

Adcorporate

Adcorporate

corporate finance

vraagprijs of prijsvraag?!



vraagprijs of prijsvraag?!

de waarde van een onderneming in het MKB

Berrie Abelen - Ed Tonneyck

Berrie Abelen - Ed Tonneyck

VRAAGPRIJS OF PRIJSVRAAG ?! (ISBN: 978-90-13-06038-6)

De waarde van een onderneming in het MKB

Berrie Abelen

Ed Tonneyck

Woord vooraf

Uit ervaring weten we dat vroeg of laat een ondernemer in het MKB zich gesteld ziet voor de vraag: 'kan ik mijn bedrijf verkopen?'. Belangrijk is dan dat hij/zij goed geïnformeerd is over alle 'ins' en 'outs' met betrekking tot het economisch verantwoord waarderen van het bedrijf. Hierin wil deze pocket voorzien. Daarbij gaan we uit van een onderneming, gedreven in de vorm van een besloten vennootschap. Dat wil niet zeggen dat aan het waarderen van een onderneming, die als eenmanszaak of personenvennootschap te boek staat, geen aandacht wordt besteed.

Dat we niet alle aspecten diepgaand in deze uitgave onder de loep kunnen nemen, mag duidelijk zijn. Voor ondernemers, die meer willen weten over de waarderingsproblematiek rond ondernemingen in het MKB, alsmede voor hun adviseurs op dit gebied, verwijzen we naar ons uitgebreider boek waarin alle aspecten aan de orde komen.

We hopen dat met deze uitgave ons doel: 'ondernemers zodanig informeren dat een reële en aanvaardbare vraagprijs uit de bus rolt en het niet uitdraait op een prijsvraag' bereikt wordt. Immers, een succesvolle transactie kent enkel winnaars en geen verliezers.

INHOUD

- 1 Verkenning waardebepaling van een bedrijf
 - 1.1 Uitgangspunten
 - 1.2 Inhoud in kort bestek
 - 1.3 Case 'De Jong Bakkerijen'

- 2 Heeft de te verkopen onderneming wel een goede uitgangspositie?
 - 2.1 Zicht op cijfers
 - 2.2 De werkelijkheid achter de cijfers
 - 2.2.1 Analyse van het resultaat
 - Omzetgroei
 - Brutomarge
 - Personeel
 - Overige 'out of pocket'-kosten
 - 2.2.2 Analyse van de financiële positie
 - Geïnduceerd netto werkkapitaal
 - Liquiditeit
 - 2.2.3 Hoe kritisch zijn we?
 - 2.3 Strategie in beeld

- 2.4 Van boekwaarde naar marktwaarde
- 2.5 Nadere analyse
 - 2.5.1 Met welk doel worden de cijfers geanalyseerd?
 - 2.5.2 Operationele hefboomwerking
 - 'Break even'-analyse
 - Hefboomwerking van de kostenstructuur
 - 2.5.3 Financiële hefboomwerking
- 2.6 Plussen, minnen en hun uiteindelijk effect
- 2.7 Bijzondere aandachtspunten
 - 2.7.1 Bedrijfseconomische aspecten
 - 2.7.2 Juridische aspecten
 - 2.7.3 Fiscale aspecten
- 2.8 Te nemen maatregelen in vogelvlucht
- 2.9 Samenvatting

