

‘Waaróm is een bedrijf zoveel waard?’

BEDRIJFSWAARDERING IS EEN VAK, daar zijn ook steeds meer ondernemers wel van overtuigd. Daarbij gaat het niet om de uitkomst, maar om de vraag hoe iemand tot een bepaalde waarde gekomen is. ‘Wij geven inzicht in de waarde van het bedrijf.’

Het is een bekend verhaal. Ondernemer heeft twintig jaar gebuifeld in zijn bedrijf en daar ook altijd een goede boterham mee verdiend. Hij wil op afzienbare termijn zijn bedrijf verkopen en hoort op de golfclub dat zijn bedrijf minimaal zes keer de jaarwinst waard is. Met dat bedrag in zijn hoofd stapt hij vol verwachting naar een corporate finance-adviseur. Om daar vervolgens te horen dat zijn bedrijf weliswaar verkoopbaar is – dat is het goede nieuws – maar helaas niet voor het bedrag dat de ondernemer in gedachten heeft.

‘Ja, dit soort situaties herken ik wel’, glimlacht Hans Minnaar van Florijnz Corporate Finance. ‘Ik noem dat de *reality check*; even met de voetjes weer op de vloer en het verwachtingspatroon in overeenstemming brengen met de realiteit.’ Minnaar is naast corporate finance-adviseur ook Registor Valuator (RV) en voert vanuit die hoedanigheid regelmatig waarderingen uit voor ondernemers die hun bedrijf willen verkopen. En dat leidt

nog wel eens tot stevige discussies.

Minnaar: ‘Uiteraard begrijp ik dat ondernemers in de meeste gevallen heel hard hebben gewerkt om het bedrijf te brengen waar het nu is, maar dat wil nog niet automatisch zeggen dat er een koper is die bereid is om te betalen wat de verkoper in gedachten heeft. Het is de kunst om het onderscheidend vermogen van een bedrijf in beeld te kunnen brengen en hier de juiste kopers voor te zoeken. Dat gaat verder dan 6 keer de winst.’ Dus gaat Minnaar met zo’n ondernemer in gesprek: hoe ziet zijn verdienmodel eruit, waarin onderscheidt het bedrijf zich van de concurrenten, zijn er speciale patenten of heeft het bedrijf een technologische voorsprong? Op die manier probeert hij de ondernemer inzicht te geven in de waarde bepalende factoren van zijn bedrijf. Vervolgens kijken ze samen naar de toekomst. Minnaar: ‘Wat zijn realistische prognoses voor omzet, kosten en winstmarges in de komende drie tot vijf jaar? Want bij waardebeoordeling gaat het uitein-

delijk om het toekomstige verdienvermogen van het bedrijf.’

Professionaliseren

Tot midden jaren negentig in de vorige eeuw werd de waarde van een bedrijf vooral bepaald op basis van de resultaten uit het verleden, in combinatie met vuistregels die per branche verschillen. Een andere methode om de waarde van een bedrijf te bepalen is om te kijken naar de boekwaarde van alle activa die in het bedrijf aanwezig zijn: gebouwen, machines, voorraden en liquide middelen vermindert met alle schulden. Maar deskundigen zijn het er inmiddels over eens dat de meest correcte methode om een bedrijf te waarderen bestaat uit een combinatie van historische cijfers, huidige marktpositie en vooral de toekomstige vrije kasstromen. Dit is ook de methode die wordt toegepast door de leden van het Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV), een beroepsvereniging van erkende en gecertificeerde financiële specialisten op



‘Ik begrijp dat ondernemers heel hard hebben gewerkt om het bedrijf te brengen waar het nu is, maar dat wil nog niet automatisch zeggen dat er kopers zijn die ook wil betalen wat de verkoper in gedachten heeft’

het gebied van bedrijfswaardering.

Chris Denneboom, Register Valuator en partner van Value Pro, een adviesbureau op het gebied van bedrijfswaardering en lid van de PR-commissie van het NIRV, heeft de houding ten opzichte van bedrijfswaardering de afgelopen tien jaar zien veranderen. Denneboom: ‘Het wordt gelukkig steeds meer erkend dat bedrijfswaardering een vak is dat je professioneel moet benaderen’. Een belangrijke oorzaak is volgens de voormalige directeur van een accountantskantoor het feit dat de nieuwe generatie DGA’s beter geschoold en veel kritischer is dan de baby-boomgeneratie. Denneboom: ‘De huidige

ondernemer wil hoogwaardig advies en begrijpt heel goed dat een waardering verder gaat dan vier keer de winst of een simpele vuistregel.’

Een andere reden voor de toenemende erkenning van het waarderingvak is volgens Denneboom dat veel generalistische adviseurs door schade en schande wijzer zijn geworden. Met name het uitvoeren van waarderingen door boekhouders en accountants met weinig ervaring op dit vlak, heeft de afgelopen jaren tot de nodige bedrijfsongevallen geleid. Denneboom: ‘Zeker een derde van alle tuchtzaken van accountants gaat op dit moment over slechte bedrijfswaarderingen waar

dan naderhand gedonder over is ontstaan. Als je als adviseur een foutje maakt bij het invullen van je belastingformulier is de ramp nog te overzien. Maar bij een bedrijfswaardering gaat het al gauw om enkele honderdduizenden tot miljoenen euro’s. Dat wil je liever niet meemaken.’

