

Theorie en tips om de waarde te berekenen van je handelsactiviteit

# Wat is mijn zaak waard ?



Ward Vandecruys, consultant: „Het gemiddelde nemen van resultaten die de verschillende berekeningsmethodes opleveren is logisch want alle technieken hebben voor- en nadelen.”

Michel Eeckhout (Rofin): „Goodwill is te vaak als dooddoener gebruikt om veel te hoge prijzen te rechtvaardigen, vooral bij beursintroducties.”

Hervé Herinckx (Cominaf): „Voor een boekhoudkantoor is de coëfficiënt 1 tot 2 keer de omzet. Bij een verzekeringsmakelaar mag je maximum eenmaal de geïnde premies nemen, omdat de contracten elk jaar kunnen worden opgezegd.”



FOTO'S: N. DYERWALLE

## Factoren die de prijs opdrijven

- activiteiten of klanten die complementair zijn met die van de koper
- een sector met sterke groei
- een unieke marktpositie
- een correcte, leesbare boekhouding
- meer dan één kandidaat-koper



Christine Scharff

“Zeg mij welk bedrag je wil zien en ik vind de methode om de rekening te doen kloppen,” zegt Ward Vandecruys, consultant in overnames en participaties. Met cijfers kun je immers alles bewijzen. Het uiteindelijke bedrag hangt niet alleen af van de berekeningsmethode maar ook van je motivatie. Een bankier die aarzelt om een lening toe te staan, zal anders rekenen dan een bedrijfseigenaar die zijn firma wil verkopen. En een investeerder die overweegt zijn geld in je activiteit te stoppen, zal nog anders te werk gaan.

Niet daarom is het zo belangrijk om courante waarderingsmethoden te gebruiken, zodat je een referentiekader krijgt. Toch is dat niet het ei van Columbus: het is niet uitzonderlijk dat de resultaten van de verschillende methoden met een factor van 1 tot 8 verschillen. Soms is de hoogste schatting het vijftienvoud van de laagste.

„Het gemiddelde van de verschillende resultaten nemen is zo gek nog niet,” vindt Ward Vandecruys. „Het is zelfs vrij logisch, want de berekeningswijzen hebben allemaal hun sterke en hun zwakke

## Factoren die de prijs doen dalen

- een eigenaar die haast heeft om te verkopen
- een eigenaar die bezorgd is om de toekomst van zijn personeel
- een slecht economisch klimaat
- een sector met een sterke concurrentie
- een product aan het einde van zijn levenscyclus

punten. Toch moet je methoden waarvan het resultaat te sterk afwijkt, durven elimineren. Zo is een bedrijf met slechts één leverancier, waarmee het geen exclusief contract of enkel een contract van beperkte duur heeft, niet méér waard dan zijn intrinsiek vermogen.” Zorg er dus voor dat je cijfers rekening houden met de economische realiteit. Voer de nodige correcties uit voor je berekeningen maakt op basis van balansen.

„In België kan je twee dingen zeggen over de balans van een familiale kmo,” waarschuwt Ward Vandecruys. „Als de balans goed is, is de realiteit nog beter. De boekhouder zal ongetwijfeld technieken hebben toegepast om niet te veel belastingen te moeten betalen. Als de balans slecht is, is de realiteit nog erger. De cijfers zijn waarschijnlijk verfraaid

om de leveranciers niet ongerust te maken.”

Je hebt deze ingewikkelde berekeningen overigens niet altijd nodig. Tal van ondernemers hebben een investeerder in hun bedrijf binnengehaald of hun zaak verkocht door op een creatieve manier de sterke punten van hun firma te gelde te maken. Als je het zo aanpakt, moet je wel een ervaren onderhandelaar zijn en goed weten dat waarde en prijs geen synoniemen zijn van elkaar. Andere factoren die de onderhandelingen beïnvloeden: de krachtverhoudingen tussen jezelf en je tegenspeler, je ver-



## De intrinsieke waarde-methode

Volgens deze methode is de waarde van een onderneming gelijk aan het totaal van haar activa min de schulden. De activa zijn de som van gebouwen en andere duurzame activa, voorraden, vorderingen op klanten en financiële tegoeden. Deze berekening heeft enkel zin als je de nodige correcties uitvoert om de economische realiteit te weerspiegelen. „Deze methode geeft de minimale waarde, de bodemwaarde van de onderneming,” zegt Baudouin Jolly van *Capital and Finance*. „Dit wordt ook wel de substantiële waarde van de onderneming genoemd. Meestal geeft ze het laagste resultaat. Toch kan ze soms interessant zijn voor bedrijven die weinig winst maken.”



## Geen methoden voor goede ideeën

Heb je op eigen houtje in je garage, een geniaal idee ontwikkeld? Heb je een investeerder gevonden met wie je een bedrijf wil stichten, maar weet je niet welke waarde je op je idee moet kleven? „Die waarde is vaak onmogelijk te bepalen,” erkent Vincent Dewulf van *TCLM*. „De creatieve partner zal zeggen dat hij duizend uur aan zijn project heeft gewerkt, tegen veertig euro per uur, maar dat is niet te controleren. Je kan het potentieel van het product onderzoeken, maar het is vaak onmogelijk om te voorspellen of het zal verkopen. Daarom raden wij de creatieve partner en de investeerder aan om een vennootschap te stichten, met elk 50 procent van de aandelen. De ene brengt het project in en de andere het geld. Je kan dan nog altijd een aanpasbare vergoeding afspreken voor later.”

kooptalent, de mate van belangstelling bij de kandidaat-investeerder, de juridische constructie en uiteraard ook de betalingsvoorwaarden.



## Waardeschalen

Waardeschalen hanteren om uit te rekenen hoeveel je bedrijf waard is, is een vrij rudimentaire methode die vooral wordt gebruikt bij intellectuele activa – en ook voor winkels. De omzet wordt vermenigvuldigd met een coëfficiënt die afhangt van het beroep of van de sector. „Voor een boekhoudkantoor of een advocatenpraktijk is de coëfficiënt 1 tot 2 keer de omzet. Bij een verzekeringsmakelaar mag je maximum eenmaal de geïnde premies nemen, omdat de contracten elk jaar kunnen worden opgezegd,” vertelt bedrijvenmakelaar Hervé Herinckx van *Cominaf*. „Een dergelijke waardering is gebaseerd op gewoonten en houdt geen rekening met de rentabiliteit of de winst, die te sterk worden beïnvloed door het beheer,” verduidelijkt Vincent De Wulf, partner-revisor van *TCLM*.

Met waardeschalen werken, bevestert de willekeur of onnauwkeurigheden niet: de coëfficiënt kan variëren van 0,25 tot 3 of 4. „Deze methode is bijzonder willekeurