

Hoofdstuk 1

Het begrip ‘waarde’

1.1 Inleiding

Ieder die in het bedrijfsleven als bestuurder of adviseur actief is, maar ook degenen die bij conflicten waarin ondernemingen betrokken zijn een functie vervullen, zoals advocaten, leden van het OM en rechters, worden meer of minder frequent geconfronteerd met situaties waarbij de vraag centraal staat wat de waarde van een onderneming op een bepaald moment is, was of zal zijn. Dit boek richt zich tot al die bestuurders, adviseurs en functionarissen die niet vanuit hun beroepsachtergrond zijn geschoold in het waarderen van ondernemingen en derhalve in het beantwoorden van de hiervoor vermelde vraag, doch daar wel beroepshalve bij betrokken zijn. Daarbij is het perspectief van de jurist¹ gekozen. Dit betekent dat de vraagstelling die de jurist tegenkomt als uitgangspunt is genomen en dat voor wat betreft de veronderstelde voorkennis van het onderwerp en de noodzakelijke diepgang van behandeling, zijn opleiding en gemiddelde ervaring als basis is genomen. Het boek beoogt derhalve geen instructie-/theorieboek te zijn voor degene die een bedrijf zelfstandig moet waarderen, maar een boek dat de lezer het inzicht verschaft in het proces van waardering en de daarbij relevante factoren, teneinde het betrokkene mogelijk te maken de voor de besluitvorming relevante feiten en argumenten te kunnen onderkennen, daaromtrent adequaat te kunnen communiceren en op een verantwoorde wijze aan de besluitvorming te kunnen deelnemen.

Hoewel dit aspect in het navolgende nog menig keer naar voren zal worden gebracht lijkt het reeds hier op zijn plaats erop te wijzen dat de waardering van een onderneming, evenmin als de waardering van andere goederen en vermogensrechten, geen exacte wetenschap is zodat met betrekking tot de waardering van een onderneming, afhankelijk van de optiek die men kiest en de daarbij te hanteren uitgangspunten, tot zeer verschillende uitkomsten kan worden gekomen. Dit impliceert dat het verband tussen de waardering en de uiteindelijk overeengekomen prijs zelden eenduidig is vast te stellen.

1 Waar gesproken wordt van ‘jurist’ gelieve daaronder te begrijpen juriste en in dat geval voor ‘zijn’, ‘haar’ te lezen.

Zoals gesteld, zal de jurist in zijn praktijk met waarderingsvraagstukken omtrent ondernemingen geconfronteerd worden. Een veel voorkomende situatie betreft de waardering van de onderneming in het kader van een overname. De jurist zal als partijvertegenwoordiger zijn cliënt moeten kunnen wijzen op de risico's welke in de overeenkomst moeten worden afgedekt en zal de eventueel tussen partijen bereikte overeenstemming aangaande de waarde/prijs in een adequate juridische formulering moeten kunnen neerleggen in een overeenkomst. Ditzelfde geldt voor de ondernemingsrechtjurist die als onafhankelijke derde wordt gevraagd de tussen partijen bereikte overeenstemming vast te leggen in een overeenkomst. Een andere situatie waarbij de ondernemingsrechtjurist met waarderingsvraagstukken zal worden geconfronteerd is bij fusie en splitsingen van vennootschappen. Aan de basis van deze rechtshandelingen liggen steeds waarderingsmethodes ten grondslag. Het begrijpen van deze waarderingsmethodes zal helpen op de juiste wijze de afwikkeling vorm te geven. Ditzelfde geldt voor de inbreng van een gehele onderneming in een vennootschap tegen uitreiking van aandelen (de inbreng in natura). Een veel voorkomende rechtshandeling die in de ondernemingsrechtpraktijk aanleiding heeft gegeven tot nogal wat vragen en inmiddels ook jurisprudentie heeft opgeleverd. Ook bij de uitkoopregeling en de geschillenregeling zoals opgenomen in Titel 8 van Boek 2 BW zal de ondernemingsrechtjurist geconfronteerd worden met de vaststelling van de waarde van de betrokken pakketten aandelen en veelal daarmee verband houdend de waarde van de onderliggende onderneming. Maar ook de jurist in de familierechtpraktijk kan bij verdeling/verrekening met betrekking tot het huwelijksvermogen of bij de verdeling van een nalatenschap met de vraag naar de waarde van ondernemingen worden geconfronteerd. De curator in een faillissement of de bewindvoerder in geval van surseance kan bij zijn werkzaamheden voor de vraag komen wat de waarde van een onderneming is in geval van een doorstart en dit in vergelijking met een eventuele opbrengst bij liquidatie van de onderneming en zal uit dien hoofde bekend moeten zijn met waarderingsmethodes. Tot slot zullen in sommige civiele geschillen juristen bijvoorbeeld met de vraag geconfronteerd kunnen worden wat de schade door verlies van waarde van een onderneming is. In schadeprocedures kan de waarde van de onderneming in verschillende situaties en/of op verschillende momenten een bepalende factor voor de omvang van de schade zijn. Omtrent al deze waarderingsvraagstukken en ook in andere kwesties, zoals bijvoorbeeld ter zake van vermogens- en winstdelingsregelingen, optieregelingen et cetera kunnen geschillen ontstaan waarin de waardering centraal staat. De bespreking in dit boek richt zich met name op de waarde van de onderneming en de (mede) daaruit af te leiden waarde van de aandelen.

