

Rudy Aernoudt

# Financieel management toegepast *Derde editie*

*Hoe financier ik mijn onderneming?*



 intersentia


## INHOUD

Dit boek is uniek omdat de auteur resoluut heeft gekozen voor een praktisch boek waarbij de theorie telkens wordt geïllustreerd door concrete cases en oefeningen. Vandaar de titel: *Financieel management toegepast*. Dit maakt het boek uiterst geschikt zowel voor financiële managers als voor universiteits- en hogeschoolstudenten.

Na een beschrijving van het financiële landschap, bespreekt de auteur de basisconcepten van het financieel management. Vervolgens worden de optimale financiering en de waardebeoordeling van de onderneming besproken. Alle vormen van schuldfinanciering komen nadien aan bod. Daarbij wordt de nadruk gelegd op de vijf belangrijkste financieringsbronnen: winstinhouding, leverancierskredieten, kaskredieten, voorschotten en investeringskredieten. Mezzaninefinanciering, business angels, risicokapitaal, crowdfunding en beursintroductie worden eveneens uitgebreid onder de loep genomen. Met de bespreking van de Bazel-akkoorden ten slotte, wil de auteur bedrijfsleiders munitie aanreiken indien financiers stellen dat iets niet kan 'omwille van Bazel'.

Het glossarium op het einde van het boek definieert de belangrijkste financiële begrippen. De ijverige student en de leergierige financieel manager vinden er bovendien ook de oplossingen van de oefeningen.

## HOOFDSTUKKEN

Inhoud (p. 0)	<a href="#">DIRECT LEZEN</a>	
Hoofdstuk 1. Financieringslandschap (p. 1)		
Hoofdstuk 2. Financieel management (p. 21)		
Hoofdstuk 3. Waardering (p. 107)		
Hoofdstuk 4. Kredietfinanciering (p. 135)		
Hoofdstuk 5. Mezzanine (p. 195)		
Hoofdstuk 6. Formeel risicokapitaal (p. 203)		
Hoofdstuk 7. Business angels (p. 247)		
Hoofdstuk 8. Lovemoney en crowdfunding (p. 299)		
Hoofdstuk 9. De uitgifte van aandelen (p. 321)		
Hoofdstuk 10. De Bazel-akkoorden (p. 333)		
Algemeen besluit (p. 401)		

## HOOFDSTUK 3

### WAARDERING

---

*“De waarde van een aandeel is de huidige waarde van alle verwachte toekomstige dividenden.”<sup>61</sup>*

#### 3.1. Belang van waardering van de onderneming

De waardering van de onderneming is belangrijk, aangezien de financiële functie gericht is op het vergroten van de waarde van het bedrijf. Het is dan ook interessant om een idee te kunnen vormen van die waarde. Maar ook buiten deze context kan het belangrijk zijn de waarde van de onderneming te kunnen bepalen, bijvoorbeeld om als belegger te kunnen beslissen over de aankoop van aandelen en dus te weten of de geïnvesteerde som voldoende dividenden zal genereren en/of kapitaalwinst bij verkoop om de investering als interessant te kunnen beschouwen. Ook bij verkoop, vereffening of nalatenschap is de waardering van de onderneming uiterst belangrijk.

Met betrekking tot financiering heeft de waardering vooral belang voor de *equity*-financiering. *Equity*-financiering betekent dat een derde partij financiert en als tegenprestatie voor het gefinancierde bedrag een deelname in het eigen vermogen (*equity*) van de onderneming ontvangt. Het aantal aandelen, of het percentage van de aandelen, dat daarbij aan deze externe financier toekomt, is afhankelijk van de geschatte waarde van de onderneming.

Indien aan het belang van het schatten van de juiste waarde van de onderneming weinig wordt getwijfeld, is het bepalen ervan niet zo eenvoudig als op het eerste gezicht moge blijken. De waarde van een onderneming heeft hoofdzakelijk te maken met de verwachtingen ten aanzien van de inkomsten die deze onderneming zal genereren. Vooral voor starters, die noch over bewezen inkomsten, noch over veel activa beschikken, is de waarde bijna uitsluitend afhankelijk van de vooruitzichten voor de toekomst.

De vooruitzichten, die de waarde bepalen, worden gedetermineerd door het groeipatroon van de bedrijven. Aangezien traditionele bedrijven een ander groeipatroon ontwikkelen dan bedrijven uit de nieuwe economie, zal ook de waardebepaling anders geschieden. De

---

61. J.B. WILLIAMS, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1938; 1997 reprint, Fraser Publishing.

gegevens die voor de berekening in aanmerking komen, moeten worden afgewogen in het licht van de activiteit en de bedrijfstak, de kenmerken van de betrokken onderneming, het renteverloop, de economische context, het imago van de onderneming en noem maar op.

Waardebepaling is geen exacte wetenschap wat de diverse, zelfs mathematische modellen ook mogen suggereren. De enige waarde is de waarde die wordt overeengekomen. Of zoals we zouden kunnen stellen in een bekende boutade: de waarde van een bedrijf is wat een gek bereid is ervoor te betalen.<sup>62</sup>

We zullen bijgevolg diverse methodes moeten gebruiken om de waarde te schatten. Voor de waardering van een onderneming bestaat er geen standaardmethode en beschikbare technieken zijn legio. Theoretische modellen zijn meestal gebaseerd op rendementsberekeningen waarbij de waarde van de aandelen gelijk is aan de geactualiseerde waarde van de geschatte inkomstenstroom.

Bovendien zal blijken dat methodes die in de traditionele economie toepasbaar zijn, misschien minder geschikt zijn voor bedrijven van de zogenaamd nieuwe economie, aangezien deze laatste worden gekenmerkt door een totaal ander groeipatroon en ook de actiefbestanddelen van dergelijke bedrijven weinig onroerende vaste activa bevatten. We bespreken eerst de traditionele benadering om vervolgens de waardeberekening te illustreren die gebruikt kan worden in de nieuwe economie.

## 3.2. De traditionele benadering

De waarde van de onderneming wordt berekend op basis van statische elementen, die betrekking hebben op het verleden en op basis van dynamische elementen, die verwijzen naar de toekomst. Wij moeten ons daarbij een idee vormen van het groeipatroon van een bedrijf en vooral de verwachtingen aangaande de toekomstige inkomsten.

### 3.2.1. Organisch groeipatroon

De groei van een traditioneel bedrijf wordt vaak vergeleken met een organische groei en wordt gezien als een lineair proces. Verwijzend naar de levenscyclus van een product, worden naar analogie vijf fasen erkend in de groei van een onderneming.<sup>63</sup>

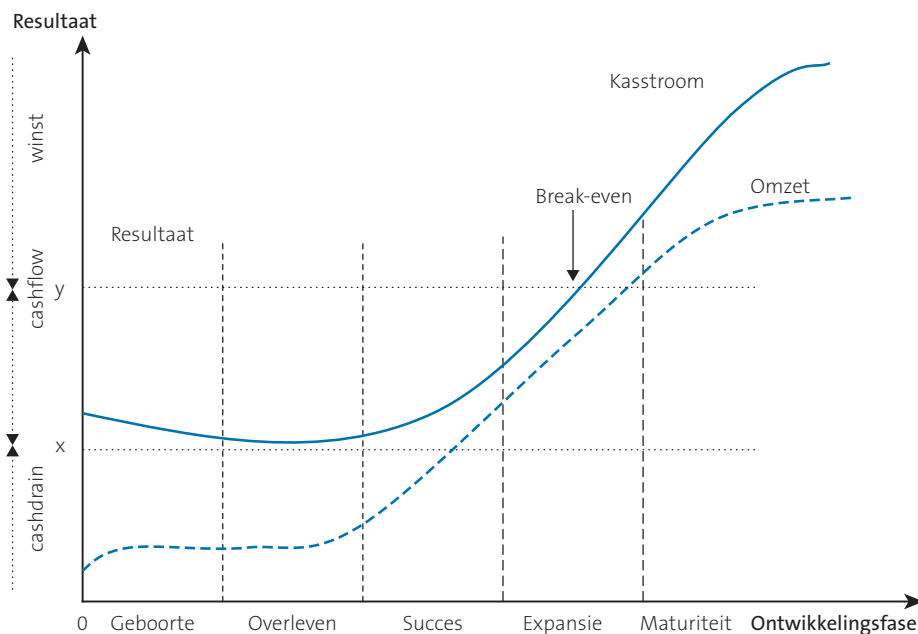
62. E. VAN DER SANDE en E. DE BOECK, "Nieuwe methoden van waardebepaling" in H. CRIJNS, *De durf om te ondernemen*, Tielt, Lannoo, 2000.

