

Basisbegrippen voor de waardering van e

drs. J.G. Groeneveld
RA RV te Dordrecht¹

Bij onder meer fusie en overname, bedrijfsopvolging, vertrek van aandeelhouders en echtscheiding moet vaak de waarde van een onderneming worden vastgesteld. De betrokken juristen kennen de regels en de toepassing van het recht, maar als die moeten worden toegepast op waarde, prijs en betaling wordt het resultaat al snel gecompliceerd. Vandaar deze introductie voor advocaten in de wereld van beargumenteerde waarderingen die rekening houden met het moment, de belanghebbende en diverse scenario's.



WAARDE, PRIJS, BETALING

Waarde, prijs en betaling hebben veel met elkaar te maken, maar mogen niet onderling worden verward. Dat is soms lastig omdat voor waardebepaling nogal eens naar de prijzen in de markt wordt gekeken. Dat heet dan marktwaarde of (voor effecten) beurswaarde. In accounting – ook in jaarrekeningen – wordt voor de boekwaarde naar prijzen gekeken, namelijk in al die gevallen waar de historische prijs als waarderingsgrondslag wordt gebruikt. Bij toepassing van vervangingswaarde wordt gekeken naar de actuele inkoopprijs. In accounting zou een denkbeeldige driehoek dus eigenlijk moeten

worden gekanteld met de prijs als basis voor waarde en betaling. In accounting worden waarde en prijs in principe aan elkaar gelijkgesteld. De driehoek heeft dan gelijke zijden. Daarentegen zal in de economie de waarde 'nooit' gelijk zijn aan de prijs. Hierbij kan worden bedacht dat ook een betalingsrege-

ling het noodzakelijke verschil kan maken. Juist in het verschil tussen waarde en prijs willen koper en verkoper hun voordeel behalen. Daarentegen worden prijs en waarde vaak aan elkaar gelijkgesteld in conflictsituaties waarin geen der partijen een voordeel mag behalen.

*Visie, capaciteit, leeftijd,
risicoperceptie en draagkracht
beïnvloeden de waarde*

en onderneming

WIN-WIN

De prijs is de tegenprestatie die de uitkomst is van de ontmoeting van vraag en aanbod. Koper en verkoper worden het – al of niet na een onderhandelingsproces – met elkaar over de prijs eens. Indien beiden het ook met elkaar over de waarde eens zouden zijn, zou het spreekwoord ‘twee ruilen, één huilen’ waarheid worden. Koop en verkoop zou een *zero-sum game* zijn. Een wederpartij zou in die

genfunctie en heeft als doel verantwoording mogelijk te maken. Economie heeft met sturing en beleid te maken. Economie moet ondernemend gedrag kunnen verklaren en daarvoor een grondslag bieden. Accounting en economie kennen dan ook van elkaar verschillende waardebegrippen.

Waarde in accounting is de waarde die in jaarrekeningen wordt genoemd: historische

later komt of gaat, respectievelijk dat het meer of minder zal zijn. Tijd speelt een belangrijke rol.

Met deze ingrediënten van waarde – verwachte geldstromen, tijd en risico – wordt duidelijk dat waarde van subject tot subject kan verschillen. Visie, capaciteit, leeftijd, risicoperceptie en draagkracht zijn van invloed op de te realiseren verwachting. Verschillen hierin zullen tot andere waardeuitkomsten leiden. De gevolgen hiervan zijn dat economische waarde veranderlijk is en subjectief. Een waarderingsrapport moet dan ook duidelijk maken voor welk moment de waarde is bepaald en voor wie is gewaardeerd.

De basismethode van economische waardering vereist inzicht in het geldstroomprofiel en het risicoprofiel van de onderneming

verhoudingen niet kunnen bestaan. Maar we weten dat in werkelijkheid beide partijen bij die ene prijs voordeel kunnen behalen. Dat is alleen mogelijk wanneer de waarde voor de koper hoger is dan de waarde (voor hetzelfde object op hetzelfde moment) voor de verkoper. Die ene waarde waar men het over eens is, en die – met consensus als criterium – ‘objectief’ genoemd zou kunnen worden, bestaat niet. In de economie zijn het juist de waardeverschillen die door transacties worden geëxploiteerd en die tot win-winsituaties aanleiding kunnen zijn.

