

DE RUIJTER

Prijs en waarde van ondernemingen

A.N.G. Janssen
P.A. de Ruijter

Inhoud

INLEIDING	3
1 DE LIQUIDATIEWAARDE	5
1.1 WAAROM DE LIQUIDATIEWAARDE?	5
1.2 BEREKENEN VAN DE LIQUIDATIEWAARDE	5
1.3 NADELEN EN GEBREKEN VAN DE LIQUIDATIEWAARDE.....	5
2 DE INVESTERINGS-RESTWAARDE	7
2.1 WAAROM DE INVESTERINGSRESTWAARDE?.....	7
2.2 BEREKENEN VAN DE INVESTERINGSRESTWAARDE	7
2.3 NADELEN EN GEBREKEN VAN DE INVESTERINGSRESTWAARDE	7
3 DE INTRINSIEKE WAARDE VAN DE ONDERNEMING	9
3.1 WAAROM DE INTRINSIEKEWAARDE?	9
3.2 BEREKENEN VAN DE INTRINSIEKEWAARDE.....	10
3.3 NADELEN EN GEBREKEN VAN DE INTRINSIEKE WAARDE	15
4 DE RENTABILITEITSWAARDE	18
4.1 WAAROM DE RENTABILITEITSWAARDE?.....	18
4.2 BEREKENEN VAN DE RENTABILITEITSWAARDE	19
4.3 NADELEN EN GEBREKEN VAN DE RENTABILITEITSWAARDE.....	20
5 DE BEURSWAARDE VAN ONDERNEMINGEN	22
5.1 WAAROM DE BEURSWAARDE?	22
5.2 BEREKENEN VAN DE BEURSWAARDE	27
5.3 NADELEN EN GEBREKEN VAN DE BEURSWAARDE	28
6 DE DISCOUNTED CASH-FLOW METHODE	30
6.1 WAAROM DE DISCOUNTED CASH-FLOW METHODE?	30
6.2 BEREKENEN VAN DE DISCOUNTED CASH-FLOW	30
6.3 NADELEN EN GEBREKEN VAN DE DISCOUNTED CASH-FLOW METHODE.....	39
7 DE PRIJS; RESULTAAT VAN ONDERHANDELEN	40
7.1 MOTIEVEN VAN VERKOPERS	40
7.2 MOTIEVEN VAN KOPERS.....	40
7.3 DE ONDERHANDELINGEN	42
LITERATUURLIJST	46
DE SCHRIJVERS	48

Inleiding

Dagelijks wisselen vele ondernemingen, geheel of gedeeltelijk, van eigenaar. Fusies en overnames zijn aan de orde van de dag. Op beurzen gaat het eigendom van menig onderneming in nieuwe handen over. En of de overname nu wel of niet via de beurs, wel of niet in contanten of wel of niet via (vriendschappelijke) onderhandelingen geschiedt, altijd zullen zowel de nieuwe als oude eigenaar goed nadenken over het te betalen respectievelijk te ontvangen bedrag voor de aandelen. Bij overnames via onderhandelingen is het vaststellen van de precieze overnamesom een belangrijk onderdeel van het onderhandelingsproces tussen de (potentiële) koper en verkoper.

Deze economische waarde geeft belangrijke informatie over de uiteindelijke vast te stellen koop- of verkoopprijs waarmee akkoord gegaan kan worden. Het bepalen van de economische waarde van een onderneming betekent het in financiële zin afwegen van de voor- en nadelen van het al dan niet eigenaar zijn van de onderneming. Dit afwegingsproces zal uiteindelijk resulteren in een in geld uitgedrukt *waardegetal*¹.

De waarde van een onderneming is een subjectief begrip. De waarde is de in geld uitgedrukte betekenis die de één aan een onderneming toekent en verschilt van die van een ander en is primair afhankelijk van de relatie die iemand tot de onderneming heeft, wat men in de toekomst wil bereiken, welke rol de onderneming hierbij kan vervullen en de alternatieven die men ziet. Het verschil in waardering is essentieel, alleen wanneer de koper een grotere financiële waarde hecht aan de onderneming dan de verkoper kan er immers een deal tot stand komen. Tijdens de onderhandelingen bij de overname van een bedrijf tasten koper en verkoper elkaar af om te achterhalen hoe beide partijen het bedrijf waarderen. Wanneer er een waardering wordt gevonden die laag genoeg is voor de koper en hoog genoeg voor de koper kan er een deal worden gesloten. Dit laatste bedrag is de uiteindelijke prijs. De prijs is dus het resultaat van waarderen en onderhandelen en is achteraf objectief vast te stellen.

In dit boek zullen een aantal methoden aan de orde komen waarmee op systematische wijze de economische waarde van een onderneming kan worden

¹ Het bepalen van de economische waarde van een onderneming is iets anders dan de *emotionele waarde*. Emotionele waarde geeft de gehechtheid van iemand tot een bepaald object aan en is niet in geld uit te drukken. Economische waarde is daarentegen de uitkomst van een volgens economische principes verlopend "rationeel" denkproces en wordt per definitie in geld uitgedrukt.

bepaald. Gestructureerde methoden helpen het proces van waardebeoordeling inzichtelijk te maken en kunnen de kwaliteit en het gemak van de waardering sterk verhogen. Een goede methode vergroot het inzicht in de factoren die de waarde van de onderneming bepalen, hun onderlinge samenhang en de richting van de invloed die ze uitoefenen: positief dan wel negatief. De (nieuw) verkregen inzichten kunnen bij de overnamebesprekingen helpen het eigen waardeoordeel met een gedegen argumentatie te onderbouwen en helpen om de waardeschatting en argumentatie van de tegenpartij te doorgronden en op haar merites te beoordelen.

In de dagelijkse praktijk worden verschillende methoden voor waardebeoordeling gebruikt. In dit boek zullen zes veelvuldig gebruikte of aangeraden methoden de revue passeren. In volgorde van bespreking zijn dit:

1. de liquidatiewaarde of directe opbrengst waarde methode
2. de investerings-restwaarde methode
3. de netto vermogenswaarde methode
4. de rentabiliteits methode
5. de beurswaarde methode
6. de discounted cash-flow methode

Voor elke methode zullen zowel de informatiewaarde, het gebruik van de methode en de gebreken worden aangegeven. De netto-vermogenswaarde, de beurswaarde methode en de discounted cash-flow methode zullen uitgebreider worden besproken gezien hun frequente gebruik in de praktijk en hun gedegen theoretische onderbouwing.

Nadat de waardebeoordelingsmethoden aan de orde zijn gekomen zal in het laatste hoofdstuk worden gekeken naar de prijs als resultaat van onderhandelingen. Aan de orde komen soorten kopers en verkopers, hun mogelijke motieven voor koop of verkoop en de rol die waardebeoordelingsmethoden bij het onderhandelingsproces kunnen spelen.

1 De liquidatiewaarde

De liquidatiewaarde, ook wel directe opbrengstwaarde genoemd, geeft de potentiële opbrengst van de onderneming bij liquidatie.

1.1 Waarom de liquidatiewaarde?

Voor de verkoper is de liquidatiewaarde interessant, omdat liquideren een alternatieve afstoot-mogelijkheid is. Om die reden wordt de liquidatiewaarde vaak gezien als bodemprijs voor de verkoper. Echter, wanneer veel waarde wordt gehecht aan het voortbestaan van de onderneming, of de verkoper geen zeggenschap heeft en derhalve zelf niet kan liquideren, kan de verkoper bereid zijn onder de liquidatiewaarde te zakken.

Voor de koper kan de liquidatiewaarde een maximumprijs zijn, wanneer hij de onderneming ook daadwerkelijk wil liquideren. Aangezien de meeste kopers het bedrijf willen voortzetten is de liquidatiewaarde uitsluitend informatief voor de onderhandelingen en zegt het niets over wat het voor de koper waard is. Voor het waarderen van het bedrijf als going-concern zijn andere methoden beter geschikt.

1.2 Berekenen van de liquidatiewaarde

De liquidatiewaarde is te berekenen door alle activa te waarderen op hun opbrengst bij verkoop na bedrijfsbeëindiging, vermindert met de schulden van de onderneming en de kosten verbonden aan liquidatie. Voor het inschatten van de kosten en opbrengsten is het belangrijk te weten of er uit gegaan wordt van een geplande of gedwongen liquidatie.

Onder verkoop-waarde van de activa wordt niet verstaan de opbrengst na het asset-strippen van het bedrijf. Er wordt dus verondersteld dat alle activa stuk voor stuk worden verkocht. Bij asset-strippen van de onderneming, waarmee corporate-raiders bekend zijn geworden, worden de gezonde delen als geheel verkocht. Er is in die gevallen geen sprake van het staken (liquideren) van de onderneming.

1.3 Nadelen en gebreken van de liquidatiewaarde

Bij het bepalen van de liquidatiewaarde zijn er een aantal struikelblokken te

noemen.

Zo geeft het herwaarderen van de activa moeilijkheden, omdat er uitgegaan moet worden van een verkoopprijs van de activa. Deze verkoopprijs wijkt af van de balanswaarden. Bovendien is de potentiële opbrengst van de activa ook afhankelijk van de tijd die er voor de verkoop is. Verder zorgen immateriële-activa als octrooien, patenten en merknamen ervoor dat het inschatten van de directe verkoopwaarde van de activa wordt bemoeilijkt.

Ook moet in acht worden genomen dat er kosten zijn verbonden aan het liquideren (afvloeiingskosten en kosten verbonden aan het afkopen van pensioenen, latente verplichtingen en contracten) en aan het vervroegd aflossen van de schulden en dat fiscale claims moeilijk zijn in te schatten.

Vanwege deze onzekerheden geeft de liquidatiewaarde geen eenduidige waarde aan en is voor het goed bepalen van de liquidatiewaarde contact met de fiscus, de bank en de leveranciers noodzakelijk. Dit maakt het waarderen volgens deze methode door derden slecht mogelijk.

2 De investeringsrestwaarde

De investeringsrestwaarde van een onderneming geeft de waarde van de onderneming waarbij de verkoper van de onderneming zijn bij aankoop geldende rendementseis waar maakt.

2.1 Waarom de investeringsrestwaarde?

Deze waarde is voor de verkoper interessant, omdat dit een waarde is waardoor de veronderstelde en het destijds door de verkoper geprognosticeerde rendement wordt waargemaakt. Voor veel verkopers is dit een bodemprijs, bij deze prijs is er namelijk geen sprake van een misinvestering. Het interessante van deze methode is het feit dat zij aangeeft dat de waarde van een bedrijf zo subjectief is, dat de huidige waarde van een bedrijf voor een verkoper zelfs totaal los kan staan van dat bedrijf. De investerings-restwaarde geeft niet aan welke waarde de onderneming heeft voor de koper.

2.2 Berekenen van de investeringsrestwaarde

De investeringsrestwaarde wordt berekend door de waarde te bepalen van de onderneming wanneer zij elk jaar exact de rendementseis zou hebben behaald over het netto door de verkoper geïnvesteerd vermogen. In formulevorm luidt de berekening als volgt:

$$IRW = \sum_{t=0}^n (I_t - D_t) * (1 + r)^{n-t}$$

IRW	= Investerings-restwaarde
I_0	= historische overnamesom, de eerste investering
D_0	= 0
r	= rendementseis als perunage
D_t	= kapitaalonttrekking (dividenden) in jaar t
I_t	= investeringen in jaar t
n	= aantal jaren dat de investering heeft gelopen

2.3 Nadelen en gebreken van de investeringsrestwaarde

De investeringsrestwaarde is een onbekende methode die derhalve nog weinig wordt gebruikt. De methode wordt hier vermeld, omdat zij goed als minimum

laat-prijs kan dienen voor de verkoper. Aangezien de methode niet weergeeft welke waarde het bedrijf heeft voor de koper, is zij voor de koper uitsluitend interessant voor gebruik tijdens de onderhandelingen. Door de investeringsrestwaarde te bieden kan een uitweg worden geboden aan de verkoper zonder dat hij gezichtsverlies lijdt. Voor de verkoper is deze waarderingsmethode eenvoudig te berekenen, voor de koper zal het moeilijk zijn om aan de juiste gegevens te komen.

3 De intrinsieke waarde van de onderneming

3.1 Waarom de intrinsiekewaarde?

De intrinsieke waarde is een kwantificering van het reële eigen vermogen van de te waarden onderneming, zoals dat verkregen wordt door somming van de waarde van de afzonderlijke activa minus de totale waarde van de passiva. Met andere woorden: de intrinsieke waarde is gelijk aan het surplus van de waarde van de bezittingen boven de schulden.