Risico’s en rendement

Zoals gezegd baseren de meeste professionele waarderingdeskundigen zich voor een belangrijk deel op de methode van het waarden van de toekomstige geldstromen. Maar de toekomst laat zich lastig voorspellen, dus daar beginnen vaak de complicaties. Uitgaan van groei is na-

‘Financiering is nog steeds een groot probleem. Dat zou op zich voor de waardering niet uit moeten maken, maar het is toch een factor waar je rekening mee moet houden, zeker in de transactiepraktijk’

melijk niet meer vanzelfsprekend. ‘Vroeger rekenden we met groei tot in eeuwigheid’, zegt Minnaar. ‘Iedereen had te hoge groeiverwachtingen en te lage risicoperceptie.’ Anno 2014 kijken de meeste register valuators veel meer naar de risico’s dat een geprognosticeerde geldstroom niet wordt gerealiseerd. Ze houden bijvoorbeeld rekening met faillissementen van leveranciers en klanten. Vooral wanneer een onderneming voor zijn toekomstige geldstromen afhankelijk is van enkele leveranciers of enkele klanten gaan de alarmbellen rinkelen. Een ander risico dat in tegenstelling tot vijf jaar geleden nadrukkelijk wordt meegenomen, is de kans dat een herfinanciering van een lening, die bijvoorbeeld een jaar na de overname afloopt, niet rond komt.

‘Een aantal jaren geleden waren potentiële kopers zo gretig, dat ze er niet eens aan toe kwamen om risico’s te bekijken’, zegt Minnaar. Maar tegenwoordig stelt hij meerdere scenario’s op: bijvoorbeeld een worst case-scenario, een best case-scenario en een zogenoemd management-scenario, dat de verwachtingen van het zittende management en de verkoper reflecteert. ‘De hoeveelheid werk is daardoor wel onevenredig toegenomen.’

Is er eenmaal een aannemelijke prognose, dan komt het volgende probleem

om de hoek kijken: hoe maken we die kasstroom contant met de *Discounted Cashflow* (DCF) methode? Ofwel: wat is een euro die een bedrijf over één, twee, drie, vier en vijf jaar verdient, vandaag waard? Een euro vandaag is immers meer waard dan een euro over drie jaar, aangezien je die euro vandaag op de bank kunt zetten en drie jaar rente kunt incasseren. Maar daar zit meteen de crux: de rente is moeilijk te voorspellen en de zekerheid dat je geld op een bank veilig is bestaat na Lehman Brothers, Icesave en DSB Bank ook niet meer.

Het contant maken van de cashflow is daarom een stuk lastiger geworden. De disconteringsvoet, het fictieve rendement dat geld redelijkerwijs zou kunnen maken met beleggingen met een vergelijkbaar risico, is moeilijker te bepalen. En aan de andere kant zijn de eerder genoemde bedrijfsrisico’s groter geworden en de economische vooruitzichten slechter. Deze combinatie van slechtere vooruitzichten en groter risico’s heeft de afgelopen jaren geleid tot structureel lagere bedrijfswaarderingen. Maar de bodem lijkt inmiddels wel zo’n beetje bereikt. Minnaar: ‘We zitten op dit moment in het laatste stukje van de recessie. Ondernemers zien de zon al weer schijnen. Maar banken en private equity-partijen zijn

nog voorzichtig. Die kijken vooral naar achteren.’

Beperkte bankfinanciering

Wat ook niet helpt is het feit dat de banken op dit moment uiterst terughoudend zijn bij het financieren van bedrijfsoverdrachten. ‘Financiering is nog steeds een groot probleem’, erkent Denneboom. ‘Dat zou op zich voor de waardering niet uit moeten maken, maar het is toch een factor waar je rekening mee moet houden, zeker in de transactiepraktijk.’

Werd in 2008 soms tot negentig procent van de overnamesom gefinancierd, anno 2014 gaan de meeste banken niet verder dan vijftig procent. Als ze al financieren. De financiële hefboom is daardoor kleiner, waardoor een koper meer eigen vermogen zal moeten aantrekken om de financiering rond te krijgen. Aangezien eigen vermogen duurder is dan vreemd vermogen, zal een koper bij gelijkblijvende rendementseis minder willen betalen. Bovendien drukt de lagere financiering de uiteindelijke verkoopprijs, net als in de woningmarkt. De voorzichtige banken drukken zo de waarde en de uiteindelijke prijs van bedrijven en dwingen kopers en verkopers om andere geldbronnen aan te boren om een deal vlot trekken, bijvoorbeeld achtergestelde leningen van de verkopende partij, financieringen door informal investors of private equity of earn out-regelingen. Oftewel, bijna net zo belangrijk als het bepalen van de waarde van een bedrijf is tegenwoordig de vraag: wie gaat deze transactie financieren?

Denneboom: ‘Waarde, prijs en de financiering zijn drie verschillende grootheden. Daarbij is de waardering een richtlijn voor de onderhandelingen over de prijs en de financiering. Maar uiteindelijk komt het pas tot een deal als alle partijen - koper, verkoper en financiers - zich in de prijs en de voorwaarden kunnen vinden.’

Waarderingsdeskundigen

Het **Nederlands Instituut voor Register Valuators (NIRV)** is een beroepsvereniging die bestaat uit ruim tweehonderd erkende en gecertificeerde financiële specialisten op het gebied van bedrijfswaardering. Alle bij de NIRV aangesloten waarderingsdeskundigen werken met een analytische methode waarbij naast historische cijfers vooral wordt gekeken naar de toekomstige geldstromen en de waardedrijvers van een onderneming. De meest voorkomende waardebeoordeling heeft betrekking op eigendomsoverdracht van aandelen in een onderneming. Dat kan gaan om verschillende vormen van bedrijfsoverdracht, maar bijvoorbeeld ook een waardebeoordeling in het kader van het uitkopen van een minderheidsaandeelhouder, echtscheiding of vererving. Daarnaast speelt een Register Valuator (RV) ook een belangrijke rol bij fiscale kwesties en gerechtelijk geschillen waarbij economische schade is geleden. www.nirv.nl