



WAARDEBEPALING VAN DE ZAAK

Patrick VALCKX

Erkend boekhouder

Mechelen, 25 november 2009



OVERZICHT

1. Inleiding
2. Basisprincipes bij de waardering van een onderneming
3. Benaderingswijzen
 - Vermogensgerichte benadering
 - Inkomensgerichte benadering
 - Marktgerichte benadering
4. Belangrijke aandachtspunten
5. 10 aanbevelingen

Literatuur: Praktijkgids KMO-overdracht (E. Spruyt & H. Berquin)
Seminarie Walter Hosten



Waarom wordt er gewaardeerd?



- Overdracht: aan- of verkoop, MBO
- Opvolgingsproblematiek
- Uittreding van een vennoot
- Echtscheiding
- Inbreng in of verkoop aan vennootschap
- Fusie, splitsing
- Nalatenschap
- Onteigening





Wat moet er gewaardeerd worden?



- Eenmanszaak vb. kleinhandel
- Vrij beroep vb. dokter, advocaat, ...
- Vennootschap
- Aandelenpakket



→ Karakteristiek meerderheids- of minderheidsaandeelhouder



→ Beperkte of moeilijke overdraagbaarheid



Waardering en prijsvorming



- Economische beslissingswaarde
- Argumentatie- of onderhandelingswaarde
- Verzoenings- of arbitrale waarde
- Prijs = resultaat van onderhandelingen tussen een koper en een verkoper en wordt bepaald door vraag en aanbod





Maximaal
verwachte
waarde

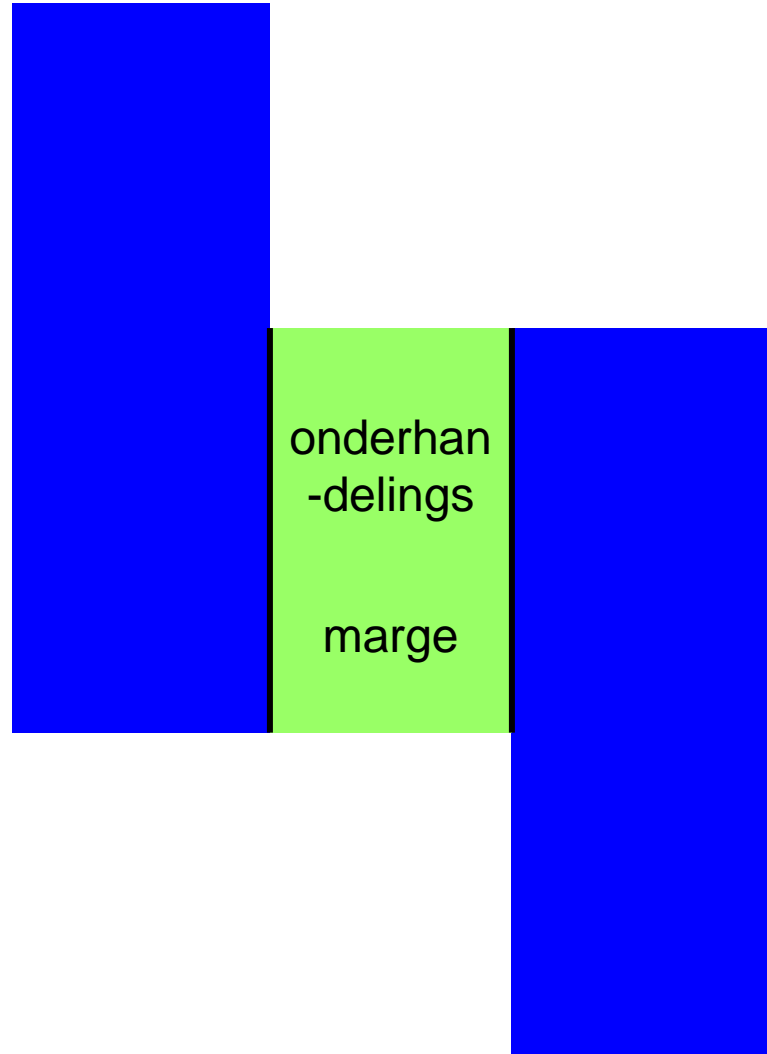


Minimaal
geëiste
waarde



Verkoper

Koper



onderhan-
-delings
marge

Maximaal
vooropgestelde
waarde

Minimaal
onderstelde
waarde



Vier basisprincipes



1. Eigendomsprincipe
2. Totaliteitsprincipe
3. Toekomstgerichtheid
4. Subjectgeoriënteerdheid





1. Eigendomsprincipe



- Waarde van een onderneming is gelijk aan de waarde van het eigendomsrecht
- Eigendomsrecht wordt uitgedrukt door het eigen vermogen
- Netto-waardering: activa min vreemd vermogen