Mensen die onervaren zijn met het gebruik van de intrinsieke waarde denken al snel dat het in de balans gepresenteerde eigen vermogen representatief is voor de intrinsieke waarde van de onderneming. Dit is echter zelden het geval. In de praktijk betekent dit dat er vaak een groot aantal correcties op de gepresenteerde cijfers moeten worden gemaakt. Hiervoor is een ruime kennis en ervaring van jaarrekeninganalyse nodig. De verkoper van de onderneming dient de huidige activa en passiva éénmalig te beoordelen en te (her)waarden opdat deze de actuele waarde van de onderneming weerspiegelen. Aangezien de potentiële koper essentiële informatie over de activa en de passiva niet heeft, dient hij om de werkelijke intrinsieke waarde te bepalen de jaarrekeningen en andere financiële stukken van de onderneming over een reeks van jaren (teruggaand in de tijd) grondig te analyseren en te herwaarden.

Informatiewaarde voor de verkoper

De intrinsieke waarde is voor de eigenaar/verkoper van de te verkopen onderneming een maatstaf voor de grootte van het bedrag aan nog niet aan de onderneming onttrokken winsten (uit het verleden). De verkoper kan bij (gedeeltelijke) verkoop de doelstelling hebben om een zo groot mogelijk deel van deze *nog niet onttrokken winsten* alsnog te realiseren en uit het bedrijf te halen. De intrinsieke waarde zou dan een indicatie voor dit bedrag zijn. Met deze redenatie moet overigens zeer worden opgepast indien het totale eigen vermogen (de intrinsieke waarde) sterk afwijkt van het totaal aan winstreserves.

Informatiewaarde voor de koper

Vanuit het gezichtspunt van de potentiële koper is het gebruik van de intrinsiek waarde in feite op twee aannames gebaseerd, te weten:

1. De potentiële koper verwerft de totale onderneming van de verkoper en daarmee automatisch de *zeggenschap* over de totale onderneming.
2. De koper heeft de uitdrukkelijke intentie de voor de onderneming *normale* bedrijfsactiviteiten in de voorzienbare toekomst zonder veel wijzigingen voort

te zetten. Bepaling van de intrinsieke waarde gebeurt dus in het licht van een handavingsdoelstelling (*going concern* gedachte).

Bepaling van de intrinsieke waarde verschaft de koper inzicht in de omvang, samenstelling en waardering van het tastbare activa- en passivacomplex. Als een potentiële koper plannen heeft om zich in de nabije toekomst bezig te gaan houden met soortgelijke activiteiten als de te kopen onderneming drijft (b.v. soortgelijke *produkt-markt-combinaties* opzetten), geeft bepaling van de intrinsieke waarde de koper inzicht in de uitgaven die hij moet maken om een soortgelijk middelencomplex op te bouwen. Het zelf opzetten van de activiteiten zal normaliter een (lange) aanloopperiode vergen waarin een verhoogde managementinspanning noodzakelijk is en waarin ervaring moet worden opgedaan. Bovendien krijgt de onderneming te maken met van te voren moeilijk in te schatten opbouwkosten en aanloopverliezen. Het voordeel van het kopen van een onderneming boven het zelf opzetten van de activiteiten is dat de koper direct over de activiteiten "beschikt" en direct profijt (rendement) heeft. Dit kan uit strategisch oogpunt of bij tijdnood zeer wenselijk zijn.

Het bepalen van de intrinsieke waarde van een onderneming is voor de potentiële koper dus input in het beslissingsproces van *make or buy*. Indien de koper uiteindelijk goedkoper en/of beter uit denkt te zijn door de activiteiten zelf op te zetten en tijd en managementcapaciteit hierbij geen kritische factoren vormen, zal hij een navenant lagere prijs bieden voor de onderneming dan de intrinsieke waarde vertegenwoordigt, of van de koop afzien en de activiteiten zelf opstarten.

3.2 Berekenen van de intrinsiekewaarde

Om tot een goede en *faire* bepaling van de intrinsieke waarde en het jaarresultaat van een onderneming te komen, moet een algemeen geaccepteerd waarderingstelsel worden gebruikt dat het beste aansluit bij de doelstellingen van de waardering. Een dergelijk stelsel van afspraken is de *actuele waarderingsgrondslag*. De *actuele waarderingsgrondslag* hoort de leidraad te zijn bij het bepalen van de intrinsieke waarde. De actuele waarderingsgrondslag zal in de deze paragraaf uitgebreid worden behandeld. Hoewel de keuze voor een bepaald waarderingstelsel maatgevend is voor het resultaat van het waarderingsproces, zijn ook binnen de diverse stelsels nog een groot aantal manieren beschikbaar waarop de verschillende balansposten gewaardeerd en opgevoerd kunnen worden. In de rest van deze paragraaf worden daarom de punten en problemen behandeld die bij de analyse van de jaarrekening aan de orde moeten komen en waar speciale aandacht aan zal moeten worden gegeven. Op een aantal van deze

punten en problemen zal dieper worden ingegaan. Voor detailinformatie wordt verwezen naar de literatuurlijst.

De actuele waardegrondslag

Voor elk goed (activum) gelden twee waarde-oordelen:

1. de opbrengstwaarde van het goed;
2. de vervangingswaarde van het goed.

Er kunnen twee soorten opbrengstwaarde worden onderscheiden, namelijk: de *directe* en de *indirecte opbrengstwaarde*. De directe opbrengstwaarde wordt bepaald door de opbrengst die het goed bij rechtstreekse verkoop oplevert, terwijl de indirecte opbrengstwaarde wordt afgeleid uit de opbrengst van de produkten, die (mede) met het activum worden voortgebracht. Duidelijk zal zijn dat de indirecte opbrengstwaarde alleen voor produktiemiddelen relevant is. De directe opbrengstwaarde is vergelijkbaar met de liquidatiewaarde van een activum hoewel bij liquidatie de tijdsdruk een grotere rol speelt. De directe opbrengstwaarde van een activum is meestal lager dan de indirecte opbrengstwaarde. Algemeen gesteld, is voor de bezitter van het produktiemiddel de hoogste opbrengstwaarde (direct/indirect) bepalend voor de waarde die het produktiemiddel voor de bezitter vertegenwoordigt.

De vervangingswaarde van een goed (activum) wordt afgeleid uit de bedragen die bij vervanging moeten worden besteed aan dat goed, of aan een goed dat dezelfde economische functie heeft. De gedachte die achter de vervangingswaarde schuilt, is dat het goed essentieel is bij de voortzetting van de normale bedrijfsactiviteiten en het goed dus op termijn vervangen zal moeten worden. De theorie van de actuele waarde is nu als volgt:

1. De actuele waarde van een activum is gedefinieerd als een beredeneerde keuze tussen de vervangingswaarde of de (hoogste) opbrengstwaarde van het activum.
2. Bij het waardenen gaat het om de waarde van het activum op het moment van waardenen.

De keuze die gemaakt is tussen de vervangingswaarde of de opbrengstwaarde, moet dus goed te motiveren zijn door de functie die goederen in het produktiecomplex/*proces* (*Rens ?*) vervullen of gaan vervullen. De produktiemiddelen of voorraden die gebruikt worden bij een deel van het productieproces waarvan bekend is dat het op termijn gestopt wordt, en niet voor vervanging in aanmerking komt, mogen dus niet op vervangingswaarde worden gewaardeerd, maar moeten op opbrengstwaarde worden gewaardeerd. Voorraden en produktiemiddelen die worden vervangen door economisch gelijkwaardige

goederen dienen tegen vervangingswaarde of lagere opbrengstwaarde te worden gewaardeerd (voorzichtigheidsbeginsel). Indien bekend is dat produktiemiddelen en/of voorraden op korte termijn zullen worden afgestoten, zullen ze op *directe* opbrengstwaarde moeten worden gewaardeerd.

Naast de actuele waardegrondslag zijn er nog een aantal andere stelsels op basis waarvan de jaarrekening kan worden opgesteld. Internationaal is het bijvoorbeeld het meest gebruikelijk de jaarrekening op basis van historische kosten vast te stellen. Om internationale vergelijking mogelijk te maken, gaan ook Nederlandse beursgenoteerde bedrijven hier steeds vaker toe over (153 van 164 beursgenoteerde ondernemingen). De verschillende stelsels kunnen zeer uiteenlopende resultaten qua eigen vermogen en/of netto-winst te zien geven. Om de werkelijke intrinsieke waarde van een onderneming te bepalen zal de jaarrekening echter altijd op de actuele waarde moeten worden ge(her)waardeerd. De analist zal in de gevallen waarbij niet op basis van actuele waarde is gewaardeerd zo goed en nauwkeurig mogelijk een "nieuwe" jaarrekening moeten opstellen op basis van de actuele waarde. Ook in de gevallen dat er wel op actuele waarde is gewaardeerd zal nauwkeurig bekeken moeten worden of dit wel correct is gebeurd (denk aan het verschil tussen opbrengst- en vervangingswaarde). In veel gevallen zullen correcties gemaakt moeten worden.

De verwerking van (bijzondere) baten en lasten

Er zijn in principe twee opvattingen over hoe mutaties in het eigen vermogen moeten worden verwerkt: de "all inclusive income statement" (aiis) opvatting en de "current operating income statement" (cois) opvatting. Bij de aiis-opvatting worden in principe alle mutaties in het eigen vermogen over de winst- en verliesrekening geleid. Uitzonderingen hierop zijn herwaarderingen van activa en vergroting van het aandelenkapitaal. Bij de cois-opvatting worden de financiële mutaties die het gevolg zijn van de normale bedrijfsactiviteiten, in de winst- en verliesrekening verwerkt terwijl de meer *bijzondere* posten rechtstreeks in het eigen vermogen worden verwerkt. Door toepassing van de cois-opvatting bestaat het gevaar van misleiding; negatieve mutaties worden bijvoorbeeld via het eigen vermogen gemuteerd en positieve via de winst- en verliesrekening. In het algemeen vindt men dat slechts in een beperkt aantal gevallen directe mutatie van het eigen vermogen is toegestaan. Per financiële bate en last zal bekeken moeten worden welke opvatting is gevolgd en of dit terecht is gebeurd.

De waardering van deelnemingen

Voor het waarderen van deelnemingen in de (geconsolideerde) balans en het verwerken van de resultaten van deelnemingen in de (geconsolideerde) winst- en verliesrekening kunnen verschillende methoden worden gebruikt met zeer

uiteenlopende gevolgen voor de geconsolideerde balans en resultatenrekening. Bij de jaarrekeninganalyse moet gekeken worden welke methode is gevolgd en of dit terecht is gebeurt. Hier moet onderzoek naar worden gedaan. Ook binnen de verschillende verwerkingswijzen zijn weer allerlei varianten mogelijk. De wijze van verwerking van deelnemingen hangt van allerlei factoren af en met de vraag welke functie de deelneming voor de onderneming heeft. Bij het onderzoek naar de verwerking van deelnemingen moeten altijd drie vragen worden gesteld en beantwoord:

1. Op welke balans staat de deelneming (de vennootschappelijke of de geconsolideerde)?
2. Hoe wordt de deelneming gewaardeerd?
3. Waarom is de betreffende waarderingsmethodiek gevolgd en is dit terecht gebeurd?

Bij het bepalen van de intrinsieke waarde zal telkens een verwerkingswijze worden gekozen welke aansluit bij de actuele waarde grondslag. Indien bijvoorbeeld een deelneming puur als belegging wordt aangehouden, zal ze op (geschatte) beurs- of verkoopwaarde moeten worden gewaardeerd, terwijl een (echte) dochteronderneming op basis van de intrinsieke waarde (volgens actuele waarde) moet worden opgenomen.

Verwerking van goodwill in de jaarrekening

Een belangrijke vraag bij het beoordelen van een onderneming is hoe goodwill in de jaarrekening wordt verwerkt. Goodwill wordt in principe gedefinieerd als het gedeelte van het bedrag dat voor een overgenomen onderneming is betaald boven de intrinsieke waarde (gewaardeerd volgens de waarderingsgrondslag van de *koper*) van de overgenomen onderneming. De betaalde goodwill kan op verschillende manieren in de jaarrekening worden verwerkt:

1. Bij verwerving wordt de betaalde goodwill direct ten laste van het resultaat gebracht.
2. De goodwill wordt geactiveerd en (langzaam) afgeschreven.
3. De betaalde goodwill wordt van het eigen vermogen afgeboekt.
4. Pooling methode (in Nederland niet toegestaan). Bij pooling is objectief gezien geen sprake van een overname maar verenigingen twee ondernemingen zich met elkaar. Bij consolidatie worden alle activa en passiva tegen hun oorspronkelijke boekwaarden opgenomen. Pooling is alleen toegestaan als een fusie door aandelenruil is geëffectueerd.

