

---

# BEDRIJFSWAARDERING

---

In dit whitepaper lees je wanneer een bedrijfswaardering nodig is, welke waarderingsmethodes er zijn en waaraan een goede waardering c.q. een goed waarderingsrapport moet voldoen.

Voordat er een juiste waarde vastgesteld kan worden wordt er een uitgebreid onderzoek gedaan. Dit onderzoek heeft betrekking op het bestuderen van de prestaties, structuur, organisatie en andere belangrijke aspecten van het bedrijf, inschattingen van de toekomst en het onderzoeken van externe factoren die invloed hebben op het functioneren van het bedrijf zoals bijvoorbeeld regelgeving en concurrentie. Er kunnen nog andere zaken een rol spelen. Voor de bedrijfswaardeerder is het van belang om naast de vaktechniek die nodig is een volledig beeld te krijgen van het bedrijf. Een helicopterview dus.

Een waardebepaling kan in de volgende situaties evident zijn:

- Verkoop bedrijf;
- Aankoop bedrijf;
- Management buy in/buy out;
- Reorganisatie c.q. herstructurering;
- Fusie en/of splitsing;
- Bedrijfsschade door bijvoorbeeld brand;
- Echtscheiding;
- Nalatenschapsplanning;
- Zakelijke conflicten;
- Faillissement;
- Fiscale kwesties.

## Het vaststellen van de waarde van een bedrijf begint met goed onderzoek.

Het is hiervoor al genoemd. Zonder goed onderzoek geen goede bedrijfswaardering. Wij beginnen altijd met het bestuderen van de relevante bedrijfsgegevens en het formuleren van vragen waarop we een antwoord willen hebben. Daarvoor interviewen we de directie c.q. ondernemer en we raadplegen andere bronnen zoals bijvoorbeeld beschikbare benchmark gegevens. Pas als we alle antwoorden en benodigde gegevens hebben kunnen we beginnen met de waardering en het opstellen van het waarderingsrapport. Een dergelijke uitgebreide aanpak is van eminent belang voor een goede waardering.

Je bent vast niet verrast als we je vertellen dat een waarderingsrapport dat op een zorgvuldige wijze is samengesteld kostbaar is. Het kan evenwel veel duurder worden als het onzorgvuldig wordt opgesteld.

## Waarde en prijs

De waarde en de prijs zijn niet per definitie gelijk aan elkaar. De waarde is subjectief en is afhankelijk van de positie die iemand heeft.

Zo zal iemand die op een mooie zomerdag op een terras zit graag 2 of 3 euro willen betalen voor een lekker koud drankje. Iemand die al de hele dag door een bloedhete woestijn dwaalt heeft daar waarschijnlijk veel meer voor over, misschien wel zijn hele bezit.

De ondernemer die zijn schapjes op het droge heeft neemt met een lage prijs genoeg als die zijn bedrijf aan de volgende generatie wil overdragen. De fiscus echter is beducht op een verborgen schenking bij een te lage prijs, en stelt zelf een waardering vast die volgens hen dichter bij de werkelijkheid komt. Het is dus erg belangrijk om een goede waardering te hebben waar de fiscus geen gaten in kan schieten.

Diezelfde ondernemer die zijn bedrijf aan een willekeurige derde wil verkopen vind de waarde van zijn bedrijf ineens veel hoger, terwijl een koper die het bedrijf "stand alone" wil voortzetten waarschijnlijk minder wil betalen dan een ondernemer die het bedrijf wil voegen bij een ander bedrijf omdat die er een synergetisch effect mee denkt te kunnen bereiken.

Het mag duidelijk zijn dat de waarde van een bedrijf subjectief is, en afhankelijk van inschattingen en aannames voor de toekomst. Toch stellen wij een exacte waarde vast, en geven daarbij een gevoeligheidsanalyse met afwijkingen op die waarde bij afwijkende inschattingen en aannames.

Zowel rechtspersonen als personenvennootschappen kunnen gewaardeerd worden, waarbij de waarde van het bedrijf onafhankelijk is van de gekozen rechtsvorm. Wel is de prijs bij een personenvennootschap of een activadeal bij een rechtspersoon hoger als de prijs van de aandelen van een rechtspersoon, bij dezelfde waarde dus. Dat komt omdat je op aandelen fiscaal niet kan afschrijven en op activa wel.