1.2 Het ondernemingsconcept

Een onderneming kan worden gedefinieerd als een organisatorisch verband van kapitaal en arbeid dat gericht is op deelname aan het maatschappelijk voortbrengingsproces met het doel een zodanige kasstroom te genereren dat de organisatie kan blijven voortbestaan.² De factoren kapitaal en arbeid worden gevormd door groepen van belanghebbenden die de productiefactoren aan de onderneming ter beschikking stellen. Tot de groepen van belanghebbenden kunnen worden gerekend: het personeel, de leveranciers, de afnemers, en de verschaffers van kapitaal, zijnde de aandeelhouders en verschaffers van vreemd vermogen.

Gegeven het belang van deze 'stakeholders', zal de onderneming in beginsel gericht zijn op het nastreven van continuïteit. Om de continuïteit te kunnen realiseren zal de onderneming voor elk van de stakeholders een adequate vergoeding dienen te genereren, zodat deze bereid blijven om hun samenwerking met de onderneming in de toekomst voort te zetten.

In een open markteconomie wordt ervan uitgegaan dat de markt de prijzen bepaalt die de stakeholders als een adequate vergoeding beschouwen. Dit uitgangspunt moet worden genuanceerd omdat markten vaak imperfect zijn. Bovendien wordt door de overheid soms de prijs direct of indirect gereguleerd. Voorbeelden daarvan zijn de quoteringen voor bepaalde agrarische producten en de transportkosten van energie (deze worden wel bepaald aan de hand van normatieve rendementen op basis van het geïnvesteerde vermogen).³ In het navolgende wordt steeds uitgegaan van de hypothese dat de marktprijzen de prijzen zijn waarmee de onderneming de stakeholders adequaat vergoedt. Ook indien onder omstandigheden deze hypothese geen recht doet aan de feitelijke situatie, zal op grond van de beschreven modellen met andere input- of outputprijzen moeten worden gerekend. Het zal blijken dat de rechter soms in het kader van de waardering grenzen stelt aan de marktprijs-gedachte en hij zal bepalen dat met andere aspecten als bijvoorbeeld continuïteit van de onderneming rekening moet worden gehouden door andere dan normale marktwaarden voor kapitaal of arbeid te hanteren.

2 Een dergelijke definitie werd bijvoorbeeld reeds gebruikt in de *Encyclopedie van de bedrijfseconomie*, deel 3, Deventer: Kluwer 1983.

3 Zie bijvoorbeeld artikel 13 Verordening (EG) 715/2009 van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 betreffende de voorwaarden voor de toegang tot aardgas-transmissienetten en tot intrekking van Verordening (EG) 1775/2005.

In het vervolg zal in het theoretische gedeelte ten aanzien van de waardering in beginsel ervan worden uitgegaan dat in het ondernemingsconcept de onderneming voor de benodigde productiefactoren marktconforme vergoedingen zal betalen, in de vorm van inkooprijzen van ingekochte goederen en in de vorm van beloningen voor de medewerkers die in de onderneming werkzaam zijn. Ook voor de vermogensverschaffers geldt dat de onderneming hen een marktconforme beloning zal moeten verschaffen om hen bereid te vinden hun samenwerking met de onderneming te continueren. Met andere woorden, de 'opportunity costs' zullen moeten worden goedgemaakt. Voor de verschaffers van vreemd vermogen zijn de 'opportunity costs' gelijk aan de rentevoet die correspondeert met het risico dat voor deze financieringsvorm aan de onderneming is verbonden. Voor de verschaffers van eigen vermogen geldt in principe hetzelfde; ook zij zullen een vergoeding (rendement) wensen die in overeenstemming is met het risico dat zij als verstrekker van risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan de onderneming.