De wijze van verwerking van de goodwill kan een zeer groot effect hebben op de gepresenteerde resultaten en intrinsieke waarde van een onderneming. Direct afboeken van het eigen vermogen kan tot een aanzienlijke daling van het eigen

vermogen leiden; de winst van de onderneming wordt door het afboeken echter niet beïnvloed terwijl dit bij *activering of direct ten laste van het resultaat brengen* wel het geval is. Afboeking van het eigen vermogen leidt dus tot hogere jaarwinsten en een lagere solvabiliteit. Samen met Engeland is Nederland het enige land ter wereld waar het direct afboeken van het eigen vermogen (nog) is toegestaan (in 1992 zal het in Engeland waarschijnlijk worden verboden). Illustratief voor het verschil dat tussen activering of directe afboeking van goodwill in de jaarrekening ontstaat is het geval Unilever. Unilever boekt alle verworven goodwill direct van het eigen vermogen af. Zou ze volgens de Amerikaanse methode haar jaarrekening opstellen (d.i. goodwill activeren en afschrijven), dan zou haar eigen vermogen ca. | 10 miljard hoger uitvallen en de jaarlijkse winst ca. | 200 miljoen lager.

Indien een overname als een normale investering in activa wordt beschouwd dient deze in de jaarrekening dan ook als zodanig te worden behandeld. Dien ten gevolge is de enige goede methode van verwerking van goodwill in de jaarrekening het activeren en (langzaam) *afschrijvingen*. De activerings en afschrijving methode wordt dan ook ten sterkste aangeraden bij de analyse en herstructurering van de jaarrekening.

Stelselwijzigingen

Veel ondernemingen voeren met regelmaat kleinere of grotere wijzigingen door in het stelsel volgens welke de jaarrekening wordt opgesteld. Zulke stelselwijzigingen zijn alleen toelaatbaar indien er gegronde redenen voor bestaan of als het inzicht in de gepresenteerde cijfers wordt verbeterd. Stelselwijzigingen bemoeilijken de vergelijking van opeenvolgende jaarrekeningen en kunnen belangrijke effecten hebben op de gepresenteerde jaarrekening. Ze kunnen bijvoorbeeld worden gebruikt om de jaarcijfers op te poetsen. Bij de jaarrekening-analyse moet worden onderzocht of, en waarom er stelselwijzigingen zijn doorgevoerd en welk effect de stelselwijziging op de getoonde jaarrekeningen hebben (gehad). Het komt helaas nog zeer vaak voor dat er in de jaarrekening geen of onduidelijk melding wordt gemaakt van de stelselwijziging of dat een (goede) motivatie ontbreekt. Dit betekent dat de analist extra alert moet zijn op wijzigingen in de jaarrekening ten opzichte van voorgaande jaren.

Off-balance verplichtingen

Off-balance verplichtingen zijn (langlopende) verplichtingen die het bedrijf ten opzichte van derden heeft en waarvan de economische waarde niet op de balans staat vermeld. Gedacht kan worden aan lease-contracten, langlopende afnamecontracten, valuta-indekkingstransacties, financieringsarrangementen e.d.. Belangrijke off-balance verplichtingen moeten door een onderneming altijd in de

toelichting op de cijfers in de jaarrekening worden vermeld. Veel off-balance verplichtingen zijn in feite economische schuldposities die bij het bepalen van de intrinsieke waarde van de onderneming moeten worden meegenomen.

Waardering van immateriële activa

Waardering van immateriële activa in de balans scheidt veel problemen en vindt in Nederland maar op beperkte schaal plaats. Bij immateriële activa kan worden gedacht aan patenten, octrooien, uitgeefrechten, merken, etc. In de praktijk vindt meestal alleen activering plaats als de immateriële activa extern zijn aangekocht. Alleen de kosten die gemaakt zijn voor het verwerven van immateriële activa worden dan over een vrij lange periode (ca. twintig jaar) afgeschreven. Doordat het toekennen van een waarde aan immateriële activa zeer subjectief en vaak onmogelijk is, plus het feit dat de waardering betrekking heeft op onzekere in de toekomst te behalen opbrengsten, is het verstandig bij de bepaling van de intrinsieke waarde van een onderneming (welke uitgaat van de huidige situatie) af te zien van waardering van immateriële activa. Gezien de complexiteit van het vraagstuk, zal bij een overname de waardering van immateriële activa apart in de onderhandelingen over de overname-som aan de orde moeten komen.

Overige belangrijke punten bij de jaarrekening-analyse

Hieronder staan nog een achttal belangrijke punten waar speciaal opgelet moet worden bij de analyse van de jaarrekening:

- Op welke wijze worden belastingen en subsidies in de jaarrekening verwerkt?
- Zijn er exorbitante onderhoudskosten doordat in deze post "hidden" afschrijvingskosten in zijn verwerkt?
- Hoe groot is de post "diverse kosten", is dit realistisch en waaruit is deze kostenpost opgebouwd (er kunnen bijvoorbeeld R&D-uitgaven in zitten die eigenlijk geactiveerd hadden moeten worden).
- Welk beleid volgt de onderneming ten aanzien van het vormen en afboeken van voorzieningen in de jaarrekening en welk deel van de voorzieningen heeft het karakter van eigen vermogen en moet dus tot het eigen vermogen worden gerekend (denk bijvoorbeeld aan de verwerking van WIR premies)?
- Hoe worden pensioenverplichtingen aan werknemers in en buiten de balans om verwerkt?
- Hoe worden vreemde valuta's en valutaresultaten in de jaarrekening verwerkt?
- Zijn er geheime reserves (denk aan de VAR-stroffenpot van de banken) en hoe groot zijn deze ongeveer?

3.3 Nadelen en gebreken van de intrinsieke waarde

De bepaling van de intrinsieke waarde van een onderneming vormt belangrijke input bij het proces van onderhandelen over de *prijs* van de te verhandelen onderneming te komen. De *werkelijk* waarde -een subjectief begrip- van de onderneming geeft de intrinsieke waarde zeker niet weer en wel om de volgende redenen:

1. De afzonderlijke activa en passiva worden gewaardeerd zonder rekening te houden met het geheel van de onderneming; het is derhalve een puur accountancy-analytisch waardebegrip. Het houdt geen rekening met de werkelijke bedrijfsprocessen.
2. De intrinsieke waarde is niet toekomst georiënteerd maar geeft slechts een momentopname. De methode baseert zich op een balans die in wezen niet meer dan gestold verleden is. Uiteindelijk gaat het om in de toekomst te genereren winsten niet om een momentopname van een voorraadgrootheid.
3. De intrinsieke waarde zegt niets over de (toekomstige) winstgevendheid van het bedrijf en geeft geen indicatie over welke kasstroom (dividend) er onder normaal (voorzichtig) beleid uit het bedrijf gehaald kan worden of er misschien juist in geïnvesteerd moet worden.
4. De waardering geeft slechts boekhoudkundige informatie (de inkoopwaarde van de activa) en vertelt niets over de sterke en zwakke punten van een organisatie zoals het personeelsbestand, marktposities, kennis, innovatiekracht, cultuur, etc...

De doelstelling die gekoppeld is aan het waarderen van een onderneming kan voor een groot deel de uitkomst van de intrinsieke waardebepaling beïnvloeden. Zo zal een aanstaande koper (van een onderneming) die een belangrijk deel van de normale bedrijfsactiviteiten wil afstoten of zelfs het totale bedrijf wil strippen, tot een *voor hem* heel andere intrinsieke waarde komen dan een koper die zonder wijzigingen de bedrijfsactiviteiten wil voortzetten. Het gebruik van de intrinsieke waarde bij de onderhandelingen tussen koper en verkoper is daarom in principe alleen mogelijk indien de koper en verkoper beiden van de *going concern* (overname en continueren van de bedrijfsactiviteiten) gedachte uitgaan.

In de praktijk ziet men bovendien dat vooral bij de goed geleide en goed renderende familie-BV's vaak om fiscale redenen weinig dividend aan de (familie)aandeelhouders wordt uitgekeerd. De BV wordt dan als een soort spaarpot gebruikt waardoor de intrinsieke waarde zeer hoog wordt en de niet-bedrijfsgebonden liquiditeiten en beleggingen een groot deel van het eigen vermogen zijn gaan vormen. De leencapaciteit (welk bedrag kan de onderneming lenen onder de voorwaarde dat gezonde vermogensverhoudingen worden gehandhaafd) van dergelijke ondernemingen is vaak zeer groot en zou eigenlijk bij de intrinsieke waarde moeten worden opgeteld. Dit bedrag kan namelijk zonder consequenties

uit de onderneming worden gehaald. Duidelijk is ook dat gebruik van de intrinsieke waarde zeer misleidend is als de winstgevendheid van de onderneming (erg) laag is. Er wordt dan een hoog bedrag voor de onderneming betaald terwijl de *rentabiliteitswaarde* relatief laag is. Bepaling van de *rentabiliteitswaarde* van een onderneming is nauw verweven met de bepaling van de intrinsieke waarde van een onderneming. Het volgende hoofdstuk gaat in op de bepaling en het gebruik van de *rentabiliteitswaarde*.

4 De rentabiliteitswaarde

In tegenstelling tot de intrinsieke waardebepaling, is de rentabiliteitswaarde van een onderneming afhankelijk van de in de *toekomst* door de onderneming te behalen winsten. De rentabiliteitswaarde van een onderneming is gelijk aan de *contante waarde* van de toekomstig te behalen *gemiddelde* netto-jaarwinst (winst ná belasting).

4.1 Waarom de rentabiliteitswaarde?

Bij gebruik van rentabiliteitswaarde-methode worden het te kopen bedrijf (i.c. de *normale* bedrijfsactiviteiten) als een investeringsobject behandeld dat over een (oneindige) periode aan een bepaalde rendementseis moet voldoen. De te hanteren rendementseis kan van koper tot (ver)koper verschillen. De bepaalde rentabiliteitswaarde is voor de potentiële koper (in principe) het *maximale* bedrag dat hij bereid is te "investeren" waarbij nog net aan zijn rendementseis wordt voldaan. Daarboven wordt niet meer aan zijn rendementseis voldaan, daaronder wel. De koper zal dus beginnen met een lagere bieding dan de door hem bepaalde rentabiliteitswaarde. Voor de verkoper van (een gedeelte van) de onderneming geldt precies het omgekeerde: de door de verkoper bepaalde rentabiliteitswaarde is (in principe) het minimale bedrag dat hij voor de onderneming wil krijgen; hij zal bij de onderhandelingen in eerste instantie dus op een hoger bedrag inzetten.

Net als het gebruik van de intrinsiekewaarde methode, ligt in het gebruik van de rentabiliteitswaarde de *going concern* gedachte opgesloten. Het bestaan van (de waarde van) afzonderlijke activa speelt nu echter geen rol; het gaat bij gebruik bij de rentabiliteitsmethode om de onderneming in totaliteit als waardescheppend *geheel*. De beslissing om de onderneming te (ver)kopen wordt dus als een zuivere en rationeel bepaalde (des)investeringbeslissing gezien. In tegenstelling tot de intrinsieke waardebepaling, geeft de rentabiliteitswaarde echter duidelijk weer dat waardebepaling subjectief is; d.i., de uitkomst van het waardebepalingsproces is afhankelijk van degene die waardeert. Het verkrijgen van zeggenschap hoeft bij het gebruik van de rentabiliteitswaarde ook geen rol te spelen. Een koper kan uit een puur beleggingsmotief een gedeelte van een onderneming verwerven. Indien voor het waarden en selecteren van de belegging van de rentabiliteitswaarde methode gebruik is gemaakt, kan dit tot problemen leiden als verondersteld is dat de (jaar)winsten ook daadwerkelijk (gedeeltelijk) worden uitgekeerd; indien zeggenschap ontbreekt bestaat hiervoor geen enkele garantie. In de praktijk zal in zulke gevallen sprake moeten zijn van een echte dochteronderneming om te garanderen dat de netto-winsten ook daadwerkelijk aan de koper toevallen.

Indien het bij het beleggingsmotief puur om het behalen van koerswinsten gaat, hoeft het niet uitkeren van de netto-winsten geen problemen op te leveren.

4.2 Berekenen van de rentabiliteitswaarde

De rentabiliteitswaarde is een toekomst georiënteerde waardebepalingsmethode, wat betekent dat de toekomstige resultaten, uit de normale bedrijfsactiviteiten van de onderneming, geprognostiseerd dienen te worden. Om de toekomstige winsten te voorspellen, wordt bij de rentabiliteitswaarde gebruik gemaakt van informatie over de historische jaarrekeningen. In veel gevallen wordt het *genormaliseerde* resultaat uit het verleden als schatter voor de toekomstige jaarwinsten genomen. Onder normaliseren wordt hierbij verstaan: "het interpreteerbaar en vergelijkbaar maken van jaarrekeningen". Bij het normaliseren moet de jaarrekening geherformuleerd en gestandaardiseerd worden volgens de algemeen gangbare waardeeringsgrondslagen en -normen (i.c. de *actuele waarderingsgrondslag*). Om tot een betrouwbare vaststelling van de rentabiliteitswaarde te komen, zal derhalve grotendeels dezelfde analyse-cyclus gevolgd moeten worden als bij het bepalen van de intrinsieke waarde van de onderneming. Een neven-effect van het normaliseren van de jaarcijfers is dat gelijk ook de intrinsieke waarde van de onderneming wordt verkregen.