## Waarderingsmethodes

Waar het in de vorige eeuw nog gebruikelijk was om een bedrijf te waarderen op basis van historische cijfers en dan ook nog op basis van boekhoudkundige principes is inmiddels het besef gekomen dat je naar de toekomst moet kijken. Het verleden kan natuurlijk wel een basis zijn om een begroting voor de toekomst te maken.

Om toch compleet te zijn over de verschillende methodes die in gebruik zijn c.q. waren volgt hieronder een overzicht, waarbij eerst de Discounted Cash Flow methode wordt uitgelegd. Iedereen die zich professioneel bezig houdt met het waarderen van bedrijven gebruikt deze methode, zelfs de belastingdienst. Dat laatste is wel zo handig als er bijvoorbeeld sprake is van een bedrijfsopvolging binnen de familie of verkoop aan een werknemer, dan is er in ieder geval geen discussie over de waarderingsmethodiek.

### Discounted Cash Flow methode (DCFm)

Het equivalent van de waarde van een bedrijf is wat je in de toekomst aan liquiditeiten aan het bedrijf kan onttrekken en wat die liquiditeiten nu waard zijn. Waar het dus feitelijk om gaat is welke kasstromen er de komende jaren zullen zijn, niet de winst. Deze toekomstige kasstromen worden terug gerekend (contant gemaakt) naar het waarderingsmoment met behulp van een disconteringspercentage. De kasstromen voor de toekomst worden zo reëel mogelijk begroot op basis van al bekende gegevens en de

vooruitzichten die er zijn, terwijl voor het vaststellen van een disconteringspercentage onder andere een SWOT analyse en het vijf krachten model van Porter wordt gebruikt. Op basis hiervan, met nog een correctie voor niet operationele balansposten, wordt de waarde van het bedrijf berekend. Dit is in de basis de theorie achter de Discounted Cash Flow Methode.

Belangrijk is wat een ondernemer jaarlijks aan liquiditeiten uit het bedrijf kan onttrekken zonder dat de bedrijfsvoering en de toekomstplannen in gevaar komen. Winst is daarbij ondergeschikt aan kasstromen. Immers: Cash is a fact, profit an opinion.

### Rentabiliteitsmethode

De rentabiliteitsmethode lijkt op de DCFm maar wordt berekend op basis van de winst in plaats van op kasstromen. Dat is geen goede manier omdat winst een boekhoudkundig begrip is en daardoor manipuleerbaar, bijvoorbeeld door een afwijkende afschrijvingstermijn of een normaal salaris voor de directeur, maar het kan van alles zijn. Bovendien wordt op deze manier geen rekening gehouden met het aanwezige eigen vermogen.

### Verbeterde rentabiliteitsmethode

Bij de verbeterde rentabiliteitsmethode wordt ook berekend wat een normaal eigen vermogen zou moeten zijn. Het verschil wordt dan afgetrokken of bijgeteld bij de rentabiliteitsberekening. Je zou dan ook weer correcties moeten toepassen voor investeringen, mutaties werkkapitaal en andere balansposities. Bovenstaande nadelen blijven bestaan.

### Asset based

Bij de asset based methode wordt gekeken naar de intrinsieke- of liquidatie- waarde. Met andere woorden, wat is de waarde van de activa verminderd met de schulden van het bedrijf. Deze methode is niet bruikbaar voor een lopend bedrijf omdat er geen rekening wordt gehouden met de operationele activiteiten. Met andere woorden, wat er verdient kan worden met deze activa. Bij bedrijfsbeëindiging of faillissement kan dit wel een bruikbare methode zijn.

### Multiples

De multiple methode is heel eenvoudig waarbij er op basis van ervaring gesteld wordt dat de waarde bijvoorbeeld gelijk is aan 1 keer de omzet, of 5 keer de winst, of de intrinsieke waarde + 3 keer de netto winst, of 5 keer de EBITDA of een mix van dit alles. Dit is bij voorbaat een veel te grove methode, omdat de inspanning die bij een bepaalde omzet of winst nodig is per bedrijf verschilt. Bovendien heeft ieder bedrijf een ander risico profiel, en zeker in het MKB zijn bedrijven erg lastig te vergelijken. Deze methode is te grof en houdt bovendien geen rekening met de toekomst.