63. Zie bv. H. CRIJNS en H. OOGHE, *Groeimanagement, Hoe kleinere ondernemingen groter worden*, Tielt, Lannoo, 1997.

- *De geboorte*: de starter vertrekt vanuit de ontwikkeling van een idee. Creativiteit is hier de basishouding en menigeen meent erover te beschikken en waagt zijn kans.
- *Overleven*: na de oprichting komt de beslissende periode voor de verdere ontwikkeling van het bedrijf. Het bedrijf maakt gewoonlijk ook tijdelijk verlies, maar slaagt er meestal in om een negatieve kasstroom (*cash drain*) te vermijden.
- *Succes*: of de *take-off* plaatsvindt of niet, hangt af van de openheid van de markt ten aanzien van het idee of het product en van de manier waarop het management zijn oorspronkelijke creativiteit weet om te zetten naar leiderschap.
- *Expansie*: eens deze cruciale fase doorworsteld, komt de groeifase. Leiderschap maakt plaats voor delegatie. Het bedrijf gaat expanderen door het realiseren van directe investeringen in het buitenland, of door overnames of nog, door het opzetten van joint ventures.
- *Maturiteit*: de laatste fase van het organische proces duikt op aan de horizon en misschien zal de overdracht naar de volgende generatie gepaard gaan met een beursnotering.

Bij het klassieke groeipatroon kunnen we dan ook gewagen van een organische groei. We kunnen deze groei als volgt voorstellen:

Figuur 7. Organische groei



We zetten de evolutie van het bedrijf op de  $x$ -as, de rendabiliteit op de  $y$ -as. Met een winst vanaf punt  $y$ , een positieve kasstroom vanaf punt  $x$ , en een negatieve kasstroom, genaamd *cashdrain*, van punt 0 tot punt  $x$ .

Wat is nu het belang van dit groeipatroon voor de waardering? De organische groei wordt vertaald in klassieke waarderingsmethoden. De break-even wordt berekend en de verdisconteerde kasstroom, eventueel gecorrigeerd door de nettovermogensbenadering, is de basis voor de bedrijfswaardering.

Het bedrijf wordt daarbij beschouwd als een bron van verzekerde inkomsten en de actuele waarde van deze inkomstenstroom wordt geschat via het verdisconteren van de kasstroom.

$$W = \frac{ks_1}{1+i} + \frac{ks_2}{(1+i)^2} + \frac{ks_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{ks^n}{(1+i)^n} = \frac{\sum ks}{i}$$

met  $W$  = geschatte waarde  
 $ks$  = kasstroom  
 $i$  = discontovoet

Een alternatieve methode is het bedrijf te waarderen op basis van de zogenaamde *multiplier*-methode. Op basis van vroegere ervaring wordt een *multiplier* vastgesteld of wordt gezocht naar gelijkaardige cases (*comparables*). De gevonden factor, die meestal varieert van 4 (voor klassieke bedrijven) tot 10 (voor sterke groeibedrijven), wordt vermenigvuldigd met de jaarlijkse inkomsten (meestal wordt daarvoor de EBIT, *Earning Before Interest and Taxes*, gebruikt). Bekijken we even enkele methodes in detail op basis van een case.

3.2.2. Case 4: Waardebepaling: *BV Spilliaert en zoon*

De BVBA Spilliaert en zoon is een familiebedrijfje van de tweede generatie. De vroegere eenmanszaak werd enige tijd terug, op advies van de boekhouder, omgevormd naar een BVBA. Het bedrijf doet dienstverlening met betrekking tot ICT-ondersteuning bij andere bedrijven. Het is dus een B2B- (*business to business*-)bedrijf. Naast de bedrijfsleider zijn er vijf informaticaspecialisten en twee administratieve bedienden werkzaam in het bedrijf.

De zoon, lid van diverse plaatselijke verenigingen van notabelen, en hoofdsponsor van de lokale voetbalploeg, is zeer commercieel aangelegd. Het bedrijf liet toe aan de bedrijfsleider, net zoals destijds aan zijn vader, om ruim te leven. De belastbare winst is altijd zeer beperkt geweest. Maar ook de omzet en winst zijn al jaren vrij stabiel. Het is een typische '*lifestyle company*'.

De zoon bereikt echter op zijn beurt de pensioenleeftijd. Zijn laatste droom gaat echter niet in vervulling: dochterlief (derde generatie) denkt immers aan een academische carrière. Ze is hoegenaamd niet geïnteresseerd om ICT-bijstand te verlenen aan andere bedrijven, laat staan haar netwerk te verzorgen via serviceclubs en andere mondaine activiteiten. Er zit dan ook niets anders op dan een derde overnemer te vinden.

De balans ziet er, sterk vereenvoudigd, als volgt uit (bedragen in € 1.000):

Case 4: *BV Spilliaert en zoon**Balans*

Activa		Passiva	
Vaste activa		Eigen vermogen	
Oprichtingskosten	45	Kapitaal	200
Gebouwen	100	Reserves	300
Financiële	55	Voorzieningen	100
Vlottende activa		Vreemd vermogen	
Vorraden	300	Op meer dan 1 jaar	190
Handelsvorderingen	390	Op KT	100
Overige activa	<u>10</u>	Overige passiva	<u>10</u>
Totaal	<u>900</u>	Totaal	<u>900</u>

### 3.2.3. Waardebepaling

In de praktijk zal men zich meestal beroepen op twee berekeningswijzen: de methode van het gecorrigeerde nettovermogen, die de zaak op een statische manier bekijkt, en de methode van de rendementswaarde, die de zaak dynamisch bekijkt. Beide methodes worden hierna geïllustreerd.

#### 3.2.3.1. Het gecorrigeerd nettovermogen

Het basisprincipe van deze methode is zeer eenvoudig: het bedrag van de activa min de schulden van de onderneming geeft haar waarde. Terwijl het vrij eenvoudig is om de schulden in te schatten, lijkt de raming van de activabestanddelen een delicate zaak. Welke waarde dienen wij aan een gebouw toe te kennen? We hebben de keuze tussen de waarde bij gedwongen verkoop, de marktwaarde, de nettoboekwaarde, de heropbouwwaarde, de verzekeringswaarde, of nog, de bedrijfswaarde voor de onderneming. De keuze zal vanzelfsprekend tot verschillende resultaten leiden en zodoende mee het eindresultaat bepalen.

In de praktijk worden bij de waardering twee waarden in aanmerking genomen: de waarde van de zaak in de veronderstelling dat ze haar activiteit voortzet (de *going concern*-hypothese) en de liquidatiewaarde (de vereffeningshypothese). De keuze tussen beide zal hoofdzakelijk bepaald worden door het doel van de waardebepaling. Bij verkoop of overdracht zal de *going concern*-hypothese naar voren worden geschoven. Bij stopzetting van de activiteit geldt de vereffeningbenadering. Een bedrijf dat een concurrent probeert op te kopen om hem uit te schakelen bijvoorbeeld, zal vanzelfsprekend, hoe graag hij dat ook zou willen, niet om de *going concern*-hypothese heen kunnen. Bij successie zal dan weer, indien relevant of mogelijk, een vereffening worden geargumenteed, wat de waarde van de zaak gevoelig verlaagt.

Maar ook alle andere activa moeten worden gewaardeerd in functie van deze principes. Fictieve activa zoals de oprichtingskosten, de onverkoopbare goederen in de voorraad, de dubieuze handelsvorderingen, de overgedragen verliezen zullen uit de berekening moeten worden geweerd. De aankoper kan het probleem van asymmetrie van informatie proberen te beheersen door een grondige analyse van de rotatiesnelheden. De aanwezigheid van onverkoopbare goederen in voorraad bijvoorbeeld riskeert te leiden tot een lagere gemiddelde voorraadrotatie dan in de sector gebruikelijk is. Op die manier worden zogenaamde winkeldochters opgespoord en kan een correctie op de post voorraden worden aangebracht.

Maar ook de passivaposten moeten worden doorgelicht om zich ervan te vergewissen dat er voldoende en realistische voorzieningen werden aangelegd, bijvoorbeeld voor grote



herstellingen, of hangende betwistingen of voor het sociaal passief. Vooral wanneer een overname gepaard gaat met afdankingen, kan een onvoldoende provisie voor sociaal passief een dure aderlating betekenen voor de overnemer.

Ten slotte spelen ook de fiscale gevolgen van deze correcties een rol die niet over het hoofd mag worden gezien. Deze diverse elementen tonen ook het belang aan van een doorlichting of audit bij het bedrijf als opschortende voorwaarde bij een eventuele overname. De diverse correcties zijn inderdaad niet altijd gemakkelijk te determineren en vaak laat de toelichting van de jaarrekening ons in de steek.