Nadat de gemiddeld te behalen netto-winst is geprognostiseerd, moet deze winst worden gekapitaliseerd. Dit gebeurt tegen de disconteringsvoet die de rendementseis van de (potentiële) (ver)koper op eigen vermogen na belasting weerspiegelt. De kapitalisatieperiode is oneindig. De formule voor het berekenen van de rentabiliteitswaarde luidt als volgt:

$$\text{Rentabiliteitswaarde} = \frac{\text{gemiddelde toekomstige netto - winst}}{\text{rendementseis}}$$

De te hanteren rendementseis (na belasting) op het eigen vermogen, bestaat uit een nominale rentevoet (als perunage) vermeerderd met een vergoeding (de risicopremie) voor het risico dat over de investering wordt gelopen. De nominale rentevoet is de rente die op langlopende (5 à 10 jaar) staatsobligaties wordt genoten. De risicopremie betreft een opslag voor het risico dat de *verwachte* winst niet overeenstemt met de prognoses. Zeer bepalend voor de risicopremie is de kwaliteit van de winst. De kwaliteit van de winst wordt bepaald door de duurzaamheid van de winst (structureel versus incidenteel), de liquiditeit van de winst (welke kasstromen kunnen uit het bedrijf worden gehaald) en de stabiliteit van de winst. De stabiliteit van de winst is afhankelijk van het algemene macro-

economische risico, het bedrijfstakrisico en het risico dat is gemoeid met het investeren in het bedrijf zelf.

Bij gebruik van de rentabiliteitsmethode moeten zelfstandige vruchtdragers (opbrengst genererende activiteiten die niet bij de normale bedrijfsvoering horen) apart worden behandeld. Overtollige activa, die op korte termijn zullen worden afgestoten, moeten bijvoorbeeld tegen directe opbrengstwaarde worden gevalueerd.

4.3 Nadelen en gebreken van de rentabiliteitswaarde

De rentabiliteitswaarde-methode is, in tegenstelling tot de intrinsieke waarde-bepaling, een op de toekomst georiënteerde methode en daarom beter geschikt voor het waarderen van ondernemingen. Toch kleven er ook aan het gebruik van de rentabiliteitswaarde een aantal grote nadelen en duidelijke bezwaren:

1. De methode houdt geen rekening met de vermogensstructuur van de te waarderen onderneming.
2. De methode houdt geen rekening met de wijze waarop de investering gefinancierd zal worden.
3. De toekomstige netto-winsten worden geprognoseerd op basis van resultaten uit het verleden.
4. De rentabiliteitswaarde methode werkt met netto-winsten in plaats van met netto-kasstroom. Er wordt dus geen rekening gehouden met winstinsthoudingen, te verrichten investeringen en aflossing en opname van leningen e.d. (in feite is dit ook al bij punt 1 en 2 gezegd).
5. Er wordt bij de prognose van de toekomstige netto-winsten geen rekening met de inflatie gehouden. Er kan echter verondersteld worden dat de netto-winsten bijna altijd (in enige mate) met de inflatie mee zullen groeien.
6. Verondersteld wordt dat de voor de toekomst geprognoseerde winst tot in het oneindige op een constant niveau blijft. Dit is zeer onwaarschijnlijk; met de levenscyclus van ondernemingen wordt bijvoorbeeld geen enkele rekening gehouden.
7. Netto-winsten worden in principe niet gecorrigeerd voor inflatie, terwijl de rendementseis hier wel door wordt beïnvloed.
8. Het tijdsaspect van de toekomstig te behalen winsten wordt door de rentabiliteitswaarde berekening versimpeld tot een uitkering in één keer op het tijdstip van aankopen.
9. Er wordt geen rekening gehouden met synergie-effecten die kunnen optreden bij de over te nemen onderneming en de onderneming van de koper.

De nadelen die aan het gebruik van de rentabiliteitsmethode als waardebepler van een onderneming zijn verbonden, kunnen door het gebruik van andere waarderingsmethoden (bijvoorbeeld de *discounted cash-flow* methode) worden ondervangen onder behoud van de voordelen (toekomstgeoriënteerd, rationele investeringsbeslissing, etc.). Gezien de duidelijke gebreken die de rentabiliteitsmethode heeft, moet zeer worden opgepast met het gebruik van deze methode bij de waardering van ondernemingen.

5 De beurswaarde van ondernemingen

5.1 Waarom de beurswaarde?

De beurswaarde is een veel gebruikte methode om de waarde van ondernemingen vast te stellen. De beurswaarde van een onderneming wordt berekend door het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen met de op het moment van waardebepaling geldende prijs (koers) van de aandelen op de beurs. De beurskoers is de *evenwichtsprijs* die tot stand komt onder invloed van vraag en aanbod van beleggers naar het desbetreffende aandeel. De beurswaarde is de waarde die de gemiddelde beleggers aan een onderneming als *beleggingsobject* toekent. Bij het beleggen in aandelen gaat het om de onderneming als rendement (winst) genererend geheel. Voor ondernemingen die niet aan de beurs zijn genoteerd kan de waardebepaling geschieden door de beurswaarde van soortgelijke ondernemingen, of ondernemingen die in dezelfde sector actief zijn, en wel aan de beurs genoteerd zijn als indicator te gebruiken.

Aandelen als rendementsgoed

Het kopen van (investeren in) financiële titels, zoals bijvoorbeeld aandelen en obligaties, gebeurt meestal vanuit een ander perspectief dan het investeren in (*handels*)goederen. Bij het verhandelen van goederen gaat het om het kopen of verkopen van een goed dat zal worden geconsumeerd, verwerkt of getransformeerd; het gaat dus om de (economische) gebruikswaarde van het goed. Effecten (waardepapieren) zijn daarentegen een *rendementsgoed* en worden niet geconsumeerd, verwerkt of getransformeerd. De uitgever van de waardepapieren -financiële titels- heeft als doel het verkrijgen van vermogen. In ruil voor het ter beschikking stellen van het vermogen (uitlenen) eist de koper (de vermogenverschaffer) van effecten een adequate beloning voor het ter beschikking stellen van het vermogen. De beloning is een vergoeding voor het uitgesteld *nut* van de vermogenverschaffer en is gerelateerd aan de termijn waarover het geld beschikbaar wordt gesteld en de risico's (b.v. dat het geld niet meer wordt teruggegeven) die de vermogenverschaffer loopt. Investeren in financiële titels (beleggen) gebeurt dus op basis van de *tijdwaarde* van geld en het risico dat de vermogenverschaffer loopt. Bij aandelen wordt het te behalen rendement bepaald door de tijdens de beleggingsperiode te ontvangen dividenden plus de te behalen koersstijging (daling). Het rendement dat beleggers op aandelen eisen is afhankelijk van de risico's die gemoeid zijn met de belegging. Aan het beleggen in aandelen, ofwel het ter beschikking stellen van ondernemend vermogen aan een onderneming, zijn relatief grote risico's verbonden; het op aandelen te behalen rendement is namelijk afhankelijk van de hoogte van de toekomstige

winstgevendheid van de onderneming en is derhalve onzeker. Gezien de risico's die aan het beschikbaar stellen van risico-dragend vermogen zijn verbonden, zullen de aandeelhouders een hogere vergoeding eisen dan wanneer zij hun geld in risico-loze eerste klas staatsobligaties steken, die een zekere en van tevoren bekende vergoeding leveren. De rente die op risico-loze staatsleningen wordt vergoed, wordt de *risicovrije* rente (rendement) genoemd. De vergoeding die beleggers boven de risicovrije rente eisen, wordt heel toepasselijk de *risicopremie* genoemd.

De waarde van een aandeel

De huidige prijs van een aandeel hangt af van de opbrengst die beleggers (investeerders) *verwachten* als ze het aandeel kopen en het rendement dat beleggers op het aandeel eisen.

De door beleggers verwachte opbrengst van een belegging in aandelen, is van twee elementen afhankelijk:

1. De over de beleggingsperiode verwachte te ontvangen dividenden.
2. Het verwachte verschil tussen de aankoop- en verkoopkoers van het aandeel.

De hoogte van de rendementseis is afhankelijk van het risico de met de verwachte opbrengst is gemoeid en de hoogte van de risicovrije rentevoet.

Elke belegger kan met de hiervoor genoemde gegevens de voor hem of haar redelijke lijkende waarde (fair value) voor het aandeel uitrekenen waarbij het aandeel het door hem of haar gewenste (geëiste) rendement oplevert. Op het moment dat de marktprijs van een aandeel lager is dan de uitgerekenen fair value zal het aandeel gekocht worden, als de prijs hoger is, zal het geëiste rendement niet gehaald kunnen worden en zal het aandeel niet worden gekocht of juist verkocht als de belegger het in bezit heeft. De marktprijs van het aandeel is nu de resultante van de vraag en aanbod naar het aandeel. De marktprijs is een evenwichtsprijs; bij deze prijs houden vraag en aanbod elkaar in evenwicht.

Het tot stand komen van veranderingen in de marktprijs van aandelen
Indien door nieuw beschikbaar komende informatie blijkt dat de voor een aandeel te verwachten opbrengst en/of het te eisen rendement bijgesteld moet(en) worden, betekent dit dat voor het aandeel een andere fair value zal gelden. Het blijkt dat de koers van effecten in zulke gevallen zeer snel een nieuwe evenwichtstoestand bereikt. De consequentie hiervan is dat normaal gesproken de prijs van een aandeel een evenwichtsprijs is en dat het verwachte en vereiste rendement van een aandeel gelijk aan elkaar zijn.

De efficiënte markthypothese

In 1970 heeft Fama een beroemd stuk gepubliceerd over de efficiency waarmee financiële markten functioneren. Met *efficiency* van de markt wordt bedoeld met welke precisie, d.i. juistheid, financiële titels worden gewaardeerd. Als bij een nauwkeurige analyse van alle relevante en beschikbare informatie komt vast te staan dat de *marktprijs* van een aandeel te hoog of te laag is, dan kan geconcludeerd worden dat het aandeel niet juist geprijsd is en dat het aandeel *overgewaardeerd*, respectievelijk *ondergewaardeerd* is. De markt werkt op dat moment dus niet efficiënt. De precisie waarmee financiële titels op financiële markten worden gewaardeerd, is van een drietal factoren afhankelijk:

1. Hoe snel nieuwe informatie over alle marktpartijen wordt verspreid.
2. Hoe snel de deelnemers aan de markt de nieuwe informatie in hun koop- of verkoopgedrag verwerken.
3. Hoe snel de koersen van financiële titels zich aan de nieuwe informatie aanpassen.

Als de koersen van effecten zich snel aan alle nieuw beschikbare informatie aanpassen, kan gesteld worden dat de effectenmarkt relatief efficiënt is. Als daarentegen nieuwe informatie maar langzaam in de markt doorsijpelt en investeerders rustig aan doen met het analyseren en reageren op de nieuwe informatie, zullen effecten vaak over- of ondergewaardeerd zijn en kan gesproken worden van een niet-efficiënte effectenmarkt. Als de effectenmarkten niet efficiënt zijn, hebben de alerte en goed geïnformeerde beleggers een voorsprong op andere marktpartijen en kunnen ze gegarandeerde risicoloze winsten maken door op een handige manier effecten te kopen en te verkopen. De formele definitie van een efficiënte markt is als volgt: *Een financiële markt is efficiënt wanneer in de prijzen van financiële titels op elk moment alle relevante en beschikbare informatie is verwerkt.*

De efficiënte markthypothese onderkent drie vormen van markt-efficiency:

1. In de *zwakke vorm* van markt-efficiency is in de *huidige* prijs van financiële titels alle informatie verwerkt die in de historische prijzen van financiële titels aanwezig is. Dit betekent dat geen enkele belegger/investeerder in staat is overrendementen te genereren op basis van informatie over historische prijzen of rendementen.
2. Bij de *semi-sterke* vorm van markt-efficiency is op elk moment alle openbare en vrij beschikbare informatie in de prijs van financiële titels verwerkt. Dit betekent dat geen enkele belegger/investeerder in staat is overrendementen te behalen op basis van openbare en vrij beschikbare informatie, zoals bijvoorbeeld jaarverslagen en beleggingsadviezen.

3. Bij de *sterke vorm* van markt-efficiency is op elk moment alle informatie in de prijs van financiële titels verwerkt; zowel alle openbare en vrij beschikbare, als alle niet-openbare en niet vrij beschikbare informatie (ook wel *inside-information* genoemd).