1.3 Waarde in de bedrijfseconomische context

Over het waardebegrip, dat als een van de fundamenteën van de economische wetenschap wordt beschouwd, is in de economische literatuur veel en heftig gediscussieerd. De definitie van het begrip waarde die in de economische wetenschap waarschijnlijk het meest wordt gebruikt⁴ is: het nut dat een goed (of dienst) heeft voor de welvaart van het individu. Hierbij wordt onder welvaart verstaan de mate waarin mensen in hun behoefte kunnen voorzien met de middelen die hen ter beschikking staan.

Het begrip welvaart vindt zijn oorsprong in de micro-economie, waar wordt verondersteld dat elk individu streeft naar maximalisatie van zijn of haar nut. Een individu wordt verondersteld in zijn economisch handelen telkens een optimale keuze te maken, waarbij de door hem opgeofferde middelen aan hem een zo groot mogelijk nut opleveren.

Parallel aan de beginselen uit de micro-economie, wordt in de financiële economie verondersteld dat ondernemingen hun investeringsbeslissingen zodanig kiezen, dat deze maximale waardecreatie opleveren. Het streven naar maximale waarde houdt niet automatisch in dat een onderneming investeringen zal verrichten, waarvan de verwachting is dat die de hoogste winsten of kasstroom (in de literatuur wordt meestal 'cash flow' en kasstroom door elkaar gebruikt, in dit boek zal zo veel moge-

4 Zie bijvoorbeeld: *Encyclopedie van de bedrijfseconomie*, Deventer: Kluwer 1983.

lijk de aanduiding kasstroom worden gebruikt) in de toekomst zullen opleveren. In het proces van besluitvorming rondom investeringen zullen die investeringen worden verricht waarvan verwacht wordt dat die de hoogste kasstromen opleveren, gegeven het verwachte risico dat aan de investering is verbonden. Het is dus een afweging tussen enerzijds verwachte ontvangsten en uitgaven en anderzijds het risico dat hiermee gepaard gaat.

De bedrijfseconomie richt zich op de verklaring van economische verschijnselen in het bedrijfsleven. De winst c.q. het door een onderneming gegenereerde vermogensaccres wordt, tegen de achtergrond van de eerder gegeven definitie van het begrip onderneming, gezien als een goede indicator van de economische prestatie (de bijdrage aan het nut) van een onderneming. Van belang is hierbij dat men zich realiseert dat, hoewel de winst die een onderneming toont niet steeds onmiddellijk in liquide vorm aanwezig zal zijn, over het bestaan van de onderneming de geaggregeerde winst gelijk moet zijn aan de geaggregeerde kasstroom die de onderneming genereert. Winst is niet meer dan het saldo van de in de tijd aan het bedrijfsgebeuren toegerekende kasstromen.

De waarde van de onderneming is te stellen op het aanwezige eigen vermogen dat kan worden uitgekeerd zonder de continuïteit van de onderneming aan te tasten, verhoogd met de waarde van de verwachte toekomstige vrije netto kasstromen.

Indien op basis van de huidige verrichtingen binnen de onderneming de toekomstige winstverwachtingen structureel toenemen en daarmee de verwachte vrije kasstroom zal de waarde van de onderneming toenemen. Dit wordt aangeduid als waardecreatie. Het waardebegrip in de bedrijfseconomie richt zich dan ook vooral op deze bijdrage aan de winstpotentie, binnen ondernemingen ook wel genoemd bijdrage aan de waardecreatie.

De gecreëerde waarde komt in beginsel toe aan degene die de onderneming drijft. Tegen de achtergrond van hetgeen in de voorgaande alinea's is gesteld, kan de waarde van een onderneming voor degene die de onderneming drijft, gesteld worden als de waarde van de middelen die aan de onderneming kunnen worden onttrokken.