2. Totaliteitsprincipe



- De waarde van een onderneming reikt verder dan de som van de materiële onderdelen
- Niet-materiële elementen vervullen een zeer belangrijke rol
 - kwaliteit van de technische en administratieve organisatie
 - know-how
 - imago
 - ligging
 - marktaandeel
 - personeels- en leidingstructuur
 - financiële structuur: (eigen) goodwill





3. Toekomstgerichtheid



- Going concern
- De economische waarde van de onderneming is afhankelijk van haar toekomstige rendementen ongeacht de onderliggende waarde van haar activa
- Geactualiseerde waarde van toekomstige verwachtingen op het vlak van resultaten of geldstromen
- Perspectieven





4. Subjectgeoriënteerdheid



- Waarde vanuit het standpunt van een bepaald subject
- Doel van de overnemer (fiscale redenen, concurrentie, marktaandeel, ...)
- Overgang eenmanszaak naar vennootschap





Voorafgaande doorlichting



- Beschrijving van de
 - sterke punten,
 - zwakke punten,
 - opportuniteiten en
 - bedreigingen



- Due Diligence
- Risico-analyse
- Hanteren van specifieke checklists





Drie benaderingswijzen



Waaier van waarderingmethoden terug te brengen tot drie groepen

1. Vermogensgerichte benadering
2. Inkomensgerichte benadering
3. Marktgerichte benadering





1. Vermogensgerichte benadering



- Vermogenswaarde, substantiële waarde, intrinsieke waarde, ...

- Specifiek geval: liquidatiewaarde



- Waarde wordt bepaald in functie van het netto-actief dat op een bepaald ogenblik in de onderneming aanwezig is

- Statisch karakter van de onderneming





1. Vermogenswaarde



- Momentopname
- Gecorrigeerd eigen vermogen
 - boekwaarde versus vervangingswaarde
 - degressieve afschrijving
 - deelnemingen aan aanschaffingswaarde
 - fiscaalvriendelijke waardering van voorraden
- Rekening te houden met belastinglatenties!





1. Vermogenswaarde (2)



▪ Iedere actief- en passiefpost toetsen aan

- volledigheid
- correcte waardering
- eigendom en bestaan



▪ Voorbeelden

- herwaardering gebouwen
- herwaardering (te) snel afgeschreven machines
- afboeken 'winkeldochter'
- afboeken oninbare vorderingen
- provisies voor dreigende/hangende geschillen
- boeken van latente belastingen



1. Vermogenswaarde (3)

Specifiek geval van vermogenswaardering: Liquidatiewaarde

- Discontinuïteit (Art.28 § 2 KB/W.Venn. 30/1/2001)
- Opzegvergoedingen personeel
- Bodemsanering
- Verbreking huurcontracten, onderhoudscontracten





2. Inkomensgerichte benadering



- Rendementswaarde of opbrengstwaarde
- Waarde wordt bepaald in functie van het toekomstige inkomen: winst, cashflow, dividend, ... dat kan worden verwacht
- Actuele waarde
- Onderneming = dynamisch geheel





2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten



- Rendementswaarde
- Theorie van de investeringsbeslissing
- Waarde van de onderneming
= actuele waarde van al de toekomstige netto-inkomsten die de investeerder uit de onderneming kan verwachten



2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (2)

Wat is actuele waarde?



2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (3)



- **Nettowinstwaarde**
De economische waarde van een onderneming volgens de nettowinst-methode is gelijk aan de huidige waarde van de stroom toekomstige nettowinsten
- **Discounted cashflow-methodes**
De economische waarde van een onderneming volgens de discounted cashflow-methode is gelijk aan de huidige waarde van de stroom toekomstige cashflows

2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (4)

Discounted cashflow-methodes

- Dividenddiscount-methode: gebaseerd op de stroom van toekomstige dividenden van de onderneming
- Eigen vermogens vrije cashflow-methode: D.C.F.E. (Discounted Cash Flow to Equity) gebaseerd op de vrije cashflow van de onderneming, inclusief financiële kosten
- Operationele vrije cashflow-methode: D.C.F.F. (Discounted Cash Flow to the Firm) gebaseerd op de operationele cashflow van de onderneming, exclusief financiële kosten



2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (5)

Discounted cashflow-methodes (vervolg)

- A.P.V.: Adjusted Present Value
Verfijning van de D.C.F.F.-methode.
Gebaseerd op het afzonderlijk berekenen van alle waarderingcomponenten in plaats van het gecombineerd berekenen zoals bij de D.C.F.F.-methode.