Het gecorrigeerd nettovermogen (GNV) zouden wij dan als volgt kunnen samenvatten:

$$\text{GNV} = \text{Activa} - \text{Opvraagbaar} \pm \text{Belastingweerslag}$$

met Activa gewaardeerd tegen de liquidatiewaarde of vanuit het oogpunt van *going concern*  
Opvraagbaar inclusief realistische voorzieningen  
Belastingweerslag van de correcties

Het probleem met deze methode is dat correcties moeten worden bepaald en dat het niet steeds evident is waar men de nodige informatie daartoe kan verkrijgen. We illustreren de methode even aan de hand van onze gevalstudie. Op basis van de balansgegevens van BV Spilliaert en zoon gaan wij het gecorrigeerd nettovermogen (GNV) berekenen.

De heer Spilliaert maakt zich sterk dat hij hoe dan ook een overnemer zal vinden, wat de huidige kandidaat-overnemer betwist. Het GNV wordt volgens de heer Spilliaert dan ook bepaald vanuit het *going concern*-principe. De aanslagvoet voor de belastingen is 31%. De aangebrachte correcties zijn de volgende (in € 1.000):

1) Kapitaal en reserves	500
2) Oprichtingskosten	
Behoudens de mogelijkheid tot afschrijving hebben ze geen enkele reële waarde (notariskosten, registratierechten...)	
Bij de correctie wordt rekening gehouden met de belastingbesparing voortvloeiend uit de afschrijving.	- 31
3) Gebouwen	
We hebben te maken met een gebouw waarvan de waarde in <i>going concern</i> geraamd wordt door de beëdigd schatter op 500. Een meerwaardebelasting van 22,5% wordt in rekening gebracht.	+ 310
4) Financiële vaste activa	
Deze post is nog slechts 20 waard.	- 24
Intersentia	113

5) Voorraden	
In deze post bevinden zich 60 onverkoopbare goederen.	- 41
Aan de andere kant hebben we een meerwaarde op activa in aanbouw van 20.	+ 14
6) Handelsvorderingen	
We treffen dubieuze handelsvorderingen aan voor 30.	- 21
7) Op de passivazijde corrigeren wij een overbodig geworden post van 50 voor voorzieningen voor wisselkoersen. De overige 50 hebben betrekking op een reëel hangend geschil. We stellen echter vast dat er geen provisie werd aangelegd voor de herstructurering van de boekhoudafdeling (geraamd op 100).	+ 34
	<u>- 69</u>
GNV op basis van <i>going concern</i>	672

De overnemer neemt echter geen vrede met de hypothese van *going concern* en wenst de GNV op basis van liquidatie te berekenen. Dit wordt ook wel 'de intrinsieke waarde van het bedrijf' genoemd.

Zijn berekeningen zijn als volgt (in € 1.000):

1) Kapitaal en reserves	500
2) Oprichtingskosten	- 45
3) Vaste activa tegen verkoopwaarde, geschat op 350	+ 250
Dit is de prijs die in normale omstandigheden haalbaar is. Wordt bepaald door 70% van de geschatte waarde te nemen.	
4) Financiële vaste activa	- 35
5) Voorraden	- 180
Naast de post onverkoopbare goederen, wordt de liquidatiewaarde geschat op 50%.	
6) Handelsvorderingen (vaststaand verlies van 30)	- 30
7) Onnodige voorziening	+ 50
GNV op basis van <i>vereffening</i>	<u>510</u>

De potentiële overnemer komt dus op een waardebeoordeling die meer dan 30% lager ligt dan de *going concern*-waarde en nauwelijks het bedrag van kapitaal en reserves overschrijdt, zelfs kleiner wordt dan het eigen vermogen als we rekening houden met de voorzieningen. Niettemin merkt de kandidaat-overnemer op dat op het bedrag dat het kapitaal overschrijdt een vereffeningbelasting zal worden berekend. Deze liquidatiebonus

zal het bedrag dat de aandeelhouder in vereffening ontvangt met bijna 20% doen dalen.<sup>64</sup> De liquidatie zou dus voor de overlater veel minder interessant zijn dan het verkrijgen van de *going concern*.

De heer Spilliaert van zijn kant merkt op dat de reserves reeds het kapitaal overstijgen. Dit wijst erop, stelt hij, dat het bedrijf winstgevend is. Vandaar dat hij blijft argumenteren dat de *going concern*-benadering de enige mogelijke benadering is. Bovendien, stelt hij, dient deze te worden aangevuld met de rendementswaarde om tot de objectieve waarde te komen.

### 3.2.3.2. De rendementswaarde

Het vaststellen van de rendementswaarde geschiedt enerzijds aan de hand van de gecorrigeerde nettowinst en anderzijds het vereiste rendementspercentage. De aanpak is dynamischer, daar hij ook het bedrijfsbeheer en de eigen ondernemingskenmerken in aanmerking neemt.

#### *De gecorrigeerde nettowinst*

De gecorrigeerde nettowinst (GNW) wordt bepaald door de gepubliceerde winst te verbeteren op basis van:

- de extra afschrijvingen van de vennootschap vergeleken met de normale (economische) levensduur van het goed;
- de redelijke spreiding, in de tijd, van kosten voor groot onderhoud en van afschrijving van de oprichtingskosten;
- de niet-functionele kosten (trouwens vaak door het Bestuur van Belastingen verworpen) die door de bedrijfsleiding ten laste van de onderneming worden gelegd;
- de uitzonderlijke kosten, die immers niet kenmerkend zijn voor de activiteit van het bedrijf;
- de fiscale weerslag van de doorgevoerde correcties en, in voorkomend geval, van de belastingverlaging uit hoofde van vroeger fiscaal verlies, voor zover aan de strikte fiscale voorwaarden ter zake is voldaan;
- enzovoort.

We hernemen ons voorbeeld. De heer Spilliaert argumenteert dat het bedrijf winstgevend is ondanks het feit dat alle vaste activa versneld worden afgeschreven. Zelf kent de heer Spilliaert zich echter slechts een wedde toe van € 1.000 per maand. Dit vraagt na-

64. Aandeel van de fiscus kan als volgt worden geschat:  $45/145 \times 1,45$  keer de voorheen uitgedrukte reserves +  $22,5/122,5$  voor het saldo. In ons geval  $300 \times 1,45 = 435$ . Bijgevolg is hier het 45%-tarief van toepassing. De belasting op de liquidatiebonus zou bedragen:  $310 \times 45/145 = 96$ . Blijft over: 414 of 61,6% van het GNV.

tuurlijk om enige correcties van de resultatenrekening. We gaan nu na welke correcties dienen te worden uitgevoerd en wat de impact is op de nettowinst.

#### Case 4: BV Spilliaert en zoon

*Resultatenrekening voor en na correcties*

Basisgegevens (in € 1.000)	Voor correctie	Na correctie	Commentaar
Omzet	1.000	1.000	
Aankopen	300	300	
Personeelskosten	400	430	Bedrijfsleider-vennoot onvoldoende beloond
Algemene kosten	130	100	Sponsoring van lokale voetbalploeg wordt afgeschaft
EBITDA	170	170	
Afschrijvingen	40	20	Afschrijvingen niet conform fiscale regels
EBIT	130	150	
Financiële kosten	20	20	
Winst voor belastingen	110	130	
Belastingen	35	43	
Nettoresultaat	75	87	
Brutocashflow	150	150	

Aangezien het om een vrij stabiele onderneming gaat wat betreft omzet en winst, nemen we voor onze berekeningen het gemiddelde van de winstcijfers van de laatste drie jaar. Om echter toch een belangrijker gewicht toe te kennen aan de recentere jaren, nemen wij een gewogen gemiddelde, waarbij aan de recentere jaren een groter gewicht wordt toegekend. Deze methode is vooral van belang bij groeiende ondernemingen. In een *lifestyle*-onderneming zal het gewogen gemiddelde niet significant afwijken van het niet-gewogen gemiddelde. In het geval van een startende onderneming moeten we ons soms beperken tot het laatste jaar.

Voor ons bedrijf is de gecorrigeerde nettowinst van het recentste jaar 87, het jaar ervoor was het 110 en het jaar ervoor 80. De gecorrigeerde afschrijvingen bedragen jaarlijks 20.

Het gewogen gemiddelde van de gecorrigeerde nettowinst wordt eenvoudig berekend als volgt:

$$\text{Doorsnee-GNW} = \frac{\text{GNW}_{n-2} + \text{GNW}_{n-1} \times 2 + \text{GNW}_n \times 3}{6}$$

Toegepast op ons voorbeeld, krijgen we een doorsnee-GNW van 93,5. Om te komen tot de kasstroom, voegen we er het gecorrigeerde bedrag van de afschrijvingen aan toe en zo krijgen we een gemiddelde nettokasstroom (GNK) van 113,5.