3 Hoe ziet de toekomst er uit?

- 3.1 Uitstel mag geen afstel worden!
- 3.2 Een visie op prognoses
 - 3.2.1 Het fenomeen 'prognose'
 - 3.2.2 Te stellen voorwaarden aan prognoses
 - 3.2.3 Bepaling van de prognosehorizon
 - 3.2.4 Wat laat 'De Jong Bakkerijen' ons zien?
- 3.3 SWOT-analyse
 - 3.3.1 Het belang van een SWOT-analyse
 - 3.3.2 Bedrijfsanalyse
 - 3.3.3 Omgevingsanalyse
 - 3.3.4 De SWOT-analyse bij 'De Jong Bakkerijen'
- 3.4 Speerpunten toekomstig beleid
 - 3.4.1 Bevorderen omzetgroei
 - 3.4.2 Beheersen vaste kosten
- 3.5 Specifieke uitgangspunten kasstroomprognoses
- 3.6 Prognoses vrije kasstromen bij 'De Jong Bakkerijen'
 - 3.6.1 Drie scenario's
 - 3.6.2 Vrije kasstromen uitgaande van de historische trendlijn
 - 3.6.3 Vrije kasstromen op basis van marktconforme groei
 - 3.6.4 Vrije kasstromen volgens verwachtingen van de DGA
- 3.7 Kasstroomprognoses in de schijnwerper
- 3.8 Samenvatting

4 Hoe waarderen we een onderneming in het MKB?

Objectief of subjectief: wat is het nu?

- 4.1.1 Doel van deze vraag
 - 4.1.2 Waar het eigenlijk om gaat
 - 4.1.3 Nogmaals het belang van kasstroomprognoses
 - 4.1.4 Het contant maken van geprognosticeerde kasstromen
- Welke vermogenskostenvoet passen we toe?
- Disconteringsvoet eigen vermogen
- 4.3.1 Inleidende opmerkingen

- 4.3.2 Waarom het 'build-up'-model?
 - 4.3.3 De 'vier lagen'-opbouw
 - 4.3.4 De vertaalslag van Reu naar Rel
 - 4.4 Hoe zit het nu met de verhouding EV:VV bij de WACC?
 - 4.5 WACC bij 'De Jong Bakkerijen'
 - 4.6 Waarom een restperiode?
 - 4.7 De finish van de waarderingssmarathon is bereikt
 - 4.7.1 Bepaling van de ondernemingswaarde
 - 4.7.2 Bepaling van de waarde van de aandelen
 - 4.7.3 Betekenis van de EVA-waarde
 - 4.8 Drie andere waarderingmethoden in het kort
 - 4.9 Samenvatting
- 5 Wat brengt de verkoop uiteindelijk op?
- 5.1 Waardering is ondergeschikt aan haalbaarheid financiering
 - 5.2 Betekenis van een transparante waardebepaling
 - 5.3 Een veel voorkomende valkuil
- Werkwijze van waarde naar prijs
- Samenvatting

- 6 Enige aanverwante vraagstukken
- 6.1 Welke aandelen worden verkocht?
 - 6.1.1 Algemeen
 - 6.1.2 Voor- en nadelen van verkoop aandelen door een holding
 - 6.1.3 Verkoop aandelen door een DGA in privé
 - 6.2 Een activa-/passivatransactie als alternatief
 - 6.3 Vraagstukken bij niet door een BV gedreven ondernemingen
- Waarderen van een in een BV in te brengen onderneming
- Samenvatting

Over de auteurs

1 Verkenning waardebepaling van een bedrijf

1.1 Uitgangspunten

Bij overnames van beursgenoteerde ondernemingen wordt voor de waardebepaling ook naar de beurswaarde gekeken. Deze waarde komt tot stand onder invloed van vraag en aanbod en kan als één van de waarde-indicatoren worden gezien. Bij ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf (MKB) ontbreekt zo'n benchmark. Bij het waarderen van deze niet-beursgenoteerde ondernemingen (met een personeelsbestand van maximaal 250 werknemers) spelen andere aspecten een rol die dit vraagstuk lijken te bemoeilijken. We zullen zien dat dit niet het geval hoeft te zijn, mits gelet wordt op een drietal uitgangspunten.

