheid vergt het schatten van de toekomstige vrije geldstromen veel bedrijfskundige kennis en ervaring. Echter de scenario-inschatting blijft altijd subjectief. Dat betekent ook direct dat er niet één waarde bestaat maar dat verschillende partijen ook verschillende waardepercepties kunnen hebben. Ook de kostenvoet van het vermogen is in het voorbeeld een gegeven. De bepaling van de juiste kostenvoet is echter een complexe zaak. De formule om de Wacc te berekenen luidt als volgt:

$$Wacc = Kev * EV/TV + Kvv * (1 - t) * VV/TV$$

Kev = kostenvoet eigen vermogen (levered)
 Kvv = kostenvoet vreemd vermogen
 t = belasting

De formule is eenvoudig uit te rekenen als alle variabelen gegeven zijn. De kostenvoet van vreemd vermogen is vrij eenvoudig te achterhalen door de kapitaalmarkt tarieven te raadplegen en of met banken te overleggen tegen welke kostenvoet zij bereid zijn te financieren. Het probleem zit ook niet in het belastingtarief. De kostenvoet van het eigen vermogen en de solvabiliteit zijn lastiger te bepalen. Voor de kostenvoet van het eigen vermogen worden doorgaans twee methodes gebruikt: het Capital asset pricing model (Capm) en de build up-methode. Het Capm is veel bekritiseerd. De methode gaat uit van de volgende opbouw van de eigen vermogenskosten:

$$Kev = Rf + Pm * \beta$$

Rf = risicovrije rendement. Als uitgangspunt wordt gehanteerd staatsobligaties met een looptijd van tien jaar of langer.
 Pm = is de marktrisicopremie die beleggers eisen voor het additionele risico van het beleggen in aandelen. Dit percentage varieert veelal tussen de 5 en 6,5%
 β = de beta van het bedrijf. Dit drukt uit hoe het risico van de specifieke onderneming zich verhoudt tot het algemene marktrisico. De β bedraagt meestal tussen de 0,6 en 1,3. Waarbij een waarde kleiner dan 1 duidt op een lager risico dan gemiddeld en vice versa. De beta kent echter een aantal bezwaren. De beta is gebaseerd op prijzen en niet op waarde. Alleen

in een volledig transparante en vrije markt benaderen prijs en waarde elkaar. In de aandelenmarkt lopen prijs en waarde echter soms sterk uiteen. Daarnaast zijn er alleen beta's beschikbaar van beursgenoteerde ondernemingen. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn de beta's sowieso niet te gebruiken. Uitgebreid empirisch onderzoek heeft aangetoond dat er geen enkele relatie bestaat tussen de waarde van een onderneming en de beta. Hiermee is eigenlijk het model onbruikbaar. De grondlegger van het model Harry Markowitz heeft zelf ook verklaard dat zijn model niet bedoeld is voor het waarderen van ondernemingen. Het model is uitsluitend ontwikkeld om het risico binnen beleggingsportefeuilles te kunnen spreiden.

Build up-methode

Een andere methode voor de bepaling van de hoogte van het eigen vermogen is de build up-methode. Onderstaande formule geeft aan hoe deze berekend wordt.

$$K_{ev} = R_f + P_m + R_s + R_u$$

Feitelijk is hier de beta vervangen door een opslag voor kleinschaligheid (R_s) en een opslag voor specifieke bedrijfsrisico's (R_u) zoals de afhankelijkheid van sleutelfunctionarissen en sleutelleveranciers. Hiermee wordt een deel van de kritiek van Capm opgelost. Het kleinschaligheidsrisico is echter niet wetenschappelijk te onderbouwen. In de praktijk worden percentages tussen de 5 en 10% toegepast. Specifieke bedrijfsrisico's kunnen divers zijn. Per aan te wijzen risico-element wordt in de praktijk 1 tot 2% als risicopremie toegerekend. Ook dit is niet wetenschappelijk onderbouwd en aan subjectiviteit onderhevig. De build up-methode preferer ik zelf omdat hierbij alle veronderstellingen inzichtelijk zijn, in tegenstelling tot Capm waarbij een abstracte beta wordt gehanteerd.

Vermogensverhouding

Een ander probleem bij de gemiddelde vermogenskostenvoet is de verhouding eigen vermogen vreemd vermogen. De Wacc veronderstelt dat de vermogensverhouding gelijk blijft. Dit is uiteraard niet zo. In de praktijk zal een bank afgelost willen worden. Hierdoor wijzigt de vermogensverhouding constant. Voor een juiste toepassing zou tijdens de scenarioperiode dan voor ieder jaar de Wacc uitgerekend moeten worden. We hebben het in de Wacc-berekening over de verhouding *economische* waarde eigen vermogen en vreemd vermogen. Dit mag uiteraard niet verward worden met de *boekhoudkundige* verhouding eigen vermogen en vreemd vermogen. De economische waarde

van het eigen vermogen is de uitkomst van de DCF-waardering en het vreemde vermogen is van de balans af te lezen (eventueel gecorrigeerd naar economische waarde). De economische waarde van het eigen vermogen is de uitkomst van een formule waarin dezelfde waarde gebruikt wordt om de vermogenskostenvoet te berekenen. Hierdoor komen we in een cirkelredenering. Door iteratie kan dit probleem opgelost worden.

Adjusted present value

Adjusted present value is in grote lijnen hetzelfde als de DCF-methode. Het grote verschil is echter dat alle kasstromen contant gemaakt worden tegen de kostenvoet van het eigen vermogen unlevered (zonder inbreng van vreemd vermogen). Volgens de theorie van Miller-Modigliani (genoemd naar Nobelprijswinnaar Franco Modigliani die samen met Merton Miller grote invloed heeft gehad op de waardering van ondernemingen, red.) heeft de vermogensverhouding van een onderneming geen invloed op de waarde van de onderneming. Als er 'goedkoop' vreemd vermogen wordt ingebracht in een onderneming zullen de aandeelhouders een hoger rendement eisen vanwege het toegenomen risico (kostenvoet eigen vermogen levered). De bank heeft immers een claim op een deel van de vrije geldstroom. Het enige verschil dat naar voren komt is het belastingvoordeel op de rente over het vreemde vermogen. Hiermee wordt direct duidelijk wat het voordeel is van APV ten opzichte van DCF. Bij APV maak je alle geldstromen contant tegen de kostenvoet eigen vermogen (unlevered). Vervolgens bereken je de waarde van het belastingvoordeel en maak je dit contant tegen de kostenvoet eigen vermogen (unlevered). De optelling hiervan is de ondernemingswaarde. **b m**

Chris Denneboom is werkzaam bij De Hooge Waarder te Amsterdam

DE HOOGTE WAERDER

conclusie

- Waarderen van ondernemingen komt veelvuldig voor. Het technisch juist waarderen vergt de nodige kennis en vaardigheid.
- Als er technisch juist gewaardeerd wordt, is de waardering nog steeds subjectief. Het prognosescenario is immers onderhevig aan subjectieve inschattingen en ook de vermogenskostenvoet of rendementseis is subjectief en verschilt per investeerder.
- Desalniettemin neemt het belang van ondernemingswaarderingen en het juist toepassen van de gangbare waarderingstechnieken toe.