### Mobach methode

De Mobach methode werd in het verleden veel gebruikt en bestaat uit een berekening van de intrinsieke waarde en een aparte berekening van de goodwill. Ook deze methode is erg grof en houdt bovendien geen rekening met de toekomst.

## Het waarderingsrapport

Een goed waarderingsrapport op basis van de discounted cashflow methode bevat meestal, bij ons in ieder geval, maar niet uitputtend, de volgende onderdelen:

- Samenvatting;
- De opdracht;
- De gebruikte informatie;
- Structuur van het te waarden object;
- Inleiding van de waardering;
- Interne analyse;
- Externe analyse;
- Prognose;
- Overige uitgangspunten en veronderstellingen;
- Zelfstandige vruchtendragers;
- De waardering methode;
- De analyse van het risico profiel en de rendementseis;
- Overzicht van de activa;
- Overzicht van het werkkapitaal;
- VW rekening: historie, scenario en rest periode;
- Balans: historie en scenario periode;
- Bedrijfseconomische grootheden;
- De berekening van de waarde;
- Het verloop van een mogelijke financiering met terugverdiendtijd van de overnamesom;
- Bancaire ratio's;
- Waarde na afkappen van de restwaarde;
- De gevoeligheidsanalyse met conclusie.

Van een aantal van de hierboven genoemde onderdelen volgt hierna een nadere uitleg. Waarvoor geen uitleg wordt gegeven gaan we ervan uit dat dit niet nodig is. In een waarderingsrapport zoals wij die opstellen staat altijd voldoende uitleg over de gegeven informatie.

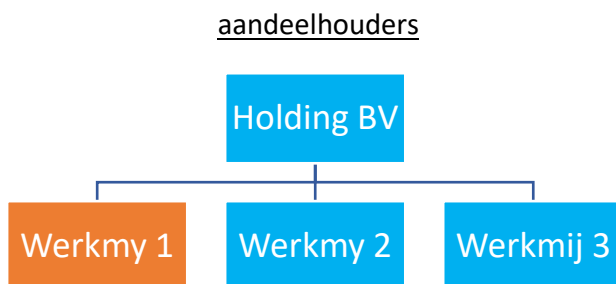
### De opdracht:

In de opdracht staat de identiteit van de opdrachtgever, het te waarden object, de reden van de waardering en de datum waarop de waardering bepaald wordt.

### Structuur van het te waarden object

Veel bedrijven bestaan uit meerdere juridische entiteiten met bijvoorbeeld een holding, een tussen holding en meerdere werkmaatschappijen. Om duidelijkheid te geven waarvan precies de waarde moet worden vastgesteld wordt dit weergegeven in een schema. Zie figuur 1.

Hier wordt aangegeven dat het te waarden object werkmy 1 is in het oranje vlak. Er wordt aangegeven wie de aandeelhouders zijn, en er worden relevante fiscale aspecten genoemd.



Figuur 1.

## Inleiding van de waardering

Geen enkel MKB bedrijf is gelijk en daarom is iedere waardering weer anders. Bij de inleiding geven wij uitleg over de gebruikte informatie en de aannames die er gemaakt zijn voor de waardering. Aannames zijn natuurlijk subjectief, maar noodzakelijk omdat we ook naar de toekomst moeten kijken.

## Interne analyse

In de interne analyse staat een omschrijving van de activiteiten en de organisatie van het te waarden object. Daarnaast kunnen daar nog bijzonderheden worden vermeld die relevant zijn voor de gebruiker van het waarderingsrapport. Van groot belang is of de gemaakt kosten voor een bedrijf normaal zijn. Stel, een eigenaar van een bedrijf bezit in privé een bedrijfspand, en verhuurt dat boven of onder de marktprijs aan zijn eigen bedrijf, dan is dat onzakelijk en zal er voor een juiste waardering een normalisatie moeten plaats vinden. M.a.w. voor een juiste bedrijfsexploitatie dient er een zakelijke huurwaarde voor een passend bedrijfspand in de begroting opgenomen te worden. Zo zijn er een aantal kostensoorten die altijd beoordeeld moeten worden op de zakelijkheid.