#### *Rendementswaarde of de DCF-methode*

Wanneer er kapitaal wordt geïnvesteerd in een bedrijf, mogen wij logischerwijze veronderstellen dat dit op zijn minst evenveel, liefst meer moet opbrengen dan wanneer men het investeert in een risicoloze spaarvorm op lange termijn. De gewenste meeropbrengst zal afhangen van het soort onderneming, haar kwetsbaarheid, haar vooruitzichten, de kenmerken van de bedrijfstak, de investeringsfase enzovoort.

Het vereiste rendement zal echter voor eenieder verschillen. Enquêtes bij private personen die geld investeren in startende bedrijven hebben aangetoond dat het gewenste rendement rond de 20% ligt; bij *venture*-kapitalisten ligt het zelfs rond de 35%. Het risico bij startende ondernemingen is natuurlijk groter dan bij bestaande ondernemingen. Wij stellen 20% voorop als vereist rendement, wat al een behoorlijke risicopremie inhoudt ten opzichte van risicoloze beleggingen.

Met deze hypothese van vereist rendement kunnen wij nu, gerelateerd aan de doorsnee-GNK, de rendementswaarde (RW) van de onderneming berekenen. We redeneren dat de koper een prijs betaalt die hem tot nader bericht een jaarlijks rendement onder de vorm van winstdeelneming oplevert. In het geval van een totale aankoop van een onderneming wordt de winstdeelneming vanzelfsprekend de totale winst.

$$RW = \text{GNK}/r \text{ of nog } RW = \text{GNK} \times 1/r$$

met  $r$  = vereist rendement

$1/r$  wordt dan de multiplicator genoemd, die doorgaans schommelt tussen 5 (als  $r = 20\%$ ) en 10 (als  $r = 10\%$ ).

Uit deze formule kunnen we afleiden dat de waarde van de onderneming stijgt:

- als de winstverwachtingen verbeteren: de GNW zal groter worden, dus de toekomstige waarde zal stijgen;
- bij dalende interestvoeten: omdat bij gelijke risicopremie het vereiste rendement zal dalen.

De rendementswaarde op kasstroombasis kan dan als volgt worden berekend:

$$RW = \frac{ks_1}{1+i} + \frac{ks_2}{(1+i)^2} + \frac{ks_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{ks^n}{(1+i)^n} = \frac{\sum ks}{i}$$

Deze methode is bekend onder de naam DCF-methode (*discounted cashflow*). In de hypothese dat het vereiste rendement op kasstroom 20% bedraagt (met andere woorden, wij zijn bereid vijf keer de kasstroom te betalen), dan zal de waarde, in onze vereenvoudigde hypothese van quasiconstante kasstroom, gelijk zijn aan:

$$ks/i = 113,5/0.20 = 567,5$$

### 3.2.3.3. De objectieve waarde

De beide omschreven methodes veronderstellen het aanvaarden van een aantal hypothesen. Bovendien heeft de statische aanpak (GNV) geen oog voor het rendement van het bedrijf. De dynamische aanpak (RW) heeft dan weer geen oog voor de balansstructuur.

Vandaar dat een combinatie van beide berekeningen een veel gebruikte benadering is. De objectieve waarde van een onderneming zou zich ergens bevinden tussen het gecorrigeerde nettovermogen en de rendementswaarde. Pragmatisch nemen we dan deze twee waarden als een onderhandelingsvork of we maken gewoon het rekenkundig gemiddelde:

$$\text{Objectieve waarde} = \frac{GNV + RW}{2}$$

Uit het voorgaande moge blijken dat deze methode weinig soelaas brengt voor hoogtechnologische groeiers die niet alleen in hun aanvang verlieslatend zijn, maar die ook volop investeren in immateriële activa zoals onderzoek en ontwikkeling. De toekomstige winstverwachtingen, zelfs in een verre toekomst, zijn daar het enige houvast.

Voor ons typevoorbeeld (stabiel bedrijf, trage groeier) is de methode echter vrij courant. Toegepast op de concrete bedragen krijgen we:

$$\text{Objectieve waarde} = \frac{672 + 567,5}{2} = 620$$

Als we uitgaan van de hypothese van vereffening, komen wij op basis van de kasstroombenadering aan 539.

Het feit dat de rendementswaarde lager ligt dan het gemiddelde nettovermogen wijst er overigens op dat we hier te maken hebben met een *lifestyle company*. Bij de zogenaamde 'gazellen', dit zijn snelle groeiers, zullen die waarden totaal anders liggen en zal de rendementswaarde, vooral op basis van toekomstige resultaten, de nettovermogenswaarde overtreffen. De mate waarin de rendementswaarde het gecorrigeerde nettovermogen overtreft, wordt soms beschouwd als een maatstaf voor de goodwill van het bedrijf. Het is de premie die de koper betaalt om de zaak over te nemen of er aandelen van te bemachtigen.

Daarbij komen gegevens te pas zoals de cliënten, de knowhow en technologische kennis, het specifieke potentieel van de producten. In het omgekeerde geval, als de rendementswaarde lager is dan het gecorrigeerde nettovermogen, mag er gerust van een badwill worden gesproken. Het is de verkoper die dat nadelige resultaat voor zijn rekening moet nemen. In het voorbeeld van de BV Spilliaert kunnen we dus gewagen van een beperkte badwill, aangezien de rendementswaarde 8% lager ligt dan het gecorrigeerde nettovermogen.

Maar ook hier moeten wij voorzichtig zijn met interpretaties. De rendementswaarde is namelijk zeer gevoelig aan het vereiste rendement. Een daling van het vereiste rendement doet dan ook de rendementswaarde spectaculair stijgen. Stel dat wij in ons voorbeeld het vereiste rendement met drie procentpunt doen dalen, dan is er noch goodwill noch badwill. Dit illustreert tevens de beperkingen van de diverse modellen.

#### 3.2.3.4. De comparables

Bij deze methode zal men zich baseren op de verkoopprijs van analoge, vergelijkbare bedrijven, de zogenaamde *comparables*, voor zover die voorhanden zijn.

Daarbij zijn er drie opties:

##### 1. Op basis van gelijkaardige beursgenoteerde ondernemingen

We zoeken bedrijven die vergelijkbaar zijn en beursgenoteerd. Van die bedrijven wordt in de gespecialiseerde financiële pers de koers/winst- (k/w-)verhouding gepubliceerd. Deze ratio wordt dan als basis genomen voor de berekening van de waarde.

Stel dat een ICT-dienstverleningsbedrijf beursgenoteerd is met een k/w schommelend tussen 5 en 7, dan schatten we de waarde voor BV Spilliaert en zoon op:

$$(5 \text{ tot } 7) \times 93,5 = 467 \text{ tot } 654$$

## 2. Op basis van recente overnames

De methode is daarbij eenvoudig. Men zoekt bedrijven, liefst in dezelfde sector, die recent van de hand werden gedaan. De indicator die daarbij het meest wordt gebruikt, is de verhouding van de prijs tot de inkomsten, de *price/earning-ratio* (P/E-ratio).

$$\text{P/E-ratio} = \text{waarde van de onderneming/winst na belastingen}$$

Een beter alternatief bestaat erin de inkomsten voor belastingen en interesten te nemen met als basis de zogenaamde EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*).

Stel dat voor het bedrijf Spilliaert een aantal gelijkaardige bedrijven werden gevonden waarvan de P/E-ratio varieert tussen 5 en 7. De waarde op basis van EBIT varieert van 3 tot 4. Op die manier kunnen we de waarde van het bedrijf schatten op:

$$\text{Winst na belasting} \times \text{P/E-ratio} = 93,5 \times 5 \text{ tot } 7 = 467 \text{ tot } 654$$

Of via EBIT:

$$\text{EBIT} \times \text{Waarde/EBIT} = 150 \times 3 \text{ tot } 4 = 450 \text{ tot } 600$$

De gemiddelde waarde kan dan geschat worden op 561 als P/E-waarde of op 525 via de EBIT-methode. De twee berekende waarden kunnen natuurlijk ook beschouwd worden als de onderhandelingsvork.

## 3. Multipliers

Een derde mogelijkheid bestaat erin gebruik te maken multipliers of multiples.

Er bestaat niet zoiets als een lijst van *comparables* per sector. De prijs van een bedrijf bij overname wordt dan uitgedrukt als een vermenigvuldigingscoëfficiënt (genoemd multiplier) van de omzet, van de EBIT of van de EBITDA (*earnings before interest, taxation, depreciation and amortisation*).

Voor horeca of apotheken bijvoorbeeld wordt daarbij meestal uitgegaan van de omzet. Een café bijvoorbeeld zal men dan waarderen aan één maal de omzet. Een restaurant aan 1,2 maal de omzet. Ook deze gebruiken schommelen.



