



## Waardebepaling in het mkb

**Auteur(s):**

Schrijnemaekers, M.L.H.

*De auteur is als consultant werkzaam bij Talanton Corporate Finance.*

[schrijnemaekers@talanton.nl](mailto:schrijnemaekers@talanton.nl)

**Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4402, pagina D13, 15 mei 2003

**Rubriek:**

Dossier: Bedrijfsoverdracht

**Trefwoord(en):**

w aardering

*In het proces van overname speelt waardebeoordeling, zowel voor koper als verkoper, een belangrijke rol. De koper wil niet te veel betalen, de verkoper niet te goedkoop verkopen.*

**Bij de waardebeoordeling van ondernemingen gaat het om het vermogen van de onderneming om in de toekomst vrije geldstromen te genereren. Deze geldstromen staan namelijk vrij ter beschikking aan de vermogensverschaffers van de onderneming. Waarde is subjectief; partijen hebben ieder hun eigen perceptie omtrent toekomstige geldstromen en de risico's daaromtrent. Tussen kopers bijvoorbeeld kan de waarde die zij toekennen verschillen doordat de één synergievoordelen kan behalen bij overname (strategische koper) en de ander niet (financiële investeerder).**

### Waardering: de dcf-methode

De belangrijkste componenten in een waardebeoordeling zijn tijd, geld en risico. Economisch relevant voor een waardering is namelijk wanneer de vrije geldstromen, welke voortvloeien uit het samenspel van de activa binnen een onderneming, ter beschikking komen en met welk risico dit gepaard gaat. In samenspraak met de ondernemer wordt een inschatting gemaakt van de jaarlijkse toekomstige geldstromen. Kort gezegd worden uit de te verwachten omzet, operationele kosten en benodigde investeringen in onder meer materiële vaste activa en werkkapitaal, de vrije geldstromen bepaald. Prognoses vormen de basis voor een waardering. Door de geprognosticeerde vrije geldstromen te disconteren met een passende vermogenskostenvoet, wordt de waarde van de onderneming verkregen per waarderingstijdstip. De economische waarde van het eigen vermogen wordt verkregen door hierop de waarde van de rentedragende schulden in mindering te brengen. De kostenvoet representeert de geëiste vergoeding van de investeerder op basis van het te lopen risico op de verkrijging van de vrije geldstromen. Ceteris paribus resulteert een hoger risico in een lagere waarde. In een aandelenportefeuille is het enige belang van een belegging, de bijdrage die deze belegging levert aan het risico van de portefeuille; dit is alleen het systematisch marktrisico (het risico waar alle ondernemingen aan bloot zijn gesteld, zoals inflatie en oorlog), daar het bedrijfsspecifieke risico door diversificatie volledig kan worden geëlimineerd. Voor het lopen van bedrijfsspecifiek risico wordt een investeerder dan ook niet beloond. Derhalve wordt dit risico doorgaans niet meegenomen in de kostenvoet. De hierboven beschreven methode, de discounted cash flow (dcf)-methode, gaat ervan uit dat een onderneming haar activiteiten in de toekomst zal blijven ontplooiën. De dcf-methode wordt in de financieel-economische praktijk gezien als meest juiste waarderingmethode. De juistheid van deze methode blijkt tevens uit diverse wetenschappelijke onderzoeken<sup>1</sup>. De methode dwingt de gebruiker na te denken over de toekomst van de onderneming en de markt waarin wordt geopereerd. Bovendien dienen alle relevante economische variabelen, zoals omzet, kosten, investeringen en gewenste vermogensstructuur, expliciet te worden bepaald en onderbouwd, en worden de belangrijkste waardebestuwers zichtbaar.

### Alternatieve methoden

In de praktijk worden meerdere alternatieve waarderingmethoden gehanteerd. Veelgebruikte methoden zijn de markt-multiple, rentabiliteitswaarde en intrinsieke waarde. Deze methoden zijn in meer en mindere mate ondergeschikt aan de dcf-methode. De markt-multiple-methode impliceert dat de waarde wordt afgeleid uit gerealiseerde (door onderhandeling tot stand gekomen) prijzen van vergelijkbare transacties. Bovendien zijn in het mkb vergelijkbare transacties vaak moeilijk te vinden. De rentabiliteitswaarde-methode gaat uit van één representatief winstcijfer in plaats van toekomstige geldstromen. Bij de intrinsieke waarde-methode ligt de waardering van individuele activa en passiva ten grondslag. Dit is interessant voor een liquidatiescenario, echter voor een 'going concern'-waardebeoordeling is de waarde van de individuele activa niet maatgevend. Geen van deze methoden geeft het inzicht in de waardebestuwers en risico's, dat de dcf-methode biedt. Daarnaast wordt geen goed inzicht verschaft in de financierbaarheid van de overnamekandidaat.