Het waarderen van een onderneming wordt in het MKB veelal als een te lastig karweitje afgedaan. Gevolg is dat de waarde van haar aandelen onderbelicht blijft. Zo geeft de boekwaarde van het eigen vermogen in de balans van een BV niet de 'echte' waarde van de onderneming

weer en dus ook niet de marktwaarde van haar aandelen. Zelfs niet als activa en passiva zijn gewaardeerd op basis van fair value. De eerste waarde komt tot stand vanuit het verleden en is enkel bedoeld om verantwoording af te leggen. Van de laatste waarde wordt gesteld dat deze niet betrouwbaar te meten zou zijn. Deze waardering vindt plaats vanuit een bepaalde positie en situatie. Het gaat daarbij om de contante waarde van de uit de bedrijfsactiviteiten te genereren toekomstige kasstromen. Daarvoor is de 'discounted cashflow'-methode uitermate geschikt.

Bij de DCF-methode wordt primair gekeken naar de vrije kasstromen die de onderneming in de toekomst hoopt te realiseren. Die stromen worden vervolgens tegen een gemiddelde disconteringsvoet (de Weighted Average Cost of Capital: WACC) op het moment van waarderen contant gemaakt. Zowel in de theorie als in de 'corporate finance'-praktijk wordt de DCF-methode als 'de beste' beschouwd, maar bij niet-beursgenoteerde ondernemingen is men doorgaans nog huiverig om die toe te passen. Men meent dat het bepalen van toekomstige geldstromen te tijdrovend is. Een veel gehoorde opmerking daarbij is dat 'niemand de toekomst kan voorspellen'. Verder speelt ook het vaststellen van de hoogte van de disconteringsvoet c.q. vermogenskostenvoet bij dit ontwijkend denken een rol. Kortom, men vindt het alles bij elkaar maar 'koffiedik kijken' en men heeft wel iets anders te doen. De bedrijfsactiviteiten moeten immers worden gerund!

Klopt. Maar zou het niet zinvol zijn om een indruk te krijgen van de te verwachten gang van zaken in het komend boekjaar of misschien in de komende drie tot vijf jaren aan de hand van geprognosticeerde kasstromen? Dit is toch een qua kosten verantwoorde manier om de bedrijfsactiviteiten 'in control' te houden en adequaat te reageren op belangrijke afwijkingen! En is ondernemen niet vooruitzien, plannen maken en trachten deze plannen te realiseren? Daarvoor zijn prognoses en een informatie- en rapportagesysteem onmisbaar. Hoe stellen we 'early warning' vast dat de inzet van het management en de medewerkers leidt tot het creëren van aandeelhouders- of bedrijfswaarde of tot vernietiging daarvan?

Dat zowel het opstellen van de uit de bedrijfsactiviteiten te genereren kasstromen als het vaststellen van een aanvaardbare vermogenskostenvoet gepaard gaat met een mate van subjectiviteit ontkennen we niet. Maar we zijn er wel van overtuigd dat deze tot een minimum kan worden teruggebracht. Daartoe is het nodig alle aspecten bij het waarderen transparant te maken. We denken dit te kunnen bereiken door:
gebruik te maken van professionele (dus kritische) instrumenten; en
ons zoveel mogelijk te baseren op onafhankelijke en goed onderbouwde bronnen.

Voor het kunnen waarderen van een onderneming dienen belanghebbenden bekend te zijn met de spelregels die daarbij worden gehanteerd. Kennis daarvan is nodig om op de juiste manier naar de werkelijkheid te kijken. Zo zal men in plaats van in 'winst of verlies denken' (boekhoudkundig) moeten wennen aan het 'denken in cashflows' (bedrijfseconomisch). Men moet het bedrijf gaan zien als operationele in- en uitgaande geldstromen en niet uitsluitend als opbrengsten en kosten. Verder moet worden aanvaard dat het bedrijf eeuwig blijft bestaan. Bij discontinuïteit is waardering van de onderneming überhaupt overbodig. Het is dus nodig dezelfde bril op te zetten die een corporate finance-deskundige gebruikt.