Indien de financiële markten efficiënt zijn (semi-sterke of sterke vorm) heeft dit de volgende consequenties:

1. Omdat alle financiële titels juist zijn geprijsd, zijn deze *perfecte substituten* van elkaar. De implicatie hiervan is dat de contante waarde van elke investering gelijk is aan de dan geldende beurskoers indien de kasstromen tegen de, volgens de financiële markten, *juiste* kapitaliseringsvoet wordt gediscoteerd.
2. Als effecten perfecte substituten voor elkaar vormen, dan kunnen beleggers zonder enige moeite een wijde variëteit aan management-beslissingen dupliceren: *Homemade financial decision making is a low-cost alternative to corporate financial decision making*. Een gevolg hiervan is dat beleggers sneller en tegen lagere kosten kunnen diversificeren dan het management van ondernemingen. Dit betekent dat op risico-spreiding gerichte conglomeratie of diversificatie uit den boze is.
3. *De huidige (momentane) prijzen van effecten zijn de beste voorspellers voor de toekomstige prijzen*. Waarom? Omdat duizenden beleggers continu informatie aan het verzamelen zijn om elkaar de loef af te steken. Als iemand denkt dat hij of zij de markt kan verslaan, door bijvoorbeeld de toekomstige rente of aandelenprijzen (beter) te voorspellen dan de andere marktpartijen, dan moet diegene zich afvragen wat hij of zij beter weet dan duizenden anderen.
4. De prijs van effecten reageert direct en nauwkeurig op nieuw beschikbare informatie.
5. De koersveranderingen van effecten zijn volstrekt willekeurig omdat op elk moment onbekend is welke nieuwe informatie er beschikbaar zal komen.
6. Handelsregels en heuristieken zijn niet in staat om op lange termijn *superieure rendementen* (ten opzichte van het markt-rendement) te genereren.
7. Professionele beleggers en handelaren, als groep en als individu, zijn niet in staat superieure rendementen te genereren (over langere termijn gemeten).

Als de financiële markten inderdaad semi-sterk efficiënt zijn en financiële titels derhalve inderdaad juist worden geprijsd, heeft dit belangrijke implicaties voor financiële managers, (potentiële) overnemers en beleggers die in ondernemingen c.q. aandelen willen investeren. Als de totale onderneming *an sich* beschouwd wordt als een rendement genererend object, dan is namelijk vanuit rende-

mentsoptiek de beurswaarde de enige juiste waarde van de onderneming.

Empirische toetsing van de efficiënte markthypothese

De overgrote meerderheid van de studies naar de efficiency van financiële markten, heeft uitgewezen dat ze inderdaad een efficiency hebben die nagenoeg conform is aan de semi-sterke vorm van de efficiënte markthypothese (Copeland & Weston, *Managerial Finance*, 1986, p. 523 - p. 549).

Er zijn, ondanks dat het nauwelijks te onderzoeken is, echter redelijk veel aanwijzingen dat de financiële markten niet beantwoorden aan de sterke vorm van markt-efficiency en dat het wel degelijk mogelijk is om met inside-informatie superieure rendementen te behalen. Vooral bij management buy-outs speelt dit een belangrijke rol; het zittende management (alleen maar inside-informatie) is tenslotte de potentiële koper van de onderneming. In principe moeten zij beter in staat zijn de waarde van de onderneming te bepalen dan andere beleggers die alleen de beschikking hebben over openbare informatie. De beurswaarde kan bij management buy-outs in die gevallen gebruikt worden als inter-subjectieve compromis-prijs tijdens de onderhandelingen.

Liquiditeit van de financiële markten

Indien een markt onvoldoende liquide is, zullen de kopers een *liquiditeitspremie* eisen als vergoeding voor de extra risico's die ze lopen door de koop van de effecten. Dit betekent dat bij aankoop een lagere prijs dan de voor de financiële titel juiste rendementswaarde wordt geboden en bij verkoop juist een hogere zal worden gevraagd. Bied- en laat-koersen liggen bij niet-liquide markten dan ook ver uit elkaar. Aangezien bij de hoofd-fondsen op de Nederlandse beurs de bieden en de laatkoersen zeer dicht bij elkaar liggen kan verondersteld worden dat die markt liquide genoemd kan worden.

Hoewel een liquide markt bijdraagt aan de efficiëncy waarmee financiële titels worden gewaardeerd, hoeft een niet-liquide markt nog niet te betekenen dat de prijzen van aandelen (over langere termijn) onjuist zijn. Dit zou namelijk betekenen dat er structureel overrendementen behaald zouden kunnen worden, wat erg onwaarschijnlijk is.

Argumenten voor de beurswaarde

Aangezien uit vele empirische onderzoeken naar voren is gekomen dat het functioneren van de meeste financiële markten voldoet aan de semi-sterke vorm van de efficiënte markthypothese, kan gesteld worden dat de beurswaarde in veel gevallen de juiste waarde voor een onderneming is wanneer de onderneming puur als op zich zelf staand rendementsobject of beleggingsobject wordt beschouwd. Andere positieve aspecten van het gebruik van de beurswaarde zijn dat ze op de

toekomst is gericht, snel te bepalen is, dat er rekening wordt gehouden met het risico van de onderneming en rekening wordt gehouden met de financieringsstructuur van de onderneming. De beurswaarde geeft aan de verkoper van de onderneming derhalve de juiste, op de toekomst gerichte en objectieve waardering van de onderneming, wanneer deze wordt gezien rendementsgoed. Ze weerspiegelt echter niet de (subjectieve) waarde die de over te nemen onderneming voor de koper heeft. Wel kan in al die gevallen de beurswaarde als richtsnoer tijdens de onderhandelingen dienen.

5.2 Berekenen van de beurswaarde

De beurswaarde van een beursgenoteerde onderneming is het produkt van de actuele beurskoers en het aantal uitstaande aandelen. De bepaling van de beurswaarde van niet-beursgenoteerde ondernemingen is, zoals de naam al impliceert, niet vast te stellen omdat er geen beurskoers bekend is. De beurswaarde van beursgenoteerde ondernemingen kan echter wel als hulpmiddel worden gebruikt voor het benaderen van de beurswaarde van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Hiervoor zijn verschillende methoden beschikbaar.

Vergelijking

Voor het benaderen van de "beurswaarde" van niet-beursgenoteerde ondernemingen kan de beurswaarde van vergelijkbare wel beursgenoteerde ondernemingen als indicator worden gehanteerd. De beurswaarde van de beursgenoteerde onderneming kan gecorrigeerd worden met een ratio waarvan verondersteld wordt dat hij de waardeverhouding ten opzichte van de niet-beursgenoteerde onderneming weergeeft. Als basis voor de ratio's kunnen bijvoorbeeld de winstverhoudingen, omzetverhoudingen of personeelsomvangverhoudingen worden genomen.

Koers/winst verhoudingen

Voor elke beursgenoteerde onderneming is de koers/winst ratio te berekenen, door de huidige koers van een aandeel te delen door de netto-winst per aandeel van het laatste boekjaar (na belastingen). Voor het bepalen van de netto-winst van een onderneming zal, zoals bij de bepaling van de intrinsieke- en rentabiliteitswaarde al naar voren is gekomen, gebruik gemaakt dienen te worden van *genormaliseerde winstcijfers* om tot valide en generaliseerbare resultaten te komen.

Indien voor een niet-beursgenoteerde onderneming een soortgelijke onderneming wordt gevonden waarvoor dezelfde trend qua winstontwikkelingen wordt

verwacht en waarvoor ook een gelijkwaardig soort risico wordt verondersteld, dan kan voor de niet-beursgenoteerde onderneming een ongeveer gelijke koers/winst verhouding worden verondersteld. Om de "beurswaarde" van de niet-beursgenoteerde onderneming te bepalen, moet de netto-winst (over het laatste boekjaar) van de te waarderen onderneming worden vermenigvuldigd met de koers/winst verhouding van de vergelijkbare beursgenoteerde onderneming. Indien daar redenen voor zijn, kunnen er nog correcties op de koers/winst verhouding van de beursgenoteerde onderneming worden aangebracht.

5.3 Nadelen en gebreken van de beurswaarde

Bij de bepaling van de beurswaarde gaat het om de onderneming als *afzonderlijk* geheel, waarbij het puur om het *passief* verkrijgen van *rendement* gaat. Het hebben of verkrijgen van zeggenschap over de onderneming waarin belegd wordt, speelt derhalve bij het tot stand komen van de beurskoers geen enkele rol. Echter, bij veel overnames en participaties gaat het niet om een belegging, maar is het verkrijgen van (mede)zeggenschap of invloed in de over te nemen onderneming een van de hoofddoelstellingen. Door het verkrijgen van zeggenschap of invloed kan er intensief tussen twee ondernemingen worden samengewerkt en kunnen er synergie-, rationalisatie- en andere voordelen worden gerealiseerd. Ook andere redenen die niet via een rendementsmaatstaf te meten zijn spelen vaak een rol spelen bij de overname van een onderneming. Boven de beurswaarde zal in de praktijk dan ook vaak een *overnamepremie* worden betaald. Dit geeft aan dat de koper verwacht dat de waarde van het eigen of het overgenomen bedrijf in zijn handen zal veranderen en derhalve de beurswaarde niet de juiste waarde weergeeft. Naast het feit dat bij meerdere biedende partijen meestal (niet te rationaliseren) prijsopdrijving plaatsvindt, kunnen de volgende oorzaken de reden zijn dat een koper bereid is een overnamepremie te betalen:

1. Verwachte realisatie van synergie- en besparingseffecten.
2. De financieringsstructuur van de overnamekandidaat is niet optimaal; de koper is van plan deze wel te optimaliseren zodat kostenbesparingen bereikt kunnen worden waardoor de onderneming meer waard wordt.
3. Het management van de onderneming zal vervangen worden door beter management, of het zittende management zal beter functioneren (agency-theorie), waardoor het prestatieniveau van de onderneming toeneemt.
4. De koper heeft inside-informatie en is op grond daarvan bereid meer voor de onderneming te bieden.

Uit empirische studies blijkt dat de betaalde overnamepremie in veel gevallen hoger blijkt te zijn dan de uiteindelijk gerealiseerde overwinsten. De koper leidt

dan in feite waardeverlies. De door de koper te behalen voordelen boven de beurskoers blijken bovendien in de praktijk vaak, via de betaalde overnamesom, aan de verkoper van de onderneming toe te vallen in plaats van aan de koper, terwijl de laatste toch de uiteindelijk taak heeft de onzekere voordelen te realiseren (Moerland, 1991).

Aangezien er niet bewezen is dat de financiële markten sterk-efficiënt zijn en de koers van aandelen op basis van onvolledige (alleen openbare) informatie tot stand komt, kan betwijfeld worden of de beurswaarde wel een goede beoordeling van de waarde van een onderneming is. Na het verwerven van de onderneming kan de waarde van de onderneming heel anders blijken te zijn als additionele, tot dan toe geheime, informatie wordt verkregen. Overigens geldt deze redenering ook voor veel andere waardebepalingsmethoden.

Naast de moeilijkheden die ontstaan als men de beurswaarde wil gebruiken voor het waarderen van niet-beursgenoteerde ondernemingen, is een ander groot probleem het continu fluctueren van de beurskoers en daardoor de beurswaarde van een onderneming. De beurswaarde kan in korte tijd behoorlijk wijzigen en biedt tijdens het onderhandelen, die behoorlijk wat tijd kunnen vergen, weinig zekerheid. Het fluctueren is geen stimulans voor het gebruik van de beurswaarde tijdens de onderhandelingen over de verkoopprijs. Het probleem kan enigszins worden ondervangen door in eerste instantie over een waarde-*range* te onderhandelen in plaats van over één vaste waarde.

6 De discounted cash-flow methode

Er zijn verschillende methoden om een bedrijf te waarderen op grond van discounted cash-flows. De methoden hebben gemeen dat de waarde van een bedrijf wordt bepaald door het contant maken van de toekomstige kasstromen die door het bedrijf worden gegenereerd. Voor het berekenen van deze contante waarde is informatie nodig over de verwachte (netto) kasstromen en, wanneer de kasstromen slechts over een beperkte periode bepaald kunnen worden, de restwaarde van de onderneming aan het eind van die periode en de disconteringsvoet waarmee de kasstromen en de restwaarde contant worden gemaakt. Op welke wijze deze basis-grootheden worden vastgesteld, onderscheidt de verschillende discounted cash-flow methoden van elkaar. Een consistente en veel gebruikte methode voor het berekenen van de waarde van een onderneming op discounted cash-flow basis is de twee-staps-methode volgens Prof. dr. L. Traas.

6.1 Waarom de discounted cash-flow methode?

Wanneer de discounted cash-flow methode wordt gebruikt, wordt verondersteld dat de over te nemen onderneming wordt voortgezet (going concern). Dit impliceert dat het bij de eigenaar gaat om een gewone investering. De discounted cash-flow methode waardeert de onderneming op dezelfde manier als gebruikelijk is bij (duurzame) produktiemiddelen in de investeringsleer. Hierdoor kan men het investeren in een onderneming vergelijken met andere investeringsmogelijkheden. De verkoper weet door het berekenen van de waarde van de onderneming op basis van de discounted cash-flow methode wat de waarde van het bedrijf is, wanneer hij besluit het te continueren. Voor de koper geeft het aan wat de waarde van het bedrijf is, wanneer hij besluit het bedrijf te kopen en het vervolgens op dezelfde of andere wijze voortzet. De effecten van bijvoorbeeld management wijzigingen, synergie of reorganisaties kunnen in de cash-flow berekening worden meegenomen.