## Externe analyse

In de externe analyse staat uitleg over de branche waarin het bedrijf actief is, en welke rol c.q. positie het bedrijf daarin heeft. De doelgroep, concurrentie en andere partijen die invloed kunnen hebben op het succes van het bedrijf kunnen c.q. moeten benoemd worden.

## Prognose

Er wordt een schatting gemaakt van de toekomstige cash flow. Daarvoor wordt als uitgangspunt wel gekeken naar het verleden, maar het verleden heeft geen invloed op de berekening van de waarde die gebaseerd is op de verwachte toekomstige cash flow. De prognoseperiode is net zo lang als we met enige realiteit kunnen inschatten, en bedraagt meestal 4 tot 6 jaar. 6 jaar heeft wel de voorkeur omdat er dan een ideaalcomplex voor de investeringen en afschrijvingen behaald kan worden, en tevens de termijn voor voorzieningen voorbij is. (een langere periode zou wel wenselijk zijn voor bijvoorbeeld de scheep- en de luchtvaart, in ieder geval voor die sectoren die op langere termijn prognosticeren) Nadat de scenarioperiode voorbij is, krijgen we nog de restperiode. Deze periode is in beginsel oneindig, maar kan ook worden afgekapt op een periode waarvan vermoed wordt dat een bedrijf bestaansrecht heeft.

## Overige uitgangspunten en veronderstellingen

Als je in de toekomst kijkt, dan moet je inschatten welke factoren mogelijk van invloed kunnen zijn op de waardering. Zo gaan we in gesprek met de directie om uitgangspunten in beeld te krijgen. Bijvoorbeeld, is er sprake van investeringsachterstanden of zijn er (fiscale of juridische) problemen of conflicten.

Een voorbeeld van een veronderstelling is bijvoorbeeld de inflatie, die meestal op 2% wordt gesteld, ook al is die op enig waarderingsmoment anders, het gaat immers over de langere termijn. Een ander voorbeeld is een veronderstelde gestage omzetgroei.

## Zelfstandige vruchtendragers

Bij veel bedrijven staan er zogenoemde zelfstandige vruchtendragers op de balans. Dat zijn activa die niet nodig zijn voor de exploitatie van het bedrijf. Denk bijvoorbeeld aan overtollige liquiditeiten, al dan niet in beleggingen of een bedrijfspand dat ook alternatief gebruikt kan worden. Omdat deze activa geen invloed hebben op de exploitatie hebben ze ook niets te maken met de waarde van de exploitatie. Deze zaken moeten daarom apart gewaardeerd of misschien getaxeerd worden, en worden bijgeteld bij de zuivere bedrijfswaardering. Indien het een bedrijfspand betreft moet er in de begroting een zakelijke huur opgenomen worden.

## De analyse van het risico profiel en de rendementseis

Een DCFm waardering bevat drie belangrijke pijlers: tijd, geld en risico. Naarmate dat het risico groter wordt, zal je een snellere terugverdienperiode verlangen. Dat risico gaan we inschatten op basis van een SWOT analyse en het vijf krachten model van Porter. Het komt er op neer dat we bijvoorbeeld willen weten of en in welke mate het bedrijf afhankelijk is van de directie c.q. de eigenaar. Met het oog op een mogelijke verkoop van de ondernemer doet deze er goed aan om zichzelf tijdig buiten spel te zetten, althans voor zover het operationele activiteiten betreft. Maar ook de afhankelijkheid van leveranciers en klanten zijn belangrijke aspecten. Stel, gechargeerd, je hebt maar één klant, dan neemt een koper mogelijk een groot risico. Andere aspecten die van belang zijn, zijn onder andere de mate van concurrentie, nieuwe toetreders op de markt, substitutie, wet- en regelgeving, etc. De resultaten van deze analyse komen uiteindelijk tot uitdrukking in de rendementseis.

## De berekening van de waarde

De berekening van de waarde moet duidelijk uitgelegd en onderbouwd worden. In ieder geval moeten alle gegevens die van belang zijn voor de uiteindelijke uitkomst van de waardering in het rapport staan. Zodoende is een derde controle eenvoudig te doen.