Het derde en laatste uitgangspunt is dat de ondernemer weet wat hij/zij wil verkopen. Zijn dit de aandelen in de BV die de onderneming drijft of zijn het de activiteiten met de te verwachten

cashflows en de aanwezige bedrijfsgebonden activa en passiva? Kort wordt daar in het laatste hoofdstuk aandacht aan besteed. Voor ons betoog gaan we primair uit van de verkoop van de aandelen. We beschouwen de verkoop van de bedrijfsactiviteiten en de daarmee samenhangende activa en verplichtingen als een afgeleid vraagstuk daarvan. Zo ook wanneer de verkoop betrekking heeft op een onderneming die als eenmanszaak of personenvennootschap wordt geëxploiteerd.

1.2 Inhoud in kort bestek

Al verkennende krijgen we een eerste indruk welke vraagstukken met betrekking tot het waarderen van de aandelen van een onderneming de revue gaan passeren.

Na deze inleiding wordt in hoofdstuk 2 stilgestaan bij de situatie dat de onderneming economisch gezien nog niet geschikt is haar aandelen te laten verkopen. Het hoofdstuk heeft een analyserend karakter. Hiervoor gaan we idealiter uit van een 'historic track record' van drie tot vijf jaren. Uitvoerig worden de pijnpunten bij de ter illustratie opgenomen case uit de doeken gedaan. De vereiste maatregelen om een aanvaardbare uitgangspositie binnen een redelijke termijn te bereiken worden besproken. Daarbij vragen tevens enige bedrijfs-economische, juridische en fiscale aspecten onze aandacht.

Hoofdstuk 3 gaat in op de opstelling van de toekomstige cashflows voor drie tot vijf jaren. Vanuit de omzetgroei als belangrijkste waardestuwer worden drie scenario's beschreven. Voorafgaand wordt onze visie op prognoses nader toegelicht. Ook de betekenis van een SWOT-analyse daarvoor wordt niet vergeten. De beleidspunten die daaruit voortvloeien vormen de basis voor de te verwachten vrije kasstromen.

Na het prognosticeren van de toekomstige cashflows volgt in hoofdstuk 4 het bepalen van de vermogenskostenvoet. Nu we het 'build-up'-model toepassen als vervangende methode voor het Capital Asset Pricing Model (CAPM), ontkomen we er niet aan kort in te gaan op onze argumenten daarvoor. We stellen nu reeds vast dat dit eerste model zowel de verkopende als de kopende ondernemer duidelijk laat zien welke componenten relevant zijn om te komen tot een aanvaardbare disconteringsvoet in tegenstelling tot het tweede model. Aan de hand van de hiervoor bedoelde case worden alle bijzonderheden van het waarderen op dit punt onder de loep genomen. Afsluitend wordt in dit hoofdstuk nog kritisch ingegaan op een drietal andere waarderingmethoden.

In hoofdstuk 5 wordt het pad van waarde naar prijs belicht. Beide uitkomsten hoeven niet hetzelfde te zijn. Is waarde de uitkomst van het DCF-proces, prijs is wat 'een derde voor de aandelen van de onderneming overheeft' en de uitkomst van een proces van onderhandelen tussen verkoper en koper. We zullen laten zien dat het toegepaste waarderingmodel daarbij een ondersteunende rol kan spelen en tevens bepaalt welke (overname)constructies en randvoorwaarden bij het onderhandelingsproces aan de orde kunnen komen.

Het laatste hoofdstuk 6 is gewijd aan aanverwante vraagstukken. Zo zullen we onder meer aangeven in hoeverre ons waarderingmodel bij een niet door een BV gedreven onderneming te gebruiken is. Ook juridische en fiscale bijzonderheden ter zake worden kort aangetipt.

2 Samenvatting

Uitgaande van de ideale situatie te beschikken over voldoende en tijdig verstrekte financiële informatie, laten de beschreven analyses zien welke gegevens nodig zijn om een afdoend antwoord te krijgen op de vraag of de te verkopen onderneming of haar aandelen op dit moment economisch verantwoord is (om de maximale waarde te kunnen realiseren). Daartoe wordt primair de omzetgroei, de brutomarge en de impact van de personeelskosten op het bedrijfsresultaat onderzocht. Ook de financiële positie wordt belicht aan de hand van het geïnduceerd netto werkkapitaal en de liquiditeit.