Vanuit dit perspectief bezien is de waarde van een aan te kopen onderneming voor de koper te stellen op de bijdrage van waarde aan de eigen onderneming van koper. Dit wil zeggen dat de koper zal trachten vast te stellen met welk bedrag de winst in de toekomst ten gevolge van de aankoop zal toenemen. Daarbij is niet alleen relevant de verwachte winst die de te kopen onderneming genereert, maar ook de invloed op

de winst van de kopende onderneming door bijvoorbeeld het kunnen spreiden van overheadkosten over een groter geheel aan activiteiten (zogenoemde synergievoordelen) en de eventuele extra kosten die het gevolg zijn van het integreren van de activiteiten van de gekochte onderneming in de eigen activiteiten van de kopende ondernemer.

Indien men slechts de kasstroom van de te kopen onderneming in aanmerking neemt en niet de te verwachten effecten op de totale kasstroom na overname, spreekt men van de 'standalonewaarde'. Er kan derhalve een onderscheid worden gemaakt tussen de 'standalonewaarde' van een onderneming en de waarde die wordt gegenereerd na acquisitie en integratie van de gekochte onderneming in de eigen onderneming. Beide zijn relevant om bij onderhandelingen te kennen. Ook voor andere doeleinden, zoals bij inbreng in natura, splitsing en dergelijke, is zowel de standalonewaarde als de toegevoegde waarde rekening houdend met de (synergie-)effecten van het samenwerkingsverband relevant.

Indien overigens de koper een natuurlijk persoon betreft, bijvoorbeeld in het geval van overdracht van een onderneming binnen de familie of bij een management buy out, zullen synergievoordelen niet aan de orde zijn. In dat geval zal de koper zijn calculaties van de waarde baseren op de verwachte winstgevendheid die de onderneming als zelfstandige entiteit genereert, de 'standalonesituatie' derhalve.

Bezien vanuit de verkoper is de waarde waarvan hij afstand doet, bedrijfseconomisch gezien, eveneens het in de onderneming aanwezige vermogen alsmede het verwachte vermogensaccres dat met de onderneming in de toekomst is te behalen. Daarbij spelen aspecten als doorlopende kosten na verkoop een rol, als ook noodzakelijke investeringen om de toekomstige kasstroom/het winstpotentieel in stand te houden.

Duidelijk moge zijn dat zowel vanuit het perspectief van koper als verkoper de waarde in belangrijke mate wordt bepaald door de toekomstverwachtingen met betrekking tot de bijdrage aan de welvaart van koper/verkoper.

Een verder aspect bij de beoordeling van de bijdrage aan de welvaart van koper respectievelijk verkoper is de vraag naar de alternatieven die koper en verkoper hebben om te investeren en op welke wijze zij de risico's in de verschillende alternatieven wegen. Dit verschil komt in het algemeen tot uitdrukking in de rendementseis die gesteld wordt aan investeringen die worden gedaan. Bij een hoger risico zal de investeerder een hogere potentiële vergoeding/winst wensen. Hieruit komt de mate van risicoaversie die de investeerder aanhoudt tot uitdrukking.

De hoogte van de rendementseis wordt derhalve bepaald door (i) het te behalen rendement op voorhanden zijnde alternatieven en (ii) de risicoaversie van de investeerder. De mate van risicoaversie verschilt van persoon tot persoon en van organisatie tot organisatie.

Uit het voorgaande mag duidelijk zijn dat de waardeperceptie van een onderneming van een groot aantal schattingen en andere subjectieve factoren afhankelijk is zodat niet gesproken kan worden van *de* waarde van een onderneming. Bij een waarde die genoemd wordt dienen in feite de belangrijkste subjectieve veronderstellingen te worden geëxpliciteerd wil deze enige betekenis toekomen.

1.4 Kernbegrippen

Zoals in de vorige paragraaf is toegelicht zullen vermogensverschaffers een rendementseis stellen die correspondeert met het risico dat men loopt. In dit verband is het van belang om de begrippen 'risico' en 'rendement' als kernbegrippen die de waarde in belangrijke mate bepalen nader toe te lichten.

1.4.1 Risico

In het algemene spraakgebruik wordt risico geassocieerd met de kans op schade of verlies. In de bedrijfseconomische context wordt risico gedefinieerd als de mogelijkheid dat een daadwerkelijke uitkomst verschilt van een vooraf verwachte uitkomst (onzekerheid).

Een Nederlandse staatsobligatie van € 1000 die de bezitter € 100 per jaar garandeert is risicoloos, omdat het rendement zeker is. Een belegging in aandelen ad € 1000 die een opbrengst tussen de € 0 en € 200 per jaar kan opleveren is risicovol, omdat de spreiding van de opbrengsten groot is en het initiële bedrag verloren kan gaan.

