

# Waarderen is een vak

MET EEN PAAR MATIGE JAREN achter de rug en onzekere vooruitzichten voor de boeg is het waarderen van een bedrijf er niet eenvoudiger op geworden. Hoe kom je met al deze onzekerheden tot een goede bedrijfswaardering? 'Je moet het niet te complex maken, een ondernemer moet het nog wel kunnen volgen.'

**I**n juni van dit jaar zette Robert van Zanten, eigenaar van opleidingeninstituut NCOI (reclameus: 'de opleider van werkend Nederland'), zijn bedrijf in de etalage. Wilco Jiskoot, oud-ABN AMRO-bankier en jarenlang de ongekroonde koning van de Nederlandse zakenbankiers, stipelde de verkoopstrategie uit: een biedingenstrijd die moest uitmonden in verkoopprijs van zo'n driehonderd miljoen euro. Het plan van Jiskoot kwam echter niet van de grond, ondanks vele belangstellende partijen. Eind oktober haalde Van Zanten zijn bedrijf te leurgesteld uit de verkoop. Volgens een anonieme belangstellende kon NCOI de voorspelling van winstgroei niet onderbouwen, terwijl dit een belangrijk argument was voor de beoogde hoge opbrengst van het bedrijf.

De mislukte verkoop van NCOI laat zien dat voorspelde groei, tot 2008 een vanzelfsprekende pijler onder een bedrijfswaardering, niet meer vanzelfsprekend is. Register valuators *Hans Minnaar* (42) van ABN Amro, *Alexander den Boer* (40) van Van Oers Corporate Finan-

ce en *Jan Vis* (65) van Bright Orange Talanton, die beroepshalve bedrijven taxeren, herkennen het beeld van de mislukte verkoop van NCOI. De register valuators (RV, een post-doctorale opleiding aan de Rotterdam School of Management of TiasNimbas Business School in Tilburg) hebben de markt zien omslaan sinds de val van Lehman Brothers in september 2008. 'Uitgaan van groei is niet meer vanzelfsprekend', zegt Jan Vis.

## Kleinere hefboom

De meest concrete verandering zit bij de houding van de banken, die hun voorwaarden hebben aangescherpt en minder ver gaan in het financieren van een bedrijfsovername. Waren banken in de hoogtijdagen nog bereid om zeventig procent van een bedrijfsovername te financieren, nu gaan ze aanzienlijk minder ver. 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 gelijkblijven-

de 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. Earn outs, waarbij de verkopende partij een deel van de overnamesom in de jaren na de overname krijgt, mits zijn winstprognoses uitkomen, leveren echter vaak onenigheid op. De verkoper is dan meestal uit het bedrijf en koper komt in de verleiding om de winst op papier te minimaliseren. 'Ik ben niet zo'n voorstander van earn outs', zegt Minnaar, 'omdat ze bijna altijd discussie opleveren.'

## Onzekere vooruitzichten

Minder eenduidig dan de lagere bankfinanciering, maar van grotere invloed op een bedrijfswaardering na 2008, is onze-



## ‘Het goede nieuws voor verkopende ondernemers is dat ze de matige resultaten van de afgelopen jaren kunnen vergeten. Het verleden doet er niet toe’

kerheid over de toekomst. In de ogen van register valuators is de toekomstige vrije kasstroom het enige juiste criterium om een bedrijfswaarde op te baseren. Ze hadden altijd al een broertje dood aan de vuistregel ‘zoveel keer de winst’, maar tegenwoordig des te meer. Het goede nieuws voor verkopende ondernemers is dat ze de wellicht matige resultaten van de afgelopen jaren kunnen vergeten. ‘Het verleden doet er niet toe’, zegt Minnaar.

De moeilijkheden beginnen bij het voorspellen van deze toekomstige vrije kasstroom. Bij het kijken naar toekomstige geldstromen, kijken register valuators nu namelijk veel meer dan vijf jaar geleden 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. ‘Vijf jaar geleden hadden we het daar niet over’, zegt Minnaar.

Vóór 2008 waren potentiële kopers zo gretig, dat ze er niet aan toe kwamen om risico's te bekijken, zegt Minnaar. 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 onevenredig toegenomen.’

Ook Vis werkt met what-if-scenario's. De nestor van de register valuators laat

een ondernemer bijvoorbeeld bedenken wat het bedrijf moet doen bij onverwachte tegenvallers. Wat moet bijvoorbeeld een exportbedrijf met veel omzet in Zuid-Europa doen als Zuid-Europese landen uit de euro stappen en weer in Drachmen, Lires en Peseta's gaan rekenen? Deze munten zouden wel eens zo ver kunnen devalueren dat bedrijven uit eurolanden te duur worden. Het kan dan wel twee of drie jaar duren om nieuwe afzetmarkten te vinden. De DCF zou dan met tijdelijke negatieve geldstromen moeten rekenen.