ACCOUNTING EN ECONOMIE

Economie bestaat dankzij uiteenlopende waarden. Accounting gaat uit van die ene waarde, namelijk de historische prijs. Accounting biedt dan ook geen verklaring voor economisch gedrag en kan in wezen ook geen sturing geven. Accounting (rekening; rekenschap – *accountability*) heeft een geheu-

prijzen, desgewenst in de verschillende varianten van *fifo*, *lifo*, et cetera. De waarde die in de balans wordt genoteerd, is onder andere afhankelijk van accounting principes (als *matching*, realisatie, *going concern* en voorzichtigheid); betaalde prijzen; activering (en saldering en afschrijving); off-balance technieken; rubricering als eigen of vreemd vermogen; actualisering (herwaardering) en berekening van voorzieningen. Dit is – met uitzondering van voorzichtigheid – een weergave van wat er is gebeurd: het is historie, gemeten aan de hand van de kosten.

Waarde in economie is daarentegen gericht op de toekomst en wordt gemeten aan de hand van de verwachte opbrengsten. In de financiële economie worden de opbrengsten niet alleen in geld uitgedrukt (geld als rekeenheid) maar bestaan de opbrengsten en de kosten uit geld (geld als ruilmiddel). Economische waarde is bepaald door de verwachte inkomende en uitgaande geldstromen. En omdat het om verwachtingen gaat, horen er risico en onzekerheid bij die ook naar verwachting moeten worden beloond. Met risico wordt hier bedoeld de mogelijkheid en de mate waarin het geld eerder of

ACCOUNTINGBENADERING

Waarde in accounting en waarde in economie raken elkaar, staan naast elkaar en daarmee zelfs tegenover elkaar. In het algemeen wordt waarde bepaald in het kader van te formuleren beleid. Dat kan vorm krijgen in fusie en overname en *buy-out*. Maar bijvoorbeeld ook bedrijfsopvolging vraagt om beleid. In het algemeen houdt de vraag naar de waarde dan ook in dat naar de economische waarde wordt gevraagd. Daarvoor worden twee benaderingen gebruikt: de – middellijke – accounting-benadering en de – rechtstreekse – economische benadering. Voor elke benadering staan verschillende methoden ter beschikking.

Accountingbenaderingen zijn middellijk omdat in die benadering de economische waarde moet worden herleid van de accountingwaarde. In principe is dat tot mislukken gedoemd. De gedachtegang is – vaak stilzwijgend – die van extrapolatie. Het verleden is de indicator voor de toekomst. Door het verleden te waarderen wordt de toekomst gewaardeerd. Daarvan uitgaande komen de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde in beeld.

Intrinsieke waarde geldt als synoniem voor de boekwaarde van het eigen vermogen in de balans. Door normalisering en actualisering worden daarop correcties gemaakt. Men

1 Joost Groeneveld is directeur van Wingman Business Valuators B.V., Dordrecht/Leidschendam. Wingman is gespecialiseerd in de waarde-bepaling van ondernemingen.

spreekt dan van de niet-zichtbare intrinsieke waarde. Het behoeft geen betoog dat normalisering en actualisering aanleiding kunnen zijn tot veel discussie. Maar ook zulke correcties maken van intrinsieke waarde geen economische waarde. Toepassing van deze methode veronderstelt dat de onderneming bestaat uit haar activa.

Rentabiliteitswaarde kent betekenis toe aan de winst van de onderneming. Hierbij moet worden bedacht dat de hoogte van de winst van dezelfde accounting-principes afhankelijk is als balanswaarde. Bovendien moet worden bedacht dat lang niet altijd de gehele vermogensmutatie als winst/(verlies) geldt. Ook wordt de winst vaak genormaliseerd. Ten slotte doet zich de vraag voor welke winst wordt gebruikt. Vaak is dat de winst van de laatste jaren die wordt gewogen en gemiddeld. De rentabiliteitswaarde wordt berekend door de winst te delen door de rendementseis die voor eigen vermogen geldt. Bij een rendementseis van 10% op jaarbasis bedraagt de waarde dus $10 * W$. Een koers-winstverhouding van 20 kan op deze manier worden begrepen aan de hand van een rendementseis van 5%. Of aan de hand van een rendementseis van bijvoorbeeld 15% bij verwachte – eeuwigdurende! – groei van 10% van de winst. Verwachte groei is een belangrijke waardefactor die niet kan worden afgeleid uit de in het verleden behaalde resultaten. Rentabiliteitswaarde biedt daarmee voor economische waarde een ontoereikend houvast.