Er zijn verschillende typen risico te onderscheiden, afhankelijk van het perspectief van waaruit het risico wordt geobserveerd:

Voor ondernemingen

Operationeel risico

De mate waarin de inkomsten en uitgaven van een onderneming kunnen fluctueren. Dit hangt onder meer samen met de markten waarin de onderneming opereert en de kostenstructuur van de onderneming (variabele kosten versus vaste kosten). Aspecten die hierbij een rol spelen zijn

onder meer de mate waarin kostenstijgingen kunnen worden doorberekend in de verkoopprijzen, de afhankelijkheid van valutaontwikkelingen, de mate en de snelheid waarin de kosten van de organisatie kunnen worden aangepast aan een gewijzigd vraagvolume en algemene macro-economische factoren.

Financieel risico

De mogelijkheid dat een onderneming niet aan zijn financiële verplichtingen kan voldoen. De omvang van het financiële risico wordt bepaald door de voorspelbaarheid van de operationele kasstromen en de wijze waarop de onderneming is gefinancierd (eigen vermogen versus vreemd vermogen).

Voor beleggers

Marktrisico

De mogelijkheid dat de waarde van een belegging fluctueert door marktfactoren die niet afhankelijk zijn van ontwikkelingen die plaatsvinden binnen de onderneming waarin men belegt. Te denken valt aan algemene economische, politieke en sociale gebeurtenissen die hun weerslag hebben op 'de markt'.

Renterisico

De mogelijkheid dat veranderingen van de rentestand de waarde van een belegging beïnvloeden. In het algemeen geldt dat een belegging minder waard wordt, wanneer de rente stijgt (en omgekeerd).

Liquiditeitsrisico

De kans dat een belegging niet direct te gelde kan worden gemaakt. Dit speelt onder meer een rol bij aandelen in niet-beursgenoteerde ondernemingen, waar een liquide markt waarop de aandelen worden verhandeld doorgaans ontbreekt.

1.4.2 Rendement

Rendement is het verlies of de winst van een investering, gedurende een bepaalde periode, uitgedrukt als percentage van de investeringswaarde aan het begin van de periode. De winst bestaat uit de ontvangen kasmiddelen die door de investering zijn gegenereerd, vermeerderd met de waardeverandering van de investering gedurende de betreffende periode.

De formule voor het berekenen van het rendement op een investering gedurende periode t luidt:

$$r_t = \frac{k_t + I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Waarbij:

r_t : rendement in periode t

k_t : ontvangen kasmiddelen in periode t

I_t : waarde van de investering aan het eind van periode t

I_{t-1} : waarde van de investering aan het eind van periode t-1

Voorbeeld

Koers van een aandeel op t = 0: 100

Koers van een aandeel op t = 1: 120

Ontvangen dividend in periode t 6

Rendement in periode t:

$$r_t = \frac{6 + 120 - 100}{100} = 26\%$$

Rendement en risico

Een van de belangrijkste beginselen van de financieringstheorie is de veronderstelling dat een investeerder een hogere rendementseis stelt, naarmate het risico van een investering toeneemt. Bij elke investeringsbeslissing zal een investeerder de afweging maken of het risico opweegt tegen het verwachte rendement. Bovendien wordt verondersteld dat investeerders risicomijdend zijn (risicoavers).

Hieruit vloeit voort dat een investeerder zal kiezen om te investeren in project A waarvan de verwachte uitkomst met een grotere betrouwbaarheid kan worden geschat dan van project B (bij een gelijke omvang van de investering en gelijke verwachte gemiddelde opbrengst van de investering):

	Initiële investering	Verwachte minimale opbrengst	Verwachte gemiddelde opbrengst	Verwachte maximale opbrengst
Project A	900	950	1.000	1.050
Project B	900	500	1.000	1.500
Project A heeft de voorkeur boven project B				

Risico kan in de financiële context worden gedefinieerd als de mate van spreiding van een variabele. Naarmate de mate van spreiding groter is, neemt het risico toe. In de hiernavolgende grafiek is de mate van mogelijke uitkomsten weergegeven van investeringsproject A respectievelijk investeringsproject B.

De verwachte gemiddelde uitkomst van beide projecten is gelijk, evenwel de spreiding van project B is groter dan van project A. Rationele investeerders zullen volgens de financieringstheorie er de voorkeur aan geven om te investeren in project A.