Voor andere bedrijven is de basis meestal de EBIT of EBITDA. Ook die multiplier varieert. In 2018 was de multiplier bijvoorbeeld gemiddeld 6,7, waar dat vijf jaar voordien slechts 5,0 was.<sup>65</sup> Naar gelang de sector schommelt die van 5 tot 9: retail business: 5,3, transport en logistiek: 5,7, bouwsector: 6,0, technologie en biotechnologie: 8,2, farma: 9,2 en vastgoed: 9,3. Naast de sectordeterminant speelt ook de grootte van het bedrijf een rol: hoe groter het bedrijf, hoe hoger de multiplier; zo is de gemiddelde multiplier van een bedrijf met een waarde van meer dan 100 miljoen euro 8,8 en de gemiddelde multiple van midcaps is 9,3.<sup>66</sup>

Toegepast, aangezien BV Spilliaert eerder een klein bedrijf is en werkzaam in de dienstverlening, zouden wij voor een multiplier van 5,3 gaan, wat een waarde oplevert van  $EBITDA \times 5,3 = 170 \times 5,3 = 900$ .

Deze standaardwaarden zijn veeleer te beschouwen als een eerste benadering op basis waarvan de prijsonderhandelingen kunnen starten. Vóór de internetbubbel werden bepaalde internetbedrijven verhandeld aan 75 keer hun EBITDA. Die cijfers bevestigen alleen maar dat de gek de prijs bepaalt. Anders gezegd: “*Some companies are worth thousand times nothing*”.

### 3.2.3.5. De overeengekomen waarde

Ten slotte komen we terecht bij de overeengekomen waarde. De bovenstaande modellen ten spijt is de marktprijs de prijs die twee of meer partijen overeenkomen. De diverse waarden (intrinsieke waarde, rendementswaarde, gecorrigeerd eigen vermogen, *comparables*) zijn dan ook zelden meer dan een vertrekpunt voor onderhandeling. Waar het tenslotte op neerkomt, is de overeengekomen prijs.

Vatten we even onze conclusies samen:

#### Case 4: BV Spilliaert en zoon

*Waardering van de onderneming – Samenvatting van de conclusies*

Nettovermogen <i>going concern</i>	672
Nettovermogen vereffening	510
Rendementswaarde kasstroombasis	567
<i>Comparables</i> op basis van winst	561
<i>Comparables</i> op basis van EBIT	525

65. Bron: M&A Monitor, 2018.

66. Argos Midcap index.

Onze diverse berekeningen laten toe de onderhandelingsvork te bepalen. De uitgangspositie zou dus kunnen worden vastgelegd tussen 510 en 672, het algemene gemiddelde is 567, het gemiddelde tussen de uitersten is 591.

Wat het uiteindelijk wordt, hangt af van de marktpositie (het aantal potentiële kopers bijvoorbeeld) en het onderhandelings talent van beide partijen.

Bij overdracht van een bedrijf mag men trouwens niet over het hoofd zien dat een participatie een geheel andere waarde kan hebben indien ze in het bezit komt van een actieve vennoot die ten volle het potentieel van de onderneming uitbaat. Wie het bedrijf Spilliaert koopt, krijgt vermoedelijk een bedrijf dat al lang op zijn lauweren rust, en vermoedelijk vandaar dat een beperkte badwill wordt vastgesteld, maar tездertijd kan dit voor een nieuwe bedrijfsleider een uitdaging zijn om het bedrijf een nieuw elan te geven. Als dit leidt tot een aanzienlijke stijging van de gecorrigeerde nettowinst, zou de investering wel eens het minimum vereiste rendement zwaar kunnen overtreffen.

Dergelijke bedrijven opsporen en ze met zo veel mogelijk badwill verzilveren, is trouwens de investeringsstrategie van menig *venture*-kapitalist. Bedoeling is om ze vervolgens op vrij korte termijn op de juiste *track* te brengen door inbreng van nieuw kapitaal en nieuw management, en van de hand te doen met een belangrijke goodwill. De veel besproken problematiek van de asymmetrie van de informatie is hier blijkbaar de marktimperfectie die aan de basis van heel wat deals ligt.

Als een overname bovendien nog op korte termijn van de hand kan worden gedaan via een beursintrodactie waar met geïnteresseerde beleggers wordt overeengekomen dat zij tot 100 à 120 keer de actuele kasstroom betalen, dan is het hek helemaal van de dam. Maar daarvoor moeten we terecht bij de “nieuwe” economie, waar een bedrijf honderd keer niets waard kan zijn.

Maar vooraleer ons te wenden tot de anorganische groei, een paar oefeningen.

#### *Oefening 9: Waardering: NV Flam*

De NV Flam is een gieterij. Hoewel het een bloeiend bedrijf is, verwacht men in de toekomst geen verdere stijging van groei en omzet.

**Balans NV Flam jaar n**

Activa		Passiva	
Vaste activa	387.482	Eigen vermogen	840.794
Oprichtingskosten	13.010	Kapitaal	470.000
Gebouwen	270.850	Reserves	370.794
Financiële vaste activa	103.622	Voorzieningen	43.245
Vlottende activa	1.338.957	Vreemd vermogen	842.400
Voorraden	678.115	VVLT	230.997
Handelsvorderingen	629.442	VVKT	611.403
Overige	31.400	Totaal der passiva	1.726.439
Totaal der activa	1.726.439		

Een paar elementen i.v.m. de balanswaarden:

1. Een beëdigd schatter acht de gebouwen € 129.150 meer waard. Men houdt rekening met een verkoopwaarde van 70%.
2. De machines zijn op het einde van jaar n volledig afgeschreven, maar nog zeer goed bruikbaar.
3. Wat de voorraden betreft, er zijn 20% winkeldochters en de liquidatiewaarde wordt op 60% geschat.
4. De dubieuze vorderingen bedragen € 150.000.
5. Voor de op til zijnde herstructurering blijken de aangelegde voorzieningen onvoldoende. Men verwacht een bijkomende kost van € 6.755.
6. De gangbare belastingvoet bedraagt 31%; de meerwaardebelasting op onroerend goed 22,5% en het vereiste rendement bedraagt 15%.

**Resultatenrekening NV Flam jaar n**

Omzet	2.680.688
Aankopen	1.268.208
Diensten en diverse goederen	7.212
Personeel	671.718
Afschrijvingen	89.208
Algemene kosten	8.703
Financiële kosten	77.300
Uitzonderlijke kosten	64.065
Winst voor belastingen	494.274
Belastingen	153.224
Winst van het boekjaar	341.050

Gecorrigeerde nettowinst jaar  $n-1 = 360.000$

Gecorrigeerde nettowinst jaar  $n-2 = 321.050$

Bereken het gecorrigeerd nettovermogen op basis van going concern, het gecorrigeerd nettovermogen op basis van vereffening, de rendementswaarde en ten slotte de objectieve waarde.

*Oefening 10: Waardering: BV Lifestyle*

BV Lifestyle kende de laatste jaren een stabiele omzet en een goede rentabiliteit. De groeiverwachtingen zijn beperkt. Het productieapparaat is goed onderhouden. De machines zijn zeer specifiek voor de onderneming. Ze zijn volledig afgeschreven, maar nog steeds perfect bruikbaar. Lifestyle heeft in het verleden slechts een klein deel van de winst uitgekeerd. De immateriële vaste activa bestaan uit een waardering van eigen research en aangekochte octrooien. De verkoopbaarheid hiervan is zeer twijfelachtig. De gebouwen hebben een meerwaarde van € 322.000 volgens een onafhankelijke schatting. De verkoopwaarde van de gebouwen bedraagt 70% van de geschatte waarde. Een grondig onderzoek van de aanwezige voorraden wijst uit dat er voor € 100.000 onverkoopbare producten tussen zitten. De liquidatiewaarde van de verkoopbare producten uit voorraad wordt geschat op 50% van de boekwaarde. Uit een gedetailleerde analyse van de handelsvorderingen blijken er voor € 30.000 dubieuze debiteuren te zijn. Er werd geen voorziening aangelegd voor de noodzakelijke herstructurering van de informatica-afdeling. Deze kosten worden geraamd op € 75.000.

Lifestyle werkt met een vereist rendement van 15%. De belastingaanslagvoet bedraagt 31% en de meerwaardebelasting 22,5%.