Soms moet je zelfs uitgaan van krimp, zegt Den Boer. ‘Het kost vaak veel moeite om een verkoper daarvan te overtuigen. Zelfs als het bedrijf de afgelopen jaren is gekrompen. Een ondernemer ziet altijd een keerpunt.’

## ‘Kijken naar het geld genererend vermogen van een bedrijf is niet academisch. Het is de manier waarop alle partijen naar een bedrijf kijken. In de eerste plaats de ondernemer zelf’



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 laatste gevaar is de fiscale impact van verlies. In sommige prognoses zitten grote belastingvoordelen, bijvoorbeeld het van de winst aftrekken van rente of bepaalde kosten, waardoor de winstbelasting lager uitvalt. In verliessituaties heeft een bedrijf immers niets aan de aftrekbaarheid van rente of andere kosten.

### Contante kasstromen

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. Daar zit meteen de crux: de rente is moeilijk te voorspellen en de zekerheid dat je geld op een bank veilig is, bestaat 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. De rente op staatsobligaties, die als risicovrij werden gezien, vormde traditioneel een belangrijke component van de disconteringsvoet. Ook Griekse staatsobligaties werden als risico-

vrij beschouwd. Tegenwoordig leveren ze zeventien procent rente op, maar niemand durft te garanderen dat Griekenland nooit failliet zal gaan en het geld weg is. Er kleeft nu zelfs een risico aan Nederlandse en Duitse staatsobligaties (met een meerjarige rente van 2,2 à 2,3 procent). Daarom is het risicovrije deel van de disconteringsvoet gedaald van vier naar iets meer dan twee procent. ‘Risicovrij geld bestaat eigenlijk niet meer’, zegt Minnaar.

Het risicovrije deel van de disconteringsvoet is daarom tegenwoordig stukken lager, wat – als alle andere factoren gelijk zouden blijven – tot hogere bedrijfswaarderingen zou moeten leiden. Er hoeft immers minder te worden gediscouunt. De eerder genoemde bedrijfsrisico's, die leiden tot een lagere waardering, zijn echter dermate groter geworden, dat ze de hogere waardering als gevolg van de lage disconteringsvoet te niet doen.

Een ander drukkend effect op de bedrijfswaardering is bovendien dat bedrijfstaxateurs niet meer tot in lengten van jaren doorrekenen. ‘Vroeger rekenden we met groei tot in eeuwigheid’, zegt Vis. ‘Tedereen had te hoge groeiverwachtingen en te lage risicoperceptie.’ Het gevolg was dat toen de restwaarde (de DCF van jaar zes en verder) soms wel tweederde van totale waarde bepaalde. Verkopers gingen er vaak van uit dat het bedrijf nog tientallen jaren zou groeien. Nu gaan register valuators er vaak van uit dat de groei na vijf jaar hoogstens de inflatie kan bijhouden. De restwaarde vormt daarom nu minder dan de helft van bedrijfswaardering. Het is immers niet aannemelijk dat bedrijven tot in lengten van ja-

ren geld blijven genereren. Er kan bijvoorbeeld een nieuwe technologie komen, die een product of dienst overbodig maakt.

### Business-model begrijpen

Concluderend moeten register valuators zich meer dan vroeger in de onderneming inleven. Om een realistische waardering te kunnen maken, moeten ze tot de bodem van het business-model van een bedrijf afdalen en in scenario's kunnen denken. ‘Je moet het business-model door en door begrijpen’, zegt Minnaar. Hij bestudeert nu bijvoorbeeld hoe internetclicks worden afgerekend om een internetbedrijf te kunnen waarderen. Daarnaast bestaat het gevaar dat met het meenemen en wegen van kritische factoren en scenario's in een DCF-methode de hele berekening uitmond in een bijna academische exercitie waar een gemiddelde ondernemer weinig meer van begrijpt. Volgens Den Boer is het belangrijk om zoveel mogelijk de taal van de ondernemer te blijven spreken. Een standaardvraag van Den Boer aan sollicitanten bij Van Oers Corporate Finance is bijvoorbeeld: hoe leg je een ondernemer in het MKB uit wat de DCF-methode is? Ook Minnaar geeft toe dat bijvoorbeeld een element als de disconteringsvoet wel erg theoretisch is, maar hij is er van overtuigd dat focussen op toekomstige geldstromen de enige praktische aanpak is om een bedrijf te waarderen. Het gaat immers alleen om de euro's die binnen komen. ‘Kijken naar het geld genererend vermogen van een bedrijf is niet academisch. Het is de manier waarop alle partijen naar een bedrijf kijken. In de eerste plaats de ondernemer zelf.’