6.2 Berekenen van de discounted cash-flow

Voor het berekenen van de waarde van een onderneming volgens de discounted cash-flow methode, als beschreven in de twee-staps-methode volgens Traas, zijn de volgende gegevens nodig:

1. De verwachte kasstromen gegenereerd door de activa over een bepaalde periode en de daarbij behorende disconteringsvoet.
2. De verwachte betalingsverplichtingen voortvloeiend uit de overgenomen schulden en de daarbij behorende disconteringsvoet(en).

3. De restwaarde van de onderneming.

De verwachte kasstromen gegenereerd door de activa

De voor de eigenaar vrijvallende opbrengst van de investering in een bedrijf, valt samen met het bedrijfsresultaat minus de over de bruto-winst betaalde belasting, opgehoogt met de afschrijvingen minus de (des)investeringen in duurzame produktie middelen en netto-werkkapitaal. Aangezien deze kasstromen over langere termijn steeds slechter te voorspellen zijn beperkt men zich meestal tot een periode van circa vijf jaar.

Aangezien het investeringsbeleid kan veranderen bij overname en zeker niet hoeft samen te vallen met de afschrijvingen, is het verstandig er niet van uit te gaan dat de (des)investeringen gelijk zullen zijn aan de afschrijvingen.

De netto-opbrengst -cash-flow- verkrijgt men door van het bedrijfsresultaat de volgende posten af te trekken of bij op te tellen:

- af: De betaalde belasting over de bruto-winst.
- af: Het saldo van de (des)investeringen in produktiemiddelen en netto-werkkapitaal.
- bij: De afschrijvingen.

Het bepalen van de verwachte bedrijfsresultaat vergt een grondige kwantitatieve en kwalitatieve analyse. Over het voorspellen van deze verwachte bedrijfsresultaten (op basis van de actuele waardegrondslag) willen wij binnen dit artikel niet uitweiden, voor bedrijfskundigen moet hieromtrent al het een en ander bekend zijn. Het verdient de aanbeveling om voor verschillende (economische of beleids) scenario's de verwachte kasstromen te berekenen.

Met de onzekere kasstroom moet ook de jaarlijks te betalen rente worden vergoed (er wordt namelijk uit gegaan van het bedrijfresultaat en niet van de netto-winst). De onzekere kasstroom is derhalve een vergoeding voor zowel het eigen als vreemd vermogen. Derhalve dient hiervoor de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet als disconteringsvoet te worden gebruikt. In een aparte paragraaf zal worden behandeld hoe deze gewogen gemiddelde disconteringsvoet kan worden bepaald.

De verwachte betalingsverplichtingen

De verwachte betalingsverplichtingen, de op schulden te betalen rente en de aflossingen, zijn zeker en dienen derhalve gedisconteerd te worden tegen de kostenvoet voor vreemd vermogen. In de formule onderaan in deze paragraaf is één sommatie op genomen voor de zekere stroom, wanneer echter verschillende

zekere stromen een andere disconteringsvoet vragen, zullen deze apart gesommeerd moeten worden. Een alternatief voor het apart sommeren van verschillende zekere stromen is het gebruik maken van een gewogen gemiddelde kostenvoet voor vreemd vermogen.

De restwaarde

De restwaarde aan het eind van de periode waarvoor de kasstromen nauwkeurig kunnen worden vastgesteld (vaak zo'n vijf jaar) kan op verschillende manieren worden bepaald. Een veel gebruikte methode is de rentabiliteitswaarde berekening, omdat men veronderstelt dat het bedrijf zich na vijf jaar weer stabiel gaat gedragen. Wanneer het echter de bedoeling is om na vijf jaar de onderneming te liquideren of te verkopen op de beurs, verdienen deze waardebeoordelingsmethoden natuurlijk de voorkeur. Daarnaast wordt er op het ogenblik aan gedacht om de waarde van het bedrijf aan het eind van de periode waarvoor de kasstromen bekend zijn, te waarderen volgens de optie-theorie. Gezien het onzekere karakter van de restwaarde is dit voorwaar geen slecht idee.

De methode in formule-vorm

Wanneer de bovenstaande elementaire gegevens boven tafel zijn, kan de discounted cash-flow waarde van het bedrijf volgens de twee-staps-methode van Traas worden bepaald door de economische waarde van de schulden (zekere kasstromen) af te trekken van de contante waarde van de cash-flows (onzekere kasstromen) vermindert met een belastingaftrek voor het anders waarderen van de schuld, vermeerderd met de contant gemaakte restwaarde.

In formule-vorm ziet het geheel er als volgt uit:

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{Bena_t + Afs_t - I_t}{(1 + k_0)^t} - (1 - b) \sum_{t=1}^n \frac{R_t + Afl_t}{(1 + k_v)^t} - b * VV + \frac{RW}{(1 + k_0)^n}$$

n = aantal jaren waarover de winsten voorspelt worden

Bena_t = bedrijfsresultaat minus de belasting over de bruto-winst in jaar t

Afs_t = afschrijvingen in jaar t

I_t = investeringen in duurzame productie middelen en netto werkkapitaal

R_t = te betalen rente in jaar t

Afl_t = aflossingen in jaar t

VV = huidige vreemd vermogen exclusief crediteuren

k₀ = gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet (perunage)

k_v = kostenvoet van het vreemd vermogen (perunage)

b = belastingspercentage
RW_n = restwaarde in jaar n

De disconteringsvoet voor de onzekere kasstromen

Het totale vermogen van een onderneming bestaat uit een deel vreemd vermogen en een deel eigen vermogen. Aan allebei de soorten vermogen zijn kosten verbonden: de kosten van het eigen vermogen en de kosten van het vreemd vermogen. Voor de onderneming zijn de kosten equivalent aan de vergoeding die vermogensverschaffers op het door hen ter beschikking gestelde vermogen eisen (na belasting). Per vermogenssoort worden andere vergoedingen geëist. Zo zal voor kort vreemd vermogen een andere vergoeding gelden dan voor langlopend vreemd vermogen of aandelenkapitaal. Aan de hand van de verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen en de per vermogenscategorie geldende kosten, kan de gewogen gemiddelde kostenvoet van een onderneming worden bepaald. Deze gewogen gemiddelde kostenvoet is de disconteringsvoet die voor het disconteren van de onzekere kasstromen gebruikt moet worden. De disconteringsvoeten zijn afhankelijk van het risico dat met het ter beschikking stellen van het vermogen is gemoeid.

Voor de bepaling van de gewichten moeten in principe de marktwwaarden (niet de boekwaarden!) van de verschillende vermogenscategorieën worden gebruikt. In veel gevallen zijn deze marktwwaarden echter niet bekend of moeilijk te achterhalen. Er zullen daarom in de tekst enkele suggesties worden gedaan waarmee dit probleem enigszins kan worden opgelost.

Het risico van een belegging (investering)

Aan het investeren in het eigen vermogen van een onderneming zijn risico's verbonden; het te behalen rendement (de in de toekomst te behalen onttrekbare ondernemingswinsten en de toekomstige waarde van het bedrijf) is namelijk onzeker. Het risico dat met de investering in het eigen vermogen van een onderneming is gemoeid, kan in twee soorten worden gesplitst, namelijk:

1. Het *algemene* of *systematische risico*. Dit is het *macro-economische* risico waaraan elke onderneming onderhevig is en waardoor het *reële* (na inflatie) rendement wordt beïnvloed. Belangrijke macro-economische factoren die het systematische risico bepalen zijn bijvoorbeeld de hoogte van de reële en nominale rente, de industriële productie, de energieprijzen, etc..
Alle ondernemingen in een land zijn in meer of mindere mate aan het macro-economische risico onderhevig. Per onderneming verschilt de gevoeligheid voor macro-economische factoren. Belangrijke factoren die de gevoeligheid van een onderneming voor het macro-economische risico bepalen zijn de

financieringsstructuur van de onderneming, de branche waarin de onderneming actief is en de kapitaalintensiteit van het productieproces.

2. Het *specifieke* risico. Het specifieke risico is het gedeelte van het totale (met de investering gemoeide) risico dat niet te verklaren valt uit het systematisch risico. Het specifieke risico van een onderneming is afhankelijk van het zittende management, het marketingbeleid, de specifieke produktbeleid van de onderneming, etc...

Het gewogen (naar rato van de waarde van ondernemingen) gemiddelde van het rendement op het eigen vermogen van *alle* ondernemingen (in een land), wordt het *marktrendement* genoemd. Meestal spreekt men niet van het marktrendement, maar van het rendement van de *marktportefeuille*. Het rendementsrisico van de marktportefeuille is het systematische risico. Het gekwantificeerde systematische risico is logischerwijs de variantie van het marktrendement, oftewel de variantie van het rendement van de marktportefeuille.

Het rendementsrisico dat men loopt door deel te nemen (te investeren) in het eigen vermogen van een onderneming, kan worden gekwantificeerd in de variantie van het op de investering (het kopen van de onderneming) te behalen rendement. Een gedeelte van deze variantie (risico) wordt veroorzaakt door de gevoeligheid van de betreffende onderneming voor het systematische risico. De rest van de variantie is specifiek voor de onderneming.

Het specifieke risico kan door diversificatie volledig worden geelimineerd. Wanneer een belegger namelijk meerdere fondsen in portefeuille houdt, zal door de covariantiestructuur tussen de verschillende fondsen blijken dat de totale variantie (risico) tendeert naar een bepaalde minimale waarde, i.c. het systematische risico. Dit is ook logisch, want hoe meer fondsen er in portefeuille worden genomen, hoe meer de portefeuille op de marktportefeuille gaat lijken. Het systematische risico is afhankelijk van de macro-economische ontwikkelingen en kan derhalve niet worden weg-gediversificeerd. Omdat beleggers de mogelijkheid hebben om (vrijwel) kosteloos, door diversificatie, het specifieke risico uit hun aandelen-portefeuille te verwijderen, zullen beleggers bij de bepaling van het rendement dat ze ten aanzien van een fonds eisen (verwachten), geen risicopremie eisen voor het specifieke risico waaraan het fonds onderhevig is. De veronderstelling hierbij is dat mensen risico-avers zijn. Voor de gevoeligheid van een onderneming voor het systematische risico eisen de beleggers wel een risicopremie. Dit risico kan namelijk niet worden weggediversificeerd.

De betekenis van het voorgaande is dat indien verondersteld wordt dat mensen risico-avers zijn, het niet te rechtvaardigen valt dat in de disconteringsvoet die gebruikt wordt om de verwachte onzekere kasstromen te kapitaliseren, voor zover die aan de eigen vermogenverschaffer(s) toekomt, een opslag zit voor het specifieke risico. Alleen voor de gevoeligheid van de onderneming voor het

systematische risico mag een risicopremie worden geëist.

Bepaling van de gevoeligheid van een onderneming voor het systematische risico (de beta)

De maatstaf voor de gevoeligheid van een onderneming voor het systematische risico wordt aangeduid met de β -factor van de onderneming. De β -factor is ondernemingsspecifiek. De formule voor de berekening van de β -factor luidt als volgt:

$$\beta = \frac{COV(R_j, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Hierbij geeft R_j het over fonds j behaalde (te behalen) rendement en R_m het behaalde (te behalen) rendement op de marktportefeuille.

Zoals al eerder is gemeld, is de beta van een fonds afhankelijk van de wijze waarop de onderneming is gefinancierd, d.i. de financieringsstructuur van de onderneming. Als de beta van een onderneming die alleen met eigen vermogen is gefinancierd wordt aangeduid met β_u , en de beta van een onderneming die is gefinancierd met zowel vreemd als eigen vermogen met β_l , dan kunnen de beta's als volgt in elkaar worden uitgedrukt:

$$\beta_l = \beta_u + \beta_u \frac{VV(1-T)}{EV}$$

Hierbij is VV de *marktwaarde* van het vreemd vermogen, exclusief de crediteuren, van de onderneming, EV de *marktwaarde* van het eigen vermogen van de onderneming en T het voor de onderneming geldende vennootschapsbelastingpercentage. De marktwaarde van het eigen vermogen van beursgenoteerde ondernemingen is natuurlijk gelijk aan de beurswaarde. De β_u wordt de "unlevered" beta genoemd, terwijl β_l met "levered" beta wordt aangeduid.

Om te kijken wat de invloed van een bepaalde financieringsstructuur op de beta (β_l) van een onderneming heeft, is het dus belangrijk de *unlevered*-beta (β_u) van de onderneming te kennen.