### Kritiek op de dcf-methode

Een veel gehoorde kritiek op de dcf-methode is dat veelal geen prognoses voor de onderneming aanwezig zijn of niet kunnen worden geschat. In dit geval geeft men de voorkeur aan het gebruik van andere methoden om een waardebeoordeling uit te voeren. Indien geen prognoses kunnen worden opgesteld, dient men zich af te vragen of een waardering überhaupt wel mogelijk is. In een dergelijk geval is het ook onwaarschijnlijk dat financiering kan worden geëffectueerd.

## Specifieke problemen in het mkb

De prestaties van de gemiddelde mkb-onderneming zijn veel meer afhankelijk van de ondernemer. De ondernemer bezit immers vaak als enige binnen de onderneming de benodigde contacten en heeft met afnemers en toeleveranciers een persoonlijke, hechte relatie opgebouwd. Indien de ondernemer wegvalt, kan dit consequenties hebben voor de continuïteit van de onderneming. Het brengt een extra risico met zich. Een directeur-groootaandeelhouder (dga) is vaak zo druk bezig met de dagelijkse operationele gang van zaken dat, tot aan voorgenomen verkoop, niet is nagedacht over de strategie van een onderneming; een businessplan is veelal niet beschikbaar. Een financieel adviseur kan echter de ondernemer begeleiden bij het opstellen van prognoses die kunnen dienen voor de waardebeoordeling. Het eigendom van een mkb-onderneming ligt vaak, in tegenstelling tot dat van een beursgenoteerde onderneming, in een beperkt aantal handen. Een dga beschikt meestal niet over een gediversifieerd vermogen aangezien zijn vermogen grotendeels in zijn onderneming is ondergebracht. Hierdoor loopt de dga, naast marktrisico, noodgedwongen specifiek bedrijfsrisico. De bedrijfsspecifieke risico's zijn in het mkb hoger gezien het feit dat vaak maar één activiteit wordt ontplooid; diversificatie - daardoor risicoreductie - binnen de onderneming is dan niet mogelijk. Financiële informatie is vaak minder transparant omdat geen sprake is van een adequate administratieve organisatie. Voorts dient gekeken te worden naar de hoogte van het salaris van een dga omdat de hoogte hiervan vaak fiscaal gestuurd wordt. Daar een dga doorgaans niet kan diversifiëren, dient extra rekening te worden gehouden met de specifieke risico's. De specifieke risico's kunnen in de waardebeoordeling tot uitdrukking worden gebracht in de disconteringsvoet, door een opslag mee te nemen bij de regulier bepaalde rendementseis voor de eigenvermogensverschaffer. De bepaling van de hoogte van deze opslag is lastig. Een mogelijkheid is het identificeren van de specifieke risicofactoren en, op basis van 'professional judgement', bepalen wat een redelijke beloning hiervoor is. Ook kan men een opslag hanteren, die is gebaseerd op onderzoek naar de verschillen in transactiepreizen tussen private en beursgenoteerde ondernemingen.

### 'Uitverdienen'

Indien men echter aan bepaalde specifieke risico's geen opslag kan of wil vaststellen, kan er ook voor worden gekozen deze buiten de waardebeoordeling te houden en deze specifieke risico's tot uitdrukking te brengen in de structuur van de overeenkomst. Zo kan, indien kopende en verkopende partij een verschillende perceptie hebben van het risico, tussen beide partijen een 'earn-out'-regeling worden afgesproken. Bij een 'earn-out' wordt een deel van de koopsom uitgesmeerd over een aantal jaren en betaald indien de vooraf overeengekomen doelstellingen dan wel prognoses worden behaald. Dit heeft als voordeel voor de verkopende partij dat deze de in haar perceptie reële prijs kan ontvangen en voor de kopende partij dat deze zich indekt tegen specifieke risico's, zoals ondernemersafhankelijkheid. In samenhang met, of los van, deze regeling kan contractueel worden vastgelegd, dat de ondernemer die verkoopt nog een aantal jaren binnen de onderneming werkzaam blijft om de onderneming goed over te dragen en zijn eventuele 'earn-out' te realiseren. Bijkomend voordeel van bovengenoemde regelingen is dat externe financiers hierdoor eerder geneigd zijn om vreemd vermogen te verschaffen doordat het risico, verbonden aan de terugbetaling van het verstrekte vermogen, wordt vermindert. Het uiteindelijke succes van een 'earn-out' blijkt in de praktijk wel afhankelijk van het elkaar gunnen van de overeenkomst en het hebben van hetzelfde doel: de continuïteit van de onderneming.