Een belangrijk onderdeel van de bedrijfsanalyse bestaat uit het vaststellen of de ondernemingsstrategie succesvol is geweest. We hebben moeten constateren dat het daarvoor gewenst is een conversie uit te voeren van boekwaarde naar marktwaarde. Die exercitie laat ons zien dat er nog veel te doen is om te kunnen stellen dat de voorbeeldonderneming een optimale uitgangspositie te zien geeft om tegen een aanvaardbare reële vraagprijs de aandelen te kunnen verkopen. In dit verband is vooral belangrijk of er sprake is van een waardecreatie of waardevernietiging en welke betekenis de ontwikkeling van de omzet en de invloed van de vaste operationele kosten daar op heeft.

Uit het betoog in dit hoofdstuk is duidelijk geworden hoe belangrijk het voor de volgende stappen in het proces van waardering van een onderneming is de financiële gang van zaken in het verleden te beoordelen. Zonder kennis van het verleden en heden is zicht op de toekomst onmogelijk.

We hebben tenslotte kunnen vaststellen dat de gebruikelijke analyses onvoldoende zijn om de bedrijfsactiviteiten van een onderneming passend te beheersen. Daartoe zullen we prognoses moeten ontwikkelen, een activiteit die in het MKB nog veel te weinig wordt toegepast. Het voorbeeldbedrijf 'De Jong Bakkerijen' laat duidelijk zien waarom dit zinvol is.

3 Samenvatting

In dit hoofdstuk hebben we gezien welke kennis en instrumenten nodig zijn om kasstroomprognoses op te kunnen stellen. Kern daarbij is het gebruik van een SWOT-analyse. Dat voor een later stadium twee van de drie scenario's tot een transparante en betrouwbare waarde-bepaling leiden, zal in het volgende hoofdstuk eerst volledig tot zijn recht komen.

De twee overblijvende scenario's laten in elk geval zien dat het nieuw ingevoerde beleid (een flexibel prijsbeleid, een tweede afzetgebied en het beter beheersen van de vaste operationele kosten) kan leiden tot een verbetering van de uitgangspositie voor het verkopen van de aandelen van 'De Jong Bakkerijen'.

4 Samenvatting

Met dit hoofdstuk hebben we het volledige traject van de waardebepaling van de aandelen van een onderneming (en in het bijzonder van ons voorbeeldbedrijf 'De Jong Bakkerijen) afgesloten. We hebben gezien dat het 'build-up'-model de gelegenheid biedt alle determinanten rond de

bepaling van de vermogenskostenvoet bij zowel eigen als vreemd vermogen stuk voor stuk onder de loep te nemen en tot steun te zijn voor de weg van waarde naar prijs, die in het volgende hoofdstuk wordt afgelegd.

Dat we WACC hebben losgelaten op twee van de drie geprognosticeerde kasstromen in de daarvoor gehanteerde prognosemodellen zal niemand verbazen. We hebben het hoofdstuk afgesloten door een drietal alternatieve waarderingsmethoden te vergelijken met de door ons voorgestane DCF-methode. Kern van de kritiek die we hebben op die andere methoden is het ontbreken van geprognosticeerde cashflows daarbij, een must voor het ondernemen, los van de waardebepaling van een onderneming of haar aandelen.

5 Samenvatting

Na lezing van dit hoofdstuk is het al met al verstandig om bij het bepalen van de vraagprijs voor de aandelen van een onderneming niet alleen uit te gaan van een transparante waarde-bepaling (in onze visie de DCF-methode), maar ook van de financierbaarheid. Hierdoor is het mogelijk vooraf in te schatten welk bedrag de kopende partij maximaal kan financieren. Daarbij worden verschillende scenario's en constructies gehanteerd, met als belangrijkste voordeel dat de bandbreedte waarbinnen zich de uiteindelijke overnameprijs zal bevinden op voorhand kan worden vastgesteld. Wie rekening houdt met het aspect financierbaarheid kan voorkomen dat er een te realiseren vraagprijs wordt bepaald en gecommuniceerd naar de markt die meer weg heeft van een prijsvraag.

