

Door Peter Paul Buijsrogge

Waardering van ondernemingen tijdens de economische crisis

Top 5 fouten in waarderingen

Regelmatig word ik geconfronteerd met het waarderingswerk van anderen. Niet alleen tijdens vrijwillige onderhandelingen tussen verkoper en koper, maar ook bij arbitrage en contra-expertise. Goede onderhandelingen worden gevoerd op basis van argumenten. Daarbij kan het prettig zijn als je de redenering en argumenten van de ander eenvoudig kunt volgen en deze vervolgens te kunnen weerleggen door te wijzen op een fout.

De enige juiste waarderingsmethode is de Discounted Cash Flow (DCF) methode. Hierbij worden de toekomstige operationele vrije geldstromen van een onderneming contant gemaakt tegen een rendementseis. De toekomst is dus belangrijk, een koper kan zijn investering nu eenmaal niet terug verdienen met de winsten uit het verleden. Daarom zijn waarderingsmethoden die uitgaan van winsten uit het verleden volstrekt onzinnig. De huidige economische crisis maakt nog maar eens duidelijk dat winsten uit het verleden geen enkele garantie bieden voor een geldstroom in de toekomst.

Gelukkig hanteren steeds meer professionele partijen, waaronder Countus, de DCF-methode voor het waarderen van ondernemingen (groot en klein). Toch kom ik in mijn praktijk nog wel eens wat DCF-waarderingen tegen die fouten bevatten. Van de meest voorkomende fouten heb ik een top 5 gemaakt, die ik hieronder bespreek.

Top 5 fouten in DCF-waarderingen

- 1 Prognose
- 2 Rendement
- 3 Waarde aandelen
- 4 Zelfstandige vruchtdragers
- 5 Waarderingsdatum

1. Prognose

Waarde is een breuk. In de teller staan de toekomstige vrije geldstromen en in de noemer staat de rendementseis. Voor de bepaling van de teller zijn goede, realistische prognoses noodzakelijk van te verwachten ingaande en uitgaande geldstromen binnen de onderneming. In de praktijk gaat het juist hier regelmatig mis. Dit wordt veroorzaakt doordat prognoses slecht worden onderbouwd, niet stroken met de brancheverwachtingen of uitgaan van onzinnige veronderstellingen en normalisaties. Met gezond verstand of simpele verbandcontroles kan deze fout doorgaans betrekkelijk eenvoudig worden voorkomen.

2. Rendement

Ook bij de bepaling van de rendementseis worden fouten gemaakt. De rendementseis moet in relatie staan tot de risico's waarmee de te waarderen onderneming wordt geconfronteerd. Hierbij worden te vaak irrealistische uitgangspunten gebruikt. Specifieke risico's, zoals de afhankelijkheid van de eigenaren, het management, de leveranciers en afnemers, komen dan niet tot uitdrukking in de rendementseis. Nog erger wordt het als bij de waardering van MKB-ondernemingen informatie van beursfondsen wordt gebruikt. Deze informatie wordt dan gepresenteerd onder exotische benamingen als Beta's en Wacc's. Het klinkt dan allemaal erg wetenschappelijk en goed onderbouwd. Bij mij gaan echter direct alarmbellen rinkelen. Met enig rekenwerk en logica zijn bij de bepaling van de rendementseis doorgaans fouten te ontdekken die forse gaten kunnen slaan in de waarde.

3. Waarde aandelen

Vanuit de waarde van de onderneming wordt de waarde van de aandelen berekend. Hoewel deze rekensom relatief eenvoudig is gaat het ook hier meer dan eens mis. Ineens duiken er bijvoorbeeld stille reserves op of wordt niet gecorrigeerd voor vreemd vermogen. Belastinglatenties verschijnen op het strijdtoneel, tezamen met het werkkapitaal. Het lijkt wel of de boekhoudkundige wereld zich dan niets aantrekt van de economische realiteit. Ook hier geldt weer dat gauw de vinger op de zere plek kan worden gelegd.



vlnr. Bertijn Vos, Peter Paul Buijsrogge en John den Besten

4. Zelfstandige vruchtdragers

Zaken die niets met de operationele activiteiten van een onderneming te maken hebben verdienen apart aandacht. Voorbeelden zijn beleggingen, uitgeleende gelden, deelnemingen in andere ondernemingen, overtollige liquide middelen en soms onroerend goed. Het komt regelmatig voor dat geldstromen van en naar die zelfstandige vruchtdragers worden vermengd met de operationele geldstromen van de onderneming. Meestal kennen deze geldstromen een ander risico waardoor ze separaat moeten worden gewaardeerd.

5. Waarderingsdatum

Ten slotte worden fouten gemaakt met de waarderingsdatum. In schadeprocedures moet men vaak terug in de tijd. Dan moet er ook geredeneerd worden met de kennis en wetenschap die op dat tijdstip voorhanden was. Maar ook komt het voor dat de berekende waarde van een jaar geleden zonder meer wordt toegepast bij een transactie van nu. Ook hier geldt dat de logica vaak verloren gaat tijdens het ingewikkelde rekenwerk.

Tijdens contra-expertises en in voorbereiding op onderhandelingen loop ik altijd bovenstaand lijstje af. Meestal is er dan wel te "scoren" op één van de vijf onderdelen. Wellicht kunt u het ook eens gebruiken als er weer een mooi ingebonden waarderingsrapport voorbij komt.

Countus en Alias Corporate Search

Countus schakelt Alias Corporate Search regelmatig in voor waarderingsvraagstukken. Zo werken John den Besten RA (vestigingsdirecteur van Countus Apeldoorn) en Bertijn Vos AA (relatiebeheerder van Countus Hardenberg) op dit moment intensief samen met Peter Paul Buijsrogge RV. De nauwe samenwerking ziet toe op een optimale begeleiding en advisering van een Countus-relatie bij de verkoop van diens onderneming. Naast een onafhankelijke oordeelsvorming over de ondernemingswaarde wordt in onderling overleg de verkoopstrategie bepaald en worden alternatieve oplossingen zorgvuldig afgewogen. Steeds geldt dat het belang van de cliënt voorop wordt gesteld. Meer dan eens heeft deze samenwerking geleid tot aansprekende resultaten. Resultaten die overigens niet alleen worden bereikt bij bedrijfs-overdrachten of bedrijfsopvolgingen. Ook bij het oplossen van conflicten tussen aandeelhouders of in juridische kwesties kan de waarde van de onderneming een belangrijke rol spelen. Het is dan van belang deze waarde zo objectief en betrouwbaar mogelijk vast te stellen. Ook bij deze vraagstukken worden door de onderlinge samenwerking klinkende resultaten bereikt.