2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (6)



Voorbeeld VRIJE KASSTROOM ?




| | |
|---------------------------------------|-------------|
| = Gecorrigeerde winst na belastingen | 66.000 € |
| + Niet kaskosten (vb. afschrijvingen) | + 124.000 € |
| - Investerings | -95.000 € |
| + Desinvesteringen | |
| - Toename werkkapitaal | |
| + Leningen | |
| - Afbetaling leningen | -25.000 € |
| ≅ Vrije kasstroom | +70.000 € |





2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (7)

Het genormaliseerd en representatief resultaat

- 
- Prognoses = moeilijk en delicaat
 - Teruggrijpen naar recent verleden
 - Tendens over de jongste 3 à 5 jaar
 - Representatief resultaat = groter gewicht aan jongste jaren
 - Genormaliseerd resultaat (GNW)
 - Extrapolatie naar de toekomst
- 
- 



2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (8)



Het representatief resultaat

Wegingscoëfficiënt toepassen om groter gewicht toe te kennen aan jongste jaren



$$\begin{array}{l} \text{GNW 2005} \times 1 \\ \text{GNW 2006} \times 2 \\ \text{GNW 2007} \times 3 \\ \hline \text{Totaal} \end{array}$$



$$\text{Totaal} / 6 = \text{gemiddelde GNW}$$



2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (9)



Het genormaliseerd resultaat

- Aanrekening van een normaal ondernemersloon voor de ingezette arbeid
- Normale huurvergoeding voor de gebruikte ruimten rekening houden met een inherente interestvergoeding voor het eigen vermogen en interestvergoeding voor de rekeningcouranten
- Eliminatie van toevallige of uitzonderlijke kosten en opbrengsten
- Aanpassing voor belastingeffect





2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (10)

De calculatierente



Hoe lager de calculatierente, hoe hoger de waarde van de onderneming

Voorbeeld: 1 mio € winst van het boekjaar



Gekapitaliseerd tegen 15 % = $\frac{1 \text{ mio €}}{0,15} = 6,7 \text{ mio €}$


Gekapitaliseerd tegen 5 % = $\frac{1 \text{ mio €}}{0,05} = 20,0 \text{ mio €}$







2. Methodes gebaseerd op de verwachte toekomstige resultaten (11)

De calculatierente (vervolg)



Hoe hoger het bedrijfsrisico is, hoe hoger het geëist rendement is en dus hoe hoger de calculatierente. Dit hoger risico leidt tot een lagere waarde. Men is namelijk minder bereid te betalen naarmate de kans op het realiseren van de voorspelde winsten kleiner is.





3. Marktgerichte benadering



- Vergelijken met gelijkaardig bedrijf waarvan de prijs gekend is of met beursgenoteerd bedrijf (benchmarking)
- Zie lijsten waardering goodwill op internet
- Eerder prijsbepalingsmethode dan waarderingmethode





3. Methodes gebaseerd op de vergelijking van kengetallen bij transacties



- Marktgeïnspireerde prijsmechanismen
- Collectief gevoel van mensen uit een sector
- Waardering aan 4 à 5 x de (vrije) cashflow
- Waardering aan 6 à 8 x de nettowinst
- Resultaat na belastingen



3. Methodes gebaseerd op de vergelijking van kengetallen bij transacties (2)

Vuistregels uit de praktijk

Zijn eigenlijk meer prijsbepalingsmethodes dan waardebepalingsmethodes

- Benzinstations: veelvoud van benzineomzet
- Verzekeringmakelaars: veelvoud van het makelaarsinkomen
- Uitgevers: veelvoud van winst
- Hotels: kamerprijs
- Vrije beroepen: veelvoud van bedrag honoraria





3. Methodes gebaseerd op de vergelijking van kengetallen bij transacties (3)



Voordelen

- Snelle berekening
- Algemeen gekend
- Eenvoudig te begrijpen
- Goede (start)basis bij onderhandelingen