De betekenis van een reële en transparante waardebepaling moet niet worden onderschat. Niet alleen omdat het traject van waarden, onderhandelen en overdragen sneller verloopt, maar vooral omdat de verkopende ondernemer zijn doelstellingen kan halen. Sterker nog dat het hem/haar zekerheid geeft en dus een teleurstelling bespaard blijft. Dat hij/zij daardoor met een tevreden gevoel terugblik op die bijzondere periode van het ondernemerschap, betekent dat voor ons het doel van deze pocket: het informeren over de waardebepaling van de onderneming of haar aandelen in samenhang met de financierbaarheid, zinvol is geweest.

6 Samenvatting

Duidelijk is dat de in dit hoofdstuk aangetipte vraagstukken onderwerpen zijn die een afzonderlijke, meer uitgebreide bespreking vragen. Volstaan is slechts met kort en bondig de problematiek aan te kaarten. Duidelijk is dat het waarden van een onderneming, of die nu gedreven wordt door een BV, eenmanszaak of personenvennootschap, in beginsel op dezelfde wijze plaatsvindt: toepassen van de DCF-methode.

Waar wel rekening mee dient te worden gehouden, zijn de typische juridische en fiscale voorschriften. Ook deze zijn beknopt opgesomd, wat ongetwijfeld betekent dat raadpleging van meer gespecialiseerde adviseurs noodzakelijk blijft. Doel was alleen maar aan te geven dat het waarderingsvraagstuk niet alleen bedrijfseconomisch een boeiend en qua belang een niet te onderschatten onderwerp is, maar ook in andere disciplines informatief zijn betekenis heeft.

Over de auteurs

Drs. Berrie Abelen is DGA van Adcorporate International. Tijdens zijn studie Financieel Economisch Management aan de Katholieke Universiteit Brabant heeft hij, samen met prof. dr. P.W.J.Duffhues, een onderzoek gedaan naar verschillende waarderingsmethodieken. Na in 2002 zijn studie met succes te hebben afgerond, is hij zijn carrière gestart als financieel adviseur bij een Nederlandse energieleverancier. In 2003 heeft hij zijn huidige compagnon ontmoet. Samen staan ze aan het roer van Adcorporate International, een internationaal georiënteerde dienstverlener op het gebied van bedrijfsoverdrachten voor kleine en middelgrote ondernemingen (zie ook www.adcorporate.com). Daarnaast beschikt Adcorporate International over verschillende bedrijfsovernamesites waarvan [www. bedrijventekoop.nl](http://www.bedrijventekoop.nl) in Nederland de bekendste is. Als directeur is Abelen verantwoordelijk voor de verdere ontwikkeling van Adcorporate International in Europa. Als auteur/publicist heeft hij meerdere artikelen geschreven over het waarderen van ondernemingen en verwante zaken bij bedrijfsoverdrachten.

Ed Tonneyck RA was openbaar accountant (1968-1998), docent/vakcoördinator Externe Verslaggeving en docent Leer van de Accountantscontrole bij Hogeschool Markus Verbeek Praehet te Amsterdam (1993-2007). Tevens is hij als docent permanente educatie voor accountants opgetreden (1999-2006). Als auteur/publicist heeft hij een negental boeken geschreven. Van zijn hand zijn meerdere artikelen over bedrijfseconomische en accountancy- vraagstukken in vaktijdschriften verschenen. Hij is vaste medewerker bij het Tijdschrift Administratie, waar hij maandelijks de rubriek 'Externe Verslaggeving' voor zijn rekening neemt. Als redacteur en auteur is hij betrokken bij de website AccountancyVandaag.nl (Reed Business, Amsterdam).