**Balans Lifestyle (in €) – jaar n**

Activa		Passiva	
Vaste activa		Eigen vermogen	
II. Immateriële vaste activa	128.000	I. Kapitaal	1.300.000
III. Materiële vaste activa	402.000	IV. Reserves	1.800.000
IV. Financiële vaste activa	143.000	VII. Voorzieningen	55.000
Vlottende activa		Schulden	
VI. Voorraden	442.000	IX. Schulden ≤ 1 jaar	
VII. Handelsvorderingen	573.000	B. Financiële schulden	73.000
VIII. Geldbeleggingen	1.500.000	C. Handelsschulden	157.000
IX. Liquide middelen	500.000	F. Overige schulden	303.000
Totaal der activa	3.688.000	Totaal der passiva	3.688.000

## Resultatenrekening Lifestyle (in €) jaar n

Omzet	2.668.000
Aankopen	747.000
Diensten en diverse goederen	532.000
Personeelskosten	665.000
Algemene kosten	150.000
Afschrijvingen	10.000
Uitzonderlijke kosten	20.000
Financiële kosten	20.000
Winst voor belasting	524.000
Belastingen	162.440
Nettowinst	361.560

De gecorrigeerde nettowinst van het jaar n-2 bedroeg € 340.000, van het jaar n-1 bedroeg € 380.000.

Bereken het gecorrigeerd nettovermogen op basis van going concern, het gecorrigeerd nettovermogen op basis van vereffening, de rendementswaarde, en ten slotte de objectieve waarde.

### 3.3. De waardering bij anorganische groei

Waar de groei van bedrijven uit de traditionele economie als organisch werd bestempeld, blijken de groeikenmerken van startende bedrijven uit de zogenaamde nieuwe economie eerder anorganisch. Ze cumuleren in de startfase vaak verliezen en creëren pas na jaren enige kasstroom. Bovendien beschikken ze slechts over beperkte activa, aangezien hun beginuitgaven meestal betrekking hebben op onderzoek en personeelskosten. Vooral in sectoren als bijvoorbeeld de biotechnologie, of in mindere mate de ICT-sector, kan het jaren duren vooraleer het bedrijf rendabel wordt. Ondertussen moeten de negatieve kasstromen (de *cashdrains*) gefinancierd worden zonder dat daarbij vaste activa als garantie kunnen dienen. Ook hier zullen we eerst dit groeipatroon moeten bestuderen vooraleer wij ons kunnen buigen over het waarderingsprobleem.

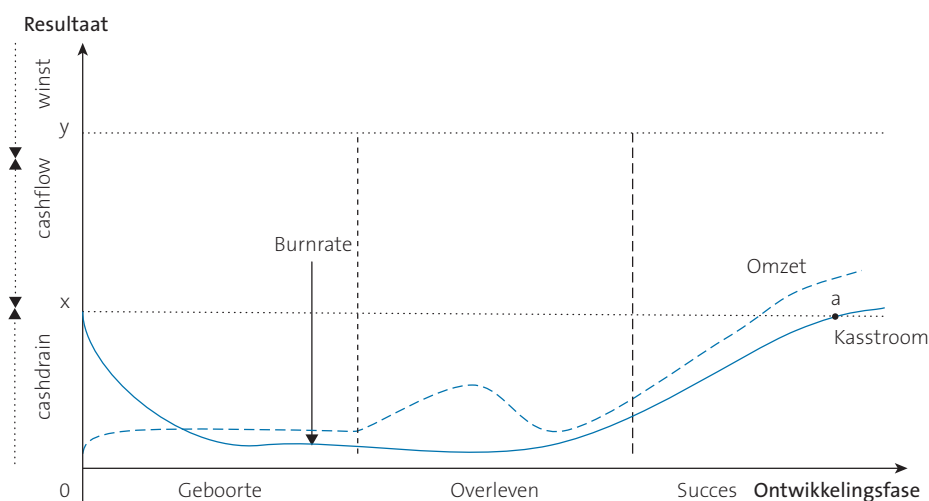
#### 3.3.1. Anorganische groei

In schril contrast met de traditionele benadering staat de realiteit van de zogenaamde 'nieuwe' economie. Groeien, vooral in de technologische sector, is niet langer een proces waarbij de bedrijfsleider op regelmatige tijdstippen zijn bedrijf, annex bedrijfsgebouw,

uitbreidt. Groeien verloopt er eerder via een proces van niet-lineaire endogene groei gekoppeld aan discontinue exogene groei (via overnames en joint ventures).

Hoogtechnologische bedrijven bouwen veelal, in de eerste jaren, geen tastbare activa op. De opgestapelde verliezen binnen de klassieke benadering maken nu plaats voor een negatieve kasstroom (*cashdrain*) en *insiders* spreken over de maandelijkse *burnrate* van het bedrijf. De overlevingsfase is nu minder vlug beslecht en bedrijven kunnen jaren overleven zonder noemenswaardige omzet. Gecumuleerde *cashdrains* kunnen zonder schroom de omzet overschrijden. Indien de algemeen aanvaarde regel dat een bedrijf dat de helft van zijn kapitaal in rook ziet opgaan, de ontbinding kan aanvragen, zou worden toegepast, zou menig bedrijf haar boeken mogen neerleggen. We zouden dit anorganische groeiproces als volgt kunnen voorstellen:

Figuur 8. Anorganische groei



Zodra het bedrijf zicht heeft op enige significante omzet, beschouwt men dat de succesfase is aangebroken. Het product wordt markabel bevonden, zelfs als dat nog niet onmiddellijk leidt tot verkopen en zelfs als het bedrijf nog steeds een negatieve operationele kasstroom realiseert. Wanneer het bedrijf erin slaagt een kasstroom te realiseren die niet langer negatief is (punt a), worden investeerders euforisch. Dat op dat ogenblik nog steeds verliezen worden opgestapeld, is van weinig belang.

Van terugbetalingscapaciteit is er dus hoegenaamd geen sprake. De vooruitzichten blijven overigens nog onzeker en een al dan niet tijdelijke terugval van de prille omzetrealisaties is nog steeds mogelijk. Bovendien is het risico op alineëring in deze fase zeer groot. Dit betekent dat een gelijkaardig bedrijf het productieproces of de gebruikte techniek, al

dan niet gemakkelijk, kan kopiëren en zonder geplaagd te zijn door zware initiële onderzoekskosten op dezelfde markt concurreren. Dit kan de marktpositie van het bedrijf in een mum van tijd aantasten.

Samengevat kunnen we stellen dat zelfs bij het begin van de succesfase er nog steeds een negatieve kasstroom kan zijn, er zeker geen winst wordt gemaakt, de activa nog steeds moeilijk in te schatten zijn en het risico op falen, zowel door endogene als exogene factoren, nog bijzonder groot blijft. In een dergelijke context zijn de klassieke financiering en waarderingsmethodes dan ook onaangepast en moeten we overschakelen naar andere methodes.

Het succes van het bedrijf wordt namelijk niet langer gemeten aan de mate waarin de markt voor het product openstaat, maar de mate waarin een financier kan worden overtuigd om de *burnrate* van de eerstkomende maanden te financieren. De overlevingskans hangt dus af van de overtuigingskracht ten aanzien van de financiers. In tegenstelling tot de bedrijven die gekenmerkt worden door een organische groei, is het overlevingsrisico niet noodzakelijk omgekeerd evenredig met de leeftijd van het bedrijf en toch moet met de meest recente investeerder idealiter een hogere instapprijs worden bedongen dan dat wat met eerdere investeerders werd overeengekomen. Het mag duidelijk zijn dat de klassieke *corporate finance*-technieken hier falen. De risicopremiebenadering leidt nergens heen. Bij de verdiscontering van de kasstroom teneinde de waarde van de onderneming te schatten, valt er niets te verdisconteren. En ook het nettovermogen bestaat slechts in een niet tastbare wissel op de toekomst.

Bedrijven die volgens de verdisconteerde kasstroom negatief worden geschat, dienen toch nieuwe investeerders te overtuigen om in te stappen, en bovendien aan een prijs die liefst hoger is dan bij de vorige financieringsronde. ‘*Bootstrapping*’ noemt men dat. De klassieke twee of maximaal drie rondes worden hier vervangen door een groot aantal rondes, dat in bepaalde gevallen kan oplopen tot 10 of 12 vooraleer de overlevingsstrijd voorlopig is beslecht.<sup>67</sup> De onderliggende redenering is dat het steeds goedkoper wordt geld op te halen naarmate het bedrijf dichterbij de realisatie van het product staat en de investeerders een kleiner risico lopen. Elke financieringsronde laat toe om enkele maanden de *burnrate* te financieren.