De beta van een onderneming kan op verschillende manieren worden bepaald. De beta kan bijvoorbeeld worden bepaald door middel van een kwalitatieve analyse van de onderneming gecombineerd met (macro-economische) scenario-analyse voor de betreffende onderneming. Verder beschikken diverse banken en financiële adviesdiensten over zogenaamde beta-tabellen waarin de gemiddelde

unlevered-beta's voor verschillende bedrijfstakken staan vermeld. De bedrijfstak beta's kunnen, mits aangepast voor de financieringsstructuur, als redelijke objectieve beta voor een onderneming worden gebruikt als die in dezelfde bedrijfstak actief is. Een andere zeer vaak gebruikte methode (alleen toepasbaar op beurs-genoteerde ondernemingen) is het berekenen van de beta-factor van een onderneming aan de hand van historische koersgegevens van het fonds en historische koersgegevens van de marktindex. Omdat de beta van een fonds niet stationair is, moet bij de berekening van de beta met behulp van koersgegevens, niet al te ver terug worden gegaan in de tijd (maximaal 5 jaar). Als de onderneming niet beursgenoteerd is, kunnen in plaats van de historische koersen, de historische netto-kasstroom (ten gunste van aandeelhouders) worden gebruikt in combinatie met het rendement op de marktportefeuille (via de marktindex). De netto-kasstroom dienen dan het liefst op kwartaalbasis te worden genomen.

De rendementseis (kostenvoet) ten aanzien van het eigen vermogen
Met behulp van het volgende model (een uitwerking van het *Capital Asset Pricing Model*) kan het voor een bepaald fonds verwachte (d.i. het geëiste) rendement op het eigen vermogen worden uitgerekend:

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_j$$

De gepresenteerde vergelijking wordt de *Security Market Line* genoemd. In het model is $E(R_j)$ het voor fonds j verwachte rendement en $E(R_m)$ het voor de totale markt verwachte gemiddelde rendement. De term R_f is de aanduiding voor het risicovrije rendement (de risico-loze rente) dat op eersteklas staatsobligaties (looptijd 5 à 10 jaar) behaald kan worden. De β -factor is de maatstaf voor de gevoeligheid van (het rendement van) de onderneming voor het systematisch risico. Als bijvoorbeeld op de beurs de koers van het marktgemiddelde (de marktindex) met 3 punten daalt en de beta van een fonds 2 is, dan zal de koers van het fonds met 6 punten dalen want het fonds is 2x zo gevoelig voor het systematisch risico (β -factor is 2) als de marktportefeuille. Het verschil tussen het verwachte marktrendement R_m en het risicovrije rendement R_f wordt de risicopremie voor het marktrisico genoemd.

De kostenvoet van het eigen vermogen, i.c. het op aandelenkapitaal geëiste rendement, is gelijk aan het via de *Security Market Line* te berekenen verwachte rendement op het eigen vermogen van de te waarderen onderneming.

De kostenvoet van vreemd vermogen

Voor de disconteringsvoet van het vreemd vermogen van de over te nemen onderneming, moet de rendementseis die geldt voor het vreemd vermogen van de eigen onderneming (i.c. de potentiële koper) worden genomen. Als het

vreemd vermogen bestaat uit een combinatie van langlopend en kortlopend vreemd vermogen, moet een gewogen gemiddelde worden genomen. De gemiddelde, over beide soorten vreemd vermogen genomen, rendementseis wordt dan berekend op basis van het aandeel (percentage) van beide vermogenscategorieën in het totale vreemd vermogen (exclusief de crediteuren). Bij de bepaling van de rendementseis voor het vreemd vermogen van een onderneming, moet gekeken worden naar de hoogte van de rentes die de koper op vreemd vermogen moet betalen wanneer hij op het huidige moment leningen zou aangaan.

De hoogte van de kostenvoet van het vreemde vermogen is afhankelijk van de hoeveelheid vreemd vermogen waarmee een onderneming is gefinancierd. Een hoger percentage vreemd vermogen betekent een grotere kans dat de onderneming niet meer aan zijn aflossingsverplichtingen en/of rentebetalingen kan voldoen; de schuldeisers zullen dan navenant hogere rentes vragen waardoor de kostenvoet stijgt.

De kostenvoet van het totale vermogen

Het totale vermogen, tegen marktwaarden, waarmee een onderneming wordt gefinancierd, of zal gaan worden gefinancierd, bestaat uit een portie eigen vermogen (het aandelenkapitaal) en een portie vreemd vermogen. De kostenvoet van dit totale vermogen is een gewogen gemiddelde van de kostenvoeten van het eigen en het vreemd vermogen. De hoogte van deze kostenvoet, k_o , varieert met de verhouding tussen het eigen en het vreemd vermogen. De gewogen gemiddelde kostenvoet wordt gebruikt om de onzekere kasstromen in de DCF-formule te disconteren.

Een wezenlijk onderdeel van de twee-staps methode van Traas is het bepalen van de toekomstige gewenste vermogensverhouding van de over te nemen onderneming. Deze toekomstige vermogensverhouding kan sterk verschillen van de huidige financieringsverhouding als de koper van plan is de onderneming financieel te herstructureren. Het verbeteren van de vermogensverhouding kan belangrijke kostenbesparingen opleveren, zodat hiermee rekening moet worden gehouden bij het vaststellen van de waarde die een onderneming voor de (potentiële) koper heeft.

De uitdrukking voor de gewogen gemiddelde kostenvoet voor het totale vermogen luidt:

$$k_o = \frac{VV}{VV + EV} k_v + \frac{EV}{VV + EV} k_e$$

Hierbij zijn k_v en k_e de kostenvoeten van respectievelijk het vreemd en het eigen vermogen.

De porties vreemd en eigen vermogen moeten op basis van marktwaarden worden bepaald. De bepaling van de marktwaarde van het eigen vermogen in veel gevallen onmogelijk omdat dit juist het doel van de discounted cash-flow berekening is. Wel is het mogelijk om een gewenste (optimale) verhouding tussen eigen en vreemd vermogen vast te stellen. Als de gewenste vermogensverhouding is vastgesteld, kan met behulp van deze vermogensverhouding en de unlevered-beta van de onderneming, de levered-beta worden berekend en daarmee de kostenvoet van het eigen vermogen. De optimale vermogensverhouding kan op verschillende wijzen worden bepaald:

1. Op basis van de interest coverage ratio.
2. Op basis van de solvabiliteitsverhouding tegen marktwaarden.
3. Op basis van het minimaliseren van k_0 .

De interest coverage ratio geeft aan in welke mate de jaarlijkse rentelasten van een onderneming worden gedekt door de jaarlijkse netto-winst, oftewel of ze aan een belangrijk deel van haar financiële verplichten kan voldoen. De definitie voor de ratio luidt:

$$\frac{\text{nettowinst} + \text{rente}}{\text{rente}}$$

Door financiële analisten en kredietverlenende banken wordt deze ratio veel gehanteerd. Als vuistregel geldt dat een doorsnee industriële onderneming nog een aanvaardbare financiële positie heeft als de ratio niet kleiner is dan 2.

De solvabiliteitsverhouding is van oudsher een belangrijke en veel gebruikte ratio om de financiële gezondheid van een onderneming te meten. De definitie van de ratio luidt:

$$\text{solvabiliteit} = \frac{EV}{EV + VV}$$

Het belang van de solvabiliteitsratio is in de loop der jaren sterk afgenomen. De gemiddelde solvabiliteit van ondernemingen kan per branche sterk verschillen; er zijn geen duidelijke vuistregels voor een optimale waarde aan te geven.

Vaak stelt men dat als de solvabiliteit van een onderneming onder de 0.25 komt, het bedrijf in de gevarenszone raakt. Hoewel de solvabiliteit meestal op basis van boekwaarden wordt bepaald, is er veel voor te zeggen om de solvabiliteit op basis van marktwaarden te bepalen.

Waarschijnlijk de beste methode om de gewenste vermogensverhouding te bepalen, is om k_0 te minimaliseren. Gesteld kan worden dat pas op het moment

dat de totale vermogenskosten minimaal zijn, de financiële structuur van een onderneming optimaal is. Door verschillende vermogensverhoudingen uit te proberen kan naar een minimale waarde van de gewogen gemiddelde kostenvoet worden toegewerkt. Wel moet hierbij worden opgelet dat bij verschillende vermogensverhoudingen ook verschillende markwaarden van het vreemd vermogen horen. Hoe hoger het aandeel van het vreemd vermogen in het totale vermogen van een onderneming, des te hoger ook het rendement zal zijn dat de verschaffers van vreemd vermogen zullen eisen. Bij slechte solvabiliteitsverhoudingen kan de kostenvoet voor het vreemd vermogen sterk oplopen.

6.3 Nadelen en gebreken van de discounted cash-flow methode

Het grote voordeel van de discounted cash-flow methode is dat het een toekomstgerichte, dynamische methode is. Een eigenaar van een bedrijf zal primair geïnteresseerd zijn in de kasstromen welke hij uit de onderneming kan halen. Hierbij wordt rekening gehouden met de tijdswaarde van geld. Voorts zal er vaak het een en ander veranderen als een onderneming wordt overgenomen. Zo kunnen de toekomstige opbrengsten wijzigen door bijvoorbeeld synergie of ander beleid. Ook kunnen de financieringsstructuur en de vermogenskosten wijzigen. De effecten hiervan kunnen binnen de discounted cash-flow methode worden meegenomen.

Aan de discounted cash-flow methode kleven ook enkele nadelen:

- De methode is erg arbeidsintensief.
- Het voorspellen van toekomstige kasstromen is een erg moeilijke (vooral voor derden) en arbitraire bezigheid, vooral in een onzekere bedrijfsomgeving.
- De disconteringsvoet voor de onzekere stroom is afhankelijk van de financieringsstructuur en de variatie in de onzekere stroom, welke van tevoren slecht zijn te bepalen, omdat ze afhankelijk zijn van de overnamesom. Bovendien worden stationaire beta's verondersteld; dit kan worden betwijfeld, zeker als bedacht wordt dat door een bepaald te voeren ondernemingsbeleid de beta wel degelijk te beïnvloeden is.
- Ook is er geen eenduidigheid over de bepaling van de restwaarde van de onderneming aan het eind van de periode waarover de kasstromen bekend worden geacht.

7 De prijs; resultaat van onderhandelen

In dit hoofdstuk zullen verschillende soorten kopers en verkopers worden onderscheiden aan de hand van hun relatie met de onderneming en worden hun mogelijke motieven voor koop of verkoop. Vaak hangen de motieven voor koop of verkoop nauw samen met de betrokkenheid en relatie van de (potentiële) koper of verkoper met de onderneming en spelen specifieke motieven of combinaties van motieven een hoofdrol. .

7.1 Motieven van verkopers

Verkopers van ondernemingen kunnen in particulieren en bedrijven (rechtspersonen) worden ingedeeld. Een particuliere verkoper is bijvoorbeeld een middenstander die zijn schoenenzaak aan de bank verkoopt. Een voorbeeld van een bedrijfsmatige verkoper is een hamburgerketen die zichzelf aan een concurrerende fast-food keten verkoopt.

Als particuliere verkoper kunnen in volgorde van afnemende betrokkenheid oprichters, directeur-eigenaren, familie(eigenaren) en particuliere beleggers worden genoemd. Voor bedrijfsmatige verkopers bestaat dit rijtje uit moedermaatschappijen in bezit van activa en passiva, holdingmaatschappijen in bezit van de aandelen van de dochtermaatschappij(en) en professionele investeerders. Bij de laatste groep kan gedacht worden aan venture-capital maatschappijen, participatiemaatschappijen, banken en pensioenfondsen.

Verkoopmotieven

Te noemen verkoopmotieven zijn:

- Voortzetting van de onderneming (voornamelijk bij familiebedrijven)
- Publicitaire overwegingen
- Afstoten van een niet strategische activiteit
- Specialisatie, met als doel bijvoorbeeld het verminderen van de verticale integratie
- Verkrijgen van een strategische partner waarbij dan meestal sprake is van een gedeeltelijke verkoop
- Elimineren verliesbron
- Een anders moeilijk in te voorzien liquiditeits- of vermogensbehoefte
- Het bedrijf te gelde maken om winst en vermogensgroei te incasseren

7.2 Motieven van kopers

Kopers van ondernemingen kunnen evenzo ingedeeld worden naar particulieren en bedrijven. Particuliere kopers zijn verder onder te verdelen

naar particuliere beleggers, intern management in geval van management *buy-outs* en extern management in geval van management *buy-ins*.

Bedrijven als kopers kunnen verder opgesplitst worden naar leveranciers, concurrenten, afnemers, new entrants in de bedrijfstak en professionele beleggers.