3. Methodes gebaseerd op de vergelijking van kengetallen bij transacties (4)



Nadelen

- Gebaseerd op historische gegevens (geen link naar toekomstverwachtingen en optiemogelijkheden)
- Houdt geen rekening met belangrijke toekomstige kosten
- Meestal gebaseerd op één cijfergegeven
- Is manipuleerbaar





3. Methodes gebaseerd op de vergelijking van kengetallen bij transacties (5)



- Waardering kleinhandelszaken
 - Gecorrigeerd eigen vermogen + 2 à 3 x nettowinst
 - Gecorrigeerd eigen vermogen + % omzetcijfer
- Waardering vrije beroepers
 - Gecorrigeerd eigen vermogen + % honoraria
- www.mesotten.be/goodwill.htm





Combinatie van methoden



- Substantiële waarde: statische aanpak, geen oog voor rendement
- Rendementswaarde: dynamische aanpak, houdt geen rekening met de balansstructuur
- Combinatie van de meerdere methoden
- Range van waarden
- Toetsing aan marktprijzen (vuistregels)



Belangrijke aandachtspunten



- Rekening houden met alle fiscale implicaties van overdrachtscenario
- Verschillend naargelang:
 - aandelentransactie (share-deal)
 - activa-transactie (overdracht handelszaak) asset-deal
 - ontbinding huwelijksvermogen
 - vereffening van vennootschap
 - waardering voor inbreng in holding (interne meerwaardeproblematiek)
 - overdracht via schenking of vererving (eventueel vrijstellingsregeling)

Belangrijke aandachtspunten (2)



- Screening profiel van het over te nemen bedrijf
- Screening integriteit van de bedrijfsleiding
- Begeleiding en samenwerking na deal
- Vertrouwelijkheidsverklaring

Belangrijke aandachtspunten (3)



- Voorbereiding overdracht
 - Opkuisen balans
 - Heronderhandelen kredieten
 - Niet geboekte omzet
 - Vergunningen
 - Verantwoordings- en stavingsstukken
 - Audit

Belangrijke aandachtspunten (4)



- Intentieverklaring - contract
 - Aandelen vrij en onbelast
 - Garantie eigen vermogen
 - Naleving wettelijke voorschriften
 - Naleving vergunningen
 - Personeelsclausules

Belangrijk aandachtspunten (5)



- Closing
 - Verificatie bankgaranties
 - Betalen prijs
 - Overschrijving aandelenregister
 - Overhandiging aandelen
 - Aandeelhoudersvergadering
 - Publicatie nieuwe mandatarissen



10 aanbevelingen bij waarde- ring van ondernemingen



1. Een WvO is nooit routinewerk! Neem de tijd voor een SWOT-analyse. Detecteer de mogelijke risico's, en hou er rekening mee in de waardering. Wees voorzichtig met puur financiële berekeningen, zonder de achtergrond te kennen
2. Hou rekening met de alle fiscale aspecten van de mogelijke overdrachtscenario's
3. Hou rekening met alle investeringen die in de toekomst nodig zijn. Op oneindige duur in de toekomst zijn afschrijvingen en investeringen gelijk





10 aanbevelingen bij waardering van ondernemingen (2)



4. Hou rekening met mogelijke optimalisering van de vermogensstructuur.
5. Analyseer groeiverwachtingen in volume en prijs, en wees kritisch. Laat je niet misleiden door onrealistische vooruitzichten
6. Als de prognoses inflatie-gezuiverd zijn, moet dit ook het geval zijn voor de actualisatievoet.
7. De waardering mag niet eenzijdig zijn: best combinatie van vermogensgericht, rendementsgericht en marktgericht





10 aanbevelingen bij waardering van ondernemingen (3)



8. Weging tussen waarderingmethoden mag niet arbitrair zijn. Indien geen voorkeur, gelijke weging.
9. Bereken de sensitiviteit en andere moeilijk bepaalbare parameters. In welke zin wijzigt de waardeberekening bij wijziging van de parameter? Stel eventueel de waarde voor binnen een vork van waarden
10. Dek uzelf in wat betreft de volledigheid van de ontvangen informatie. Laat het ontwerpverslag door de opdrachtgever nalezen, en aftekenen “voor gelezen” of “voor akkoord”. Hou rekening met pertinente opmerkingen, maar wees zeer kritisch t.a.v. onrealistische hypothesen en te optimistische prognoses



DANK VOOR UW AANDACHT