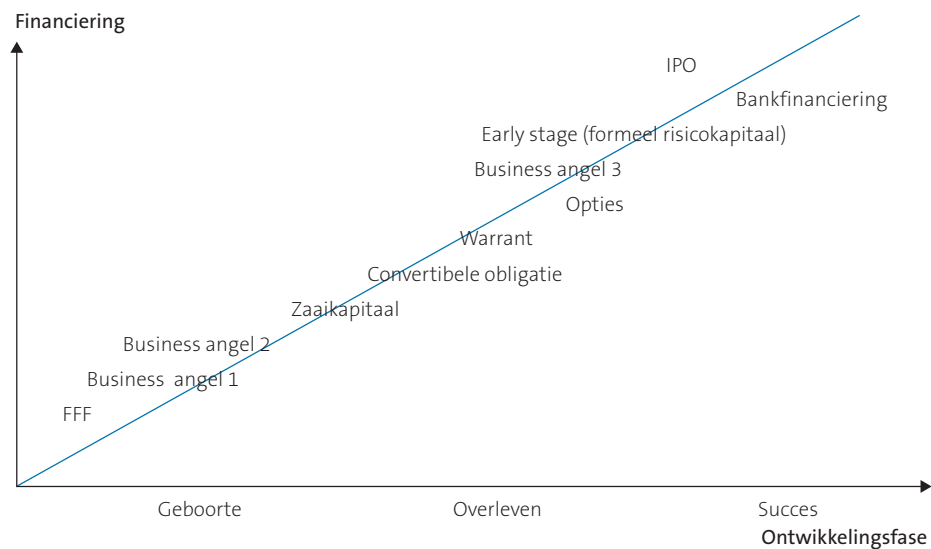
Een dergelijke *guerrillafinanciering* gaat dan ook gepaard met de meest geavanceerde financiële *engineering*-technieken zoals aandelenopties op (nog) niet genoteerde bedrijven, private convertibele obligatieleningen, warrantleningen en achtergestelde aandelen.<sup>68</sup>

67. Het destijds op de NASDAQ genoteerde en ondertussen ter ziele gegane Lernout en Hauspie had 12 financieringsrondes nodig vooraleer het ter beurse ging.

68. De diverse financieringsmethodes worden verder besproken.

Deze diverse instrumenten dienen in een optimale mix te worden ingezet en telkens dienen andere beschermingsmaatregelen genomen te worden teneinde de ‘verwatering’ van de posities van voorgaande investeerders tegen te gaan (de *anti-dilution clauses*). We proberen deze situatie schematisch voor te stellen, hoewel de concrete vertaling van de mix voor elk bedrijf zal verschillen.

Figuur 9. Entrepreneurial corporate financing



Aan het einde van de rit van dergelijke guerrillafinanciering vinden we vaak de oase van de initiële beursnotering, oftewel *initial public offering* (IPO). Vrij vlug wordt inderdaad gedacht aan een mogelijke beursnotering. Het motief voor die IPO is echter niet, zoals dat bij de klassieke groeiers het geval was, het zoeken naar een vlotte manier om de opvolging te regelen, maar om de verdere, liefst internationale doorbraak te financieren.

Om daarbij voldoende middelen te genereren via de IPO, wordt dergelijke initiële beursnotering ingebed in een periode die deze notering voorafgaat en waar opnieuw specifieke financieringstechnieken worden ingezet. Kort voor het ter beurze gaan wordt meestal een strategische partner aangetrokken, die, gezien zijn uitzonderlijk belang in het bedrijf, bereid wordt gevonden een prijs te betalen die de intrinsieke waarde voor een niet-strategische partner sterk overschrijdt. Deze prijs wordt dan de referentie die wordt gebruikt om de uitgifteprijs te bepalen.



In deze pre-IPO-periode worden tevens nieuwe werknemers aangetrokken, hoofdzakelijk betaald via aandelenopties in functie van de eventuele toekomstige notering. Deze notering zal namelijk niet alleen de waarde van de opties concreet vertalen in een in realtime te volgen cijfer, maar de notering laat tevens toe de opties, eventueel na een contractueel vastgelegde blokkeringsperiode, gemakkelijk te verzilveren. In de pre-IPO-periode is het dan ook meestal vrij goedkoop om bekwame medewerkers, meestal van grotere bedrijven, over te kopen. Het lagere salaris wordt gecompenseerd met papier dat slechts in de toekomst veel geld waard is (of waard kan zijn) en die fungeert als een soort rode lap om medewerkers te overtuigen van een bedrijf in groeifase over te stappen naar een bedrijf dat het nog moet maken.

Naast de goedkope en noodzakelijke financieringsbron en de mogelijkheid om bekwame medewerkers financieel aan te trekken, geeft de IPO aan het bedrijf ook de nodige uitstraling en naambekendheid om het toe te laten internationaal door te breken. Deze factoren verklaren waarom bedrijven op jonge leeftijd, soms slechts na enkele jaren activiteit, naar de beurs trekken en zelfs op momenten dat verliezen nog steeds worden gecumuleerd, een belangrijke beurswaarde realiseren.

### 3.3.2. De optiebenadering

Aangezien de klassieke waarderingmethoden falen, werden in academische milieus dan ook specifieke methodes ontworpen. Deze methodes baseren zich op de optiebenadering. De waarde van een bedrijf wordt daarbij beschouwd als de gekapitaliseerde waarde van de gemiddelde operationele kasstromen in een niet-groeiscenario ( $\sum ks/i$ ) plus de geactualiseerde waarde van de groeiopportunities (go) van de onderneming.

$$W = (\sum ks/i) + go$$

Deze go zijn te beschouwen als een portfolio van opties. Dit houdt in dat het bedrijf een aantal opties creëert door bijvoorbeeld investeringen in onderzoek en ontwikkeling. De investeerder die het bedrijf financiert, koopt in feite een optie op alle toekomstige kasstromen die dit onderzoek met zich meebrengt of kan meebrengen (interne groeiopties). Deze optiebenadering kan natuurlijk ook worden gehanteerd bij bedrijven die op het overnamepad gaan. De optie heeft dan betrekking op de toekomstige kasstromen van over te nemen bedrijven, evenals op het te creëren synergie-effect (externe groeiopties).<sup>69</sup>

69. Voor een bespreking van het synergie-effect, zie C. JANSSEN, "Één en één is drie" in *Handboek Corporate Finance*, Antwerpen, Elsevier, 2000, 39-41. Voor een bespreking van de optiebenadering verwijs ik naar P.J. ENGELEN en D. CASSIMON, "Een meetlat voor de paddestoeleconomie" in *Trends review*, n° 10, maart 2000.

BREALEY en MYERS berekenden dat voor bedrijven zoals Compaq, Microsoft of Walmart meer dan 80% van de waarde bestaat uit de groeiopportuniteiten.<sup>70</sup> De onzekere verwachtingen met betrekking tot de toekomst zitten dan verrekend in de huidige waarde en dat verklaart vanzelfsprekend het volatiele karakter van de waarde van deze bedrijven met een sterk anorganisch groeipotentieel.

Een dergelijke groeiopportunity zit niet, of slechts gedeeltelijk, vervat in de klassieke discontomethode. De optiewaarde kan bijgevolg de investeringsbeslissing beïnvloeden en in vergelijking met de klassieke discontomethode de beslissing in de ene of andere richting doen overhellen. Op die manier blijven groeiopportuniteiten, vanuit het oogpunt van de investeerder, niet langer onbenut.

De groeiopportunity als belangrijkste component van de waarde leidt er overigens ook toe dat de klassieke koers/winst-verhouding exorbitant hoog is, waardoor de bedrijven over een haast onbeperkte koopkracht beschikken om nieuwe bedrijven over te nemen. Daarbij wordt papier geruild tegen papier. De exorbitante koers/winst-verhouding kan natuurlijk ook uit elkaar spatten als de verwachtingen ten aanzien van de toekomstperspectieven wijzigen of als de boekhoudkundige spitstechnologie te ver is gegaan.

Hoewel de optiebenadering op nogal wat academische bijval kan rekenen, zijn weinig investeerders geneigd om deze methode in hun beslissingsproces te integreren. Institutionele investeerders hanteren nog steeds de conventionele waarderingstechnieken, zelfs als dat meestal tot een negatief advies ten aanzien van de geplande investering leidt.<sup>71</sup>

### 3.3.3. De residuele methode

In de praktijk wordt dan ook een soort compromismethode gehanteerd. Ze bestaat erin dat er op termijn een veilige toekomst in het vooruitzicht wordt gesteld met constante kasstromen. De waarde kan dan opnieuw gebaseerd worden op de klassieke kasstroombenaderingen, zij het weliswaar met uitgestelde inwerkingtreding. Vanuit dit oogpunt wordt de anorganische groei beschouwd als een soort verlengde geboorte- en overlevingsperiode die verklaard wordt door het eigen karakter van het product of het idee dat een langere incubatieperiode nodig heeft om marktrijp te worden. Deze redenering vertaalt zich in een uitgestelde verdisconteerde kasstroombenadering. In plaats van de kasstroom te verdisconten naar het tijdstip van de investering, wordt de kasstroom verdisconteerd naar een later tijdstip (bv. 5 jaar), waarbij de gecumuleerde *cashdrain* niet in rekening wordt gebracht.