Koopmotieven

Kopers kunnen de volgende motieven of combinaties van motieven hebben:

- 1. Beleggingsmotief** Hierbij is het niet de bedoeling iets te veranderen in het beleid van de te kopen onderneming. Het gaat de koper uitsluitend om de toekomstige dividenden, koersstijging en/of risicospreiding. In tegenstelling tot andere motieven is het verwerven van zeggenschap niet van belang.
- 2. Verandering van marktstructuur** De koper verwacht hogere marges te halen door het krachtenveld in de markt te veranderen en de concurrentie-intensiteit te verminderen via bijvoorbeeld horizontale of verticale integratie. Bijvoorbeeld door overname van een klant, leverancier of concurrent.
- 3. Alliantievorming** Ook hier is sprake van marktstructuurverandering d.m.v. het streven naar concentratie en samenwerking. Bij alliantievorming is mede-zeggenschap echter wel van belang.
- 4. Diversificatie** Een koper wil diversificeren ten behoeve van:
 - *risico-spreiding*
De koper denkt door in verschillende markten gelijktijdig actief te zijn schommelingen in resultaat en omzet te compenseren.
 - *levenscyclus innovatie*
Door het kopen van een bedrijf met een nieuwe/veelbelovende markt, functie of technologie kan ontkomen worden aan de neergaande markt waarop de koper zelf actief is.
 - *cash-cow acquisitie*
Door een bedrijf met een stabiele hoge kasstroom te kopen waarvoor weinig aanvullende investeringen vereist zijn, kan de koper zichzelf verzekeren van een stabiele bron van inkomsten. Deze stabiele bron maakt het mogelijk om op een rustige en beheerste manier (vervangende) nieuwe activiteiten en bronnen van inkomsten te ontwikkelen.
 - *diagonale integratie*
Diagonale integratie is het verwerken van “waardeloos” afval tot waardevolle tussen- en eindprodukten. Kosten en milieu kunnen hierdoor gespaard worden. De petro-chemie waar voorheen onverwerkbare milieuvervuilende olieresiduen via geavanceerde processen tot waardevolle tussen- en eindprodukten worden verwerkt is een goed voorbeeld van diagonale

integratie.

5. **Besparingsmotief** Het beoogde doel bij het besparingsmotief is om via een acquisitie besparingen op productie-, verkoop-, management-, onderzoek & ontwikkelings-, financierings- of transactiekosten te bereiken. Deze besparingen kunnen bijvoorbeeld uit schaalvoordelen en synergie voortkomen.
6. **(Puur) speculatief motief** De koper vindt het bedrijf in zijn huidige vorm ondergewaardeerd en heeft als doel hiervan te profiteren. Bijvoorbeeld door het bedrijf in losse onderdelen op te splitsen en de onderdelen tegen hoge(re) bedragen door te verkopen.
7. **Persoonlijke motieven** De koper streeft persoonlijke doelen na. De koper wil bijvoorbeeld ondernemer worden, (extra) status verwerven, zichzelf met besturen en managen bezig gaan houden vanwege het plezier dat het hem geeft, etc...

7.3 De onderhandelingen

De prijs van een onderneming kan niet op voorhand, door een simpele formule, worden bepaald. Het uiteindelijke overnamebedrag wordt naast allerlei niet in modellen te vatten invloeden bepaald door de onderhandelingen, waarbij het vaak een kwestie van geven en nemen is tijdens een proces dat niet altijd even rationeel verloopt. Waarderingsmethodieken zijn niet meer dan een (belangrijk) onderdeel in het hele onderhandelingsproces. “De” waarde van een onderneming bestaat dan ook niet, voor ieder zal deze anders zijn.

Bij overnames van bedrijven wordt vaak flink onderhandeld. Nadat de koper en verkoper het eens zijn geworden over de voorwaarden voor overname, wordt over de precieze overnameprijs besloten. Bij de onderhandelingen over de overnameprijs zullen zowel kopers als verkopers goed in het oog moeten houden wat het bedrijf voor hen waard is en welke onderhandelingsmarges ze hierbij kunnen aanhouden.

Omdat goede, overtuigende argumenten in elk onderhandelingsproces een belangrijke rol spelen, zullen kopers en verkopers een goed beeld moeten hebben van de factoren die de waarde van de onderneming bepalen en hier een negatieve dan wel positieve invloed op uitoefenen. De uitkomst van de onderhandelingen hangt verder nog af van de onderlinge machtsverhoudingen en de relatie tussen koper en verkoper. Een participatiemaatschappij die zijn aandeel in een onderneming ten koste van het zittende management wil vergroten kan misbruik van haar positie maken wanneer de onderneming een acuut liquiditeitsprobleem heeft en de participatiemaatschappij de enige

mogelijke geldschieter is.

De onderhandelingsmarges voor de verkoper

Wat voor de verkoper de bodemprijs zal zijn, hangt af van de alternatieve waarde die de verkoper voor het bedrijf kan krijgen wanneer hij besluit niet op het aanbod van de koper in te gaan. Wanneer de verkoper economisch rationeel handelt zal de bodemprijs samenvallen met de hoogste alternatieve waarde. In principe heeft iedere eigenaar hierbij de keuze het bedrijf zelf voort te zetten, het aan een ander verkopen of het te liquideren.

Wanneer het zelf voortzetten van het bedrijf een reële optie is, zal de alternatieve waarde van het bedrijf voor de verkoper samenvallen met de uitkomst van de discounted cash-flow methode. De geprognostiseerde cash-flows in de discounted cashflow methode zijn dan gebaseerd op het toekomstige eigen beleid en als disconteringsvoet is het door de verkoper geëiste rendement genomen.

De alternatieve opbrengst die het bedrijf kan genereren door het aan anderen te verkopen wordt vaak aan de hand van de beurswaarde-methode geschat. Het naar de beurs gaan is voor veel grote(re) bedrijven immers een reële optie. Soms is de alternatieve verkoopwaarde op een andere manier bekend omdat er een tegenbod ligt, of omdat een alternatief bod van een bekende aanbieder goed kan worden ingeschat.

Wanneer de verkoper geen bestaansrecht meer voor het bedrijf ziet en er geen alternatieve kopers zijn, dan bestaat de alternatieve opbrengst uit de liquidatiewaarde van de onderneming.

De onderhandelingsmarges voor de koper

Voor de economisch rationele koper zal de maximale koopsom samenvallen met de contant gemaakt opbrengst die hij met het bedrijf verwacht te halen. Of, wanneer dit lager ligt, het maximale bedrag dat hij kan financieren dan wel de kosten die hij zelf gemaakt zou moeten hebben om een iets soortgelijke positie of winstbron op te bouwen.

Wanneer de koper het bedrijf wil voortzetten en verwacht dat de kasstromen niet zullen wijzigen, is de verwachte contante waarde gelijk aan de rentabiliteitswaarde. Wanneer de koper verwacht dat de kasstromen wel zullen wijzigen, dan is de verwachte contante waarde te berekenen met een discounted cash-flow methode.

Wanneer de koper het bedrijf niet wil voortzetten zal de te verwachte contante opbrengst van het bedrijf samenvallen met de opgetelde verwachte netto opbrengsten van de verkoop van de onderdelen van het bedrijf.

Voor het inschatten van de kosten verbonden aan het zelf opzetten van een gelijkwaardige onderneming kan de intrinsieke waarde als indicator genomen worden.

Argumenten tijdens de onderhandelingen

De argumenten tijdens de onderhandelingen over de prijs, zijn er meestal op gericht de ander te overtuigen van de correctheid (objectiviteit, danwel inter-subjectiviteit) van een waarderingsmethode of dat een alternatief minder opbrengt. Om een win-win situatie te veronderstellen wordt soms een gewogen gemiddelde van verschillende waarderingsmethoden toegepast.

Onderhandelingsmacht

De kracht van de argumenten wordt bepaald door de respectievelijke macht van de verkoper en de koper. De machtsbasis van de participanten ligt bij de motivatie en de alternatieven.

Een hoge motivatie om het bedrijf te verkopen of te kopen leidt tot minder macht bij de onderhandelingen. Het ten toon spreiden van al te groot enthousiasme werkt dan ook niet bevorderlijk. Hierdoor ondergraaft degene die de eerste stap zet bij een overname vaak zijn machtspositie.

Ook het hebben van weinig (reële) alternatieven leidt tot minder macht bij de onderhandelingen. Zo heeft bijvoorbeeld de verkoper bij een potentiële management buy-out bijna niet het alternatief het bedrijf als going-concern aan een ander te verkopen, omdat een andere koper voor de realisering van, en informatie over, toekomstige kasstromen afhankelijk is van het, door het afketsen van de buy-out, gedemotiveerde management.

Echter, de prijs van een onderneming wordt niet alleen op rationele gronden bepaald. De relatie tussen koper, verkoper en omgeving is mede bepalend voor de uiteindelijke overdrachtsom. Vaak zal er een zakelijke relatie ontstaan tussen het verkopende bedrijf (wanneer de verkoper geen particulier is) en het te verkopen bedrijf. Omwille van de toekomstige relatie wordt dan water bij de wijn gedaan. Tevens worden ondernemingen vaak door bekenden gekocht (denk bijvoorbeeld aan een zoon bij een familiebedrijf), in die gevallen zullen koper en verkoper na de koop nog met elkaar te maken willen hebben, wat harde rationele onderhandelingen wel meer noodzakelijk maakt, maar niet bevordert.

De relatie tussen verkoper of koper en de omgeving kan ook van belang zijn bij de onderhandelingen. Wanneer bijvoorbeeld een concern meerdere bedrijven wil verkopen, zal het een voorbeeld willen geven aan toekomstige kopers door niet te veel te voor het bedrijf te eisen.

Literatuurlijst

- Beckman, H.*, De jaarrekening: bedrijfseconomische, juridische en fiscale aspecten, *vijfde druk, Leiden/Antwerpen, 1987.*
- Bergman, H.*, "De prijs van een onderneming kan ver uitstijgen boven de waarde", *Account, september 1990.*
- Bindenga, A.J.*, "Brand accounting zet financiële verslaggeving op scherp", *Account, januari 1992.*
- Bindenga, A.J.*, "De samenstelling van de jaarrekening bij internationale financiering", In: *Bergman, H. e.a. (red.)*, Dossier Corporate finance, *Den Bosch, 1991.*
- Blom, F.W.C.*, "Verschillende kopers betalen verschillende prijzen", *Account, november 1990.*
- Bouma, J.L.*, Leerboek der bedrijfseconomie: deel II, *Delwel, 's Gravenhage, 1980.*
- Haan de, M.A.*, *Venture capital als financieringsbron*, In: *Bergman, H. e.a. (red.)*, Dossier Corporate finance, *Den Bosch, 1991.*
- Haugen, A.*, *Modern Investment Theory, Englewood Cliffs, New Jersey, 1986, Prentice-Hall International Editions.*
- Heuzinkveld, H.J.*, Aandelenwaardering bij fusie of overneming: De naamloze vennootschap, *januari/februari 1985.*
- Jong de, H.W.*, Dynamische markttheorie, *Bedrijfseconomische monografieën 49, Stenfert Kroese, Leiden 1989.*
- Los, L.*, *Waardebepaling van een onderneming*, Accountant-adviseur, *september nr. 7, 1987.*
- Moerland, P.W.*, *Ontwikkelingen op de fusie- en overnamemarkt*, In: *Bergman, H. e.a. (red.)*, Dossier Corporate finance, *Den Bosch, 1991.*
- Niekerk van, R.M.*, "Afboeken goodwill flateert cijfers", *Financieel Economisch Management, nr. 26 1990.*
- Nods, R.*, "Onzichtbare genoegens", *Elsevier, nr. 41 1991.*
- Rietkerk, R.*, *Onderneming en vermogensmarkt: Bedrijfseconomische monografieën 59, Stenfert Kroese, Leiden 1989.*
- Traas, L.*, "Financieringsverhoudingen en de waardebepaling van ondernemingen", *Tijdschrift voor Financieel Management, sept/okt nr. 5, 1989.*
- Traas, L.*, "Waardebepaling van ondernemingen volgens de twee-staps-methode", *Tijdschrift voor Financieel Management, sept/okt nr. 5, 1989.*
- Vergoossen, R.G.A.*, *Reader Financiële Analyse II, Lesmateriaal van het specialistisch gedeelte van het VBA, 1991.*
- Vijge, G.W.A.*, *Winstbepalingsstelsels c.a., Wolters-Noordhoff, Groningen, 1989.*

Weston, J.F., T. E. Copeland, Managerial Finance , 8th edition, The Dryden Press, Japan, 1986.

Wildenberg, I.W., "Bedrijfswaardering", Praktijkboek Financieel Management, afl. 1, september 1988.

De schrijvers

A.N.G. Janssen (1966)

Studeerde Technische Bedrijfskunde aan de Universiteit Twente en beleggingsanalyse bij de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA). Hij was accountmanager en portfoliobeheerder bij een beleggingsinstelling en was interim manager bij een aantal financiële instellingen. Thans is hij zelfstandig adviseur en trainer.

P.A. de Ruijter (1968)

Studeerde Technische Bedrijfskunde aan de Universiteit Twente, werkte voor de strategieafdeling van Shell in Londen en voor de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen in Amsterdam. Hij was als partner, vennoot of commissaris betrokken bij de oprichting van vijf ondernemingen. Hij is medeauteur van het boek “Overheid en Industrie; in vijftig jaar van industrialisatie naar kenniseconomie” (1999). Thans adviseert hij overheid en bedrijfsleven inzake organisatiestrategie.