Intrinsieke waarde en rentabiliteitswaarde werden (en worden) wel bij elkaar geteld. Daarmee werden stroomgrootheden geteld bij voorraadgrootheden. Voor het overige kunnen de tekorten van de beide methodes elkaar niet compenseren.

ECONOMISCHE BENADERING

Economische waarde heeft betrekking op verwachte geldstromen, tijd en risico. Eerder 'geld in' is meer waard dan later 'geld in'. Meer 'geld in' is meer waard dan minder

'geld in'. En minder risico is meer waard dan meer risico. Dat zijn de waarderegels. Ze krijgen toepassing in discontering (berekening van de contante waarde) van de verwachte geldstromen. De basismethode heet dan ook Discounted Cashflowmethode (DCF). De toepassing ervan vereist inzicht in het geldstroomprofiel en het risicoprofiel van de onderneming. Daarvoor moet onderzoek worden gedaan naar – in hoofdzaak – de te verwachten ontwikkelingen van omzet en afzet, kosten en investeringen, werkkapitaal, financiering, de marktontwikkeling, de branche, de fiscale situatie. Risico's zijn bij uitstek operationeel, financieel, strategisch, juridisch en fiscaal van aard. Daarnaast zijn de organisatie en structuur van de onderneming (de vennootschap) van groot belang voor het risicoprofiel. En vanzelfsprekend de menselijke factor: door persoonsgebondenheid is waarde vaak moeilijk overdraagbaar en voorzover overdraagbaar dus sterk gereduceerd.

DOCUMENTATIE

Documenten van de onderneming die moeten worden onderzocht, zijn statuten, overeenkomsten (contracten), het ondernemingsplan, het investeringsplan, het financieringsplan, budgetten en begrotingen, verslagen van directievergaderingen en toch ook jaarrekeningen. De documentatie is niet altijd in die vorm beschikbaar. Maar plannen en intenties zijn er vaak wel. Er is (impliciet) beleid dat in een prognose vorm kan krijgen. Elke onderneming heeft een toekomst. DCF is voor elke onderneming mogelijk, ook in het midden- en kleinbedrijf.

VUISTREGELS

De praktijk kent voor waardebeoordeling ook vuistregels. Vuistregels – indien goed gemarkeerd – hebben een self fulfilling karakter. De volgende toepassing verwijst naar de vorige. Vuistregels houden zichzelf in stand. Zij zijn als het ware een gemiddelde. Wie daar met zijn onderneming in positieve zin van afwijkt, zal zich er niet graag van bedienen.

Vuistregels zijn per branche en per land verschillend. Zo'n vuistregel kan zijn $10 * \text{winst}$ of $0,8$ tot $1,2 * \text{omzet}$. Bij een winstmarge van 10% komen beide regels op ongeveer hetzelfde neer. Vertaling van de ene regel in de andere geeft soms een aardig inzicht in de veronderstellingen die impliciet worden gemaakt. De tweede regel biedt meer ruimte. Zelfs zoveel, dat de bovenkant 50% van de onderkant scheelt. Dat houvast is dus niet erg groot.

VERGELIJKEN

Van de te waarden onderneming worden beursgenoteerde soortgenoten opgespoord waarvan de koers-winstverhoudingen – al dan niet na weging – worden gemiddeld. De winst van het te waarden bedrijf wordt hiermee vermenigvuldigd. Er wordt dus een rentabiliteitswaarde berekend. Met deze *market comparables* wordt vergelijkbaarheid verondersteld, die echter slechts in een enkel opzicht bestaat. Dat maant tot grote terughoudendheid bij de toepassing van deze methode. Bovendien wordt ter vergelijking de koers genomen. Dat is een genoteerde prijs. In wezen wordt volgens deze methode de waarde dus op een prijs gebaseerd. En bovendien wordt de onvergelijkbaarheid in rekening gebracht door de aanzienlijke discounts die op hun beurt vuistregelachtig op de berekende rentabiliteitswaarde in mindering worden gebracht.

IMPRESSIE

Accountingmethodes, vuistregels en *market comparables* hebben het voordeel dat ze snel een impressie geven. Maar wie serieus in waarde is geïnteresseerd, kan niet zonder goed onderzoek naar waarde en zonder een goed rapport daarover. Daarin kan worden gerekend met het moment, met de belanghebbende, met de reden voor zijn belangstelling, met gevoeligheid, met scenario's. Die waarde kan worden beargumenteerd en uitgelegd. Een goed waarderingsrapport voorkomt conflicten en lost bestaande conflicten op. ●