70. BREALEY en MYERS, *Principles of corporate finance*, 2009.

71. Aangezien de methode in de praktijk quasi nooit wordt gebruikt, zullen wij ze hier niet verder bespreken. Voor geïnteresseerde lezers verwijzen wij naar M. DELOOF, S. MANIGART, H. OOGHE en C. VAN HULLE, *Handboek bedrijfsfinanciering*, Antwerpen, Intersentia, 2008, hoofdstuk 5.

Op die basis wordt de waarde berekend van de initiële inbreng. Het overblijvende gedeelte van het kapitaal wordt namelijk beschouwd als vergoeding van de intellectuele eigendom van de oprichter. Vandaar dat deze methode algemeen bekendstaat als de residuele methode. Aangezien waarderingmethoden en gewenste return sterk verschillen in functie van de investeerder, zal de waardering van de intellectuele eigendom sterk variëren van de ene investeerder tot de andere. We illustreren deze benadering met een concreet voorbeeld.

Stel, een jonge ondernemer meent een idee te hebben waarmee hij een toekomstige kasstroom kan genereren. Hoe moet hij nu de waarde van dit idee schatten. Om dit te bepalen, moeten we enigszins vooruitlopen op wat later besproken wordt over eigenvermogenfinanciering. Stel dat de ondernemer € 250.000 moet vinden om zijn project te starten. Na heel wat onderhandelingen zijn twee financiers bereid gevonden om in het project te stappen.

De eerste financier schat dat het project binnen vijf jaar een jaarlijkse kasstroom van € 250.000 zou genereren. Verdisconteerd aan 10%, aangezien het op dat moment een risicovrije belegging wordt, schat hij dat het project binnen vijf jaar € 2,5 miljoen waard zal zijn (via de klassieke discontomethode  $€ 250.000/10\%$ ). De tweede financier echter vindt het project interessant vooral omdat hij de sector bijzonder goed kent. Hij schat dat het project een jaarlijkse kasstroom van € 300.000 zal genereren. Gebruikmakend van een *multiplier* geschat op 10, op basis van zijn vroegere ervaring, komt hij tot een waardeschatting van € 3 miljoen binnen vijf jaar. De discontomethode aan 10% zou trouwens tot dezelfde resultaten leiden.

De gewenste return op de eerste financier bedraagt 40%; die van de tweede slechts 25%. De eerste investeerder wenst dus dat zijn investering binnen vijf jaar gelijk is aan  $€ 250.000 \times (1 + 0,4)^5 = 1.344.560$ . Daartoe eist hij dus een belang van 53,78% in het kapitaal van de vennootschap. De tweede investeerder van zijn kant stelt zich tevreden met een return van 25%. Hij eist dan ook dat zijn inbreng binnen vijf jaar een waarde heeft, bij welslagen van het project, van  $€ 250.000 \times (1 + 0,25)^5 = 762.939$ . Voor zijn inbreng vraagt hij 25,4% van het eigen vermogen van de vennootschap.

De geschatte waarde van de onderneming is totaal verschillend in de twee hypothesen en dat beïnvloedt natuurlijk de positie van de ondernemer. Bij de eerste financier wordt hem 46,22% van de aandelen aangeboden van een bedrijf met een geschatte waarde binnen vijf jaar van € 2,5 miljoen. Zijn aandeel heeft binnen vijf jaar dus een waarde van € 1.155.500 of geactualiseerd aan 10% kunnen we stellen dat de contante waarde van zijn idee geschat wordt op € 717.475.

Bij de tweede financier bezit de ondernemer de meerderheid van de aandelen, wat ook strategisch niet oninteressant is, zijnde 74,6% in een bedrijf dat binnen vijf jaar op € 3 miljoen wordt geschat. Dit komt overeen met een waarde van € 2.238.000 of, geactualiseerd, een contante waarde van € 1.389.622, of met andere woorden bijna dubbel zoveel als dat wat de eerste investeerder-venture kapitalist aanbiedt.

In de beginbalans vinden we een IPR-waarde van € 214.857 ( $250.000 \times 46,22/53,78$ ) bij de eerste financierder en € 734.252 ( $250.000 \times 74,60/25,40$ ) bij de tweede investeerder.

Enkel de toekomst zal vanzelfsprekend uitwijzen wie gelijk heeft. We mogen niet vergeten dat welke methode ook wordt gehanteerd, het economisch proces gekenmerkt wordt door onzekerheid. Deze onzekerheid draagt het risico in zich op verlies, maar tevens het potentieel tot rendement en meerwaarde.

#### 3.3.4. Over theorie en realiteit

De diverse methodes die werden besproken, kunnen we als volgt samenvatten:

- nettovermogensbenadering;
- rendementswaarde (DCF-methode);
- de *comparables*;
- residuele methode (of uitgestelde DCF-methode);
- de optiebenadering.

Op basis van deze diverse methodes zal de waarde van de onderneming dienen te worden geschat. Het gewicht dat men daarbij toekent aan iedere methode zal hoofdzakelijk afhangen van de aard van de onderneming.

Tabel 17. Overzicht van de waarderingsmethodes

Waarderingsmethode	Adequate toepassing	Interessant voor
Vermogensbenadering	Bedrijven met ruim actief	Oudere bedrijven met reserves
Rendementsbenadering (DCF)	Groeibedrijven	Sterke groeiers met beperkt actief, starters
<i>Comparables</i>	Klassieke bedrijven	Bedrijven die vergelijkbaar zijn
Residuele methode	<i>Start-ups</i> met <i>burnrate</i>	Bedrijven met groei-perspectieven
Optiebenadering	Startende bedrijven met ruime marktvooruitzichten	Groeiopportuniteiten

We stelden bijvoorbeeld dat bedrijven van de zogenaamde nieuwe economie een anorganisch groeipatroon vertonen. Klassieke groeimodellen en waarderingstechnieken zijn ontoereikend om dergelijke bedrijven te waarderen, en de investeringsbeslissing kan dan ook niet op klassieke financieringsmethoden worden gebaseerd.

Dergelijke benaderingen, hoe imperfect ze ook zijn, zijn essentieel om op een verantwoorde manier bedrijven van de nieuwe economie te financieren. Voor vele financiers vertegenwoordigen deze anorganische bedrijven een belangrijk deel van het portfolio. Nochtans zijn de waarderingstechnieken niet aangepast. Op basis van een studie die peilde naar de gebruikte evaluatiemethoden bij 42 hoogtechnologische investeringen bleek dat in geen enkel geval de optiebenadering werd gehanteerd.<sup>72</sup> De waardering gebeurde op basis van conventionele methoden: *multiplier*-benadering (in 28 gevallen), *comparables* (in 9 gevallen), verdisconteerde kasstromen (in 31 gevallen) en nettovermogensbenadering (in 3 gevallen). Uit de cijfers blijkt dat in de meeste gevallen zowel de *multiplier* als de *comparable* werd gebruikt in combinatie met de kasstroombenadering. Het teruggrijpen naar veeleer conventionele waarderingmethoden geeft vermoedelijk de illusie van zekerheid aan de investeerders. Dit impliceert tevens een vertekening ten voordele van die bedrijven die een pseudo-organische groei kunnen aantonen in hun businessplan en een verzaken aan bedrijven gekenmerkt door interessante groeiopties.

Noch het zich onthouden van het segment van anorganische groeibedrijven op basis van klassieke technieken, noch het blindelings investeren in alles wat *dotcom* heet, is verantwoord.<sup>73</sup>

Overigens, nieuwe economie is eerst en vooral economie. Dit betekent dat de groei geen lineair verloop kent, maar een proces van opbouw van het nieuwe en afbraak van het vorige. Dit proces van creatieve destructie, zoals de Europese econoom SCHUMPETER het noemde, is eigen aan de economie. Trouwens, ze toont tegelijkertijd aan dat wat gisteren nieuw was, dit vandaag niet meer is. Nieuwe economie vervloeit met andere woorden in oude economie en de splitsing is allesbehalve zo dichotomisch als men wel graag zou aannemen. Economie bedrijven heeft te maken met het beheren van risico's en daarvoor de economische vergoeding krijgen. Een gedegen poging tot waardebeoordeling is in deze context dan ook geen overbodige luxe.

72. Studie uitgevoerd door vier researchcentra: Babson college, École de management (Lyon), Haute école commerciale (Montréal) en Cranfield college.

73. Denken we ter zake maar aan de 1 aprilgrap waarbij Nederlanders voor ettelijke miljoenen gulden inschrijven voor de beursnotering van *frei/ter*; een bedrijf gespecialiseerd in gebakken lucht (*fried air*). Niemand vroeg het, overigens onbestaande, prospectus op.