### Lacunae in kennis

Op het gebied van waarden bestaat, met name onder partijen die zijn betrokken bij overnames in het mkb, een grote diversiteit in kennisniveaus. Onvoldoende kennis van waarden, het denken in vrije geldstromen en mogelijkheden aangaande inrichting van dealstructuren kan allerlei gevolgen hebben, zoals:

» » de partijen komen niet nader tot elkaar doordat bied- en vraagprijs te ver uit elkaar liggen;

» » de kopende partij krijgt de overeengekomen overnamesom ten onrechte niet gefinancierd;

» » de kopende partij betaalt een te hoge overnamesom; hierdoor neemt het faillissementsrisico toe;

» » de verkopende partij accepteert een te lage prijs, omdat ten onrechte wordt gesteld dat financiering van een hogere koopsom niet mogelijk is.

Uit onderzoek blijkt dat accountants en banken nauwelijks gebruik maken van vrije geldstroombepaling, terwijl dit naast de waardebeoordeling hét middel is om een adequate financiering te bewerkstelligen<sup>2</sup>. Voorts is bij diverse rechtscolleges sprake van een kennislacune, gelet op een aantal uitspraken waarin de dcf-methode niet is geaccepteerd en de voorkeur is gegeven aan andere waarderingsmethoden.

## Conclusie

Een juiste waardeanalyse verplicht tot gestructureerd nadenken over de toekomst van een onderneming. Dit levert argumenten op die tijdens onderhandelingen gebruikt kunnen worden. Een gedeeld begrip van waarde, financiering en dealstructuur zal de communicatie tussen de bij een overname betrokken partijen bevorderen en leiden tot betere overnames.

### Dossier Bedrijfsoverdracht

C. Buijink: [Over ondernemers en overnemers](#)

M.W.L. Kikkert: [Het belang van soepele overdracht](#)

T.J. van Vuren en Z.J.B. Mol: [Goede afspraken essentieel](#)

J.J.M. Jansen en J.P.M. Kommers: [Integrale visie ontbreekt](#)

L.P.D. Faber: [Overdracht aan werknemers](#)

A.W.A. Boot en J. Ligterink: [Faciliteren, niet interveniëren](#)

M.L.H. Schrijnemaekers: [Waardebepaling in het mkb](#)

H.B. van der Veen, K.H.M. van Bommel en G.S. Venema: [Bedrijfsovername in de agrarische sector](#)

C.M. van Praag: [De motivatie van de ondernemer](#)

R. van Engelenburg: [Eerste hulp bij bedrijfsoverdracht](#)

R.H. Flören en G.W. Zwartendijk: [Star en toch flexibel](#)

R. van Rijk: [Slagroomtaart € 3,50, hele winkel € 150.000](#)

A. van Witteloostuijn: [Van de regen in de drup?](#)

R.H. Flören en G.W. Zwartendijk: [Start versus overdracht](#)

K. Ekroth-Manssila: [Een Europees probleem](#)

P. Bongaerts: [Goede overdracht versterkt concurrentiekracht](#)

J. Warmerdam: [Fiscale en financieringsproblemen](#)

W. Jonkhoff: [Voorkom destructieve creaties](#)

---

<sup>1</sup> S. Kaplan en R. Ruback, The market pricing of cash flow forecasts: discounted cash-flow vs. the method of 'comparables', Journal of Applied Corporate Finance, jrg. 8, nr. 4, 1996, blz. 45-60.

<sup>2</sup> Zie J. Bruining, R. Henderik en E. van Meenen, Beheersing van financiële risico's bij management buy-outs door banken, MAB, mei 2001.