## Het verloop van een mogelijke financiering

Dit is ook een hele belangrijke. In onze rapporten staat altijd een idee over een mogelijke financiering. Dit idee bestaat uit meerdere componenten zoals bijvoorbeeld een achtergestelde lening van de verkoper, een langlopende lening bij de bank en nog een bij familie, en daarnaast nog een lease overeenkomst voor een machine. Het kan vele vormen hebben. De doelstelling hiervan is om inzicht te krijgen in de financierbaarheid, en in de terugverdientijd, die misschien wel het belangrijkste is. Als er al concrete financieringsplannen zijn, dan verwerken we die in het rapport.

## Waarde na afkappen van de restwaarde

Zoals hiervoor al genoemd is de periode van de restwaarde oneindig. Dat betekent feitelijk dat de verdiensten van over zeg 100 jaar ook nog invloed hebben op de huidige waarde. Dat is natuurlijk niet reëel, maar omdat de cash flow van over 100 jaar ook al 100 keer contant gemaakt is, blijft van een cash flow die zo ver in de toekomst ligt maar heel weinig over, en heeft dan nog nauwelijks invloed op de waarde berekening. Ook kan het zijn dat verondersteld wordt dat een bedrijf nog maar gedurende

bijvoorbeeld 10 of 20 jaar een gezonde cash flow kan genereren. In dat geval kan de restperiode afgekapt worden op die termijn, waardoor dan een minderwaarde volgt. Denk aan een garage die gespecialiseerd is in het onderhoud van auto's met een dieselmotor. Dieselmotoren raken uit de gratie, er zijn al autofabrikanten die geen nieuwe modellen ontwikkelen met een dieselmotor. Het ligt dan voor de hand om hier rekening mee te houden bij de waardering van een dergelijk bedrijf.

		Waarde voor Afk.	Minderwaarde	Waarde na afkap
Afkappen na jaar	6	€ 2.217.378	€ 1.194.138	€ 1.023.240
Afkappen na jaar	12	€ 2.217.378	€ 502.169	€ 1.715.209
Afkappen na jaar	24	€ 2.217.378	€ 88.806	€ 2.128.572

## De gevoeligheidsanalyse

Zoals eerder genoemd worden er aannames gemaakt over aspecten die in de toekomst liggen en die invloed hebben op de waardering. Het kan nuttig zijn om ook de uitkomsten te tonen die het zouden zijn met een iets andere aanname van bijvoorbeeld de omzetgroei of het disconteringspercentage. Zie onderstaande tabel, waarbij de vetgedrukte waarde in het midden de berekende waarde is, terwijl in de cellen eromheen waardes staan die het zouden kunnen zijn bij andere inschattingen van de componenten van de disconteringsvoet (KEU) en de inflatie inclusief groei in de restperiode.

Aandelenwaarde		Inflatie inclusief groei in de restperiode					
			1%		2%		3%
Keu	16,35%	€	2.502.541	€	2.619.843	€	2.755.865
Keu	18,35%	€	2.135.034	€	<b>2.217.378</b>	€	2.311.055
Keu	20,35%	€	1.848.354	€	1.908.095	€	1.975.064

## Conclusie

Het waarderen van een bedrijf is niet een kwestie van bijvoorbeeld het lezen van de laatste balans en daar wat berekeningen op los laten, of het innemen van de stelling dat de waarde van een bedrijf gelijk is aan drie keer de winst of 1 keer de omzet of wat dan ook voor vuistregels.

Een goede waardering van een bedrijf is gebaseerd op een gedegen onderzoek van alle relevante feiten en omstandigheden, daarna het verwerken van die gegevens tot rekenkundige gegevens, en pas dan daarmee gaan rekenen.

Eindhoven, januari 2021.

*Marc Couteaux*

Marc Couteaux FA RAB fj-bv  
Register Adviseur Bedrijfsopvolging  
Fiscaal Juridisch & Business Valuation

## En nu?

Nu je dit whitepaper hebt gelezen weet je meer over de werkwijze bij het waarderen van bedrijven. Wil je weten wat jouw bedrijf waard is, vul dan op [www.cobuva.nl](http://www.cobuva.nl) het contact formulier in, of bel me gewoon op 06 51 299 647. (NB. De disclaimer die op mijn website staat is van toepassing op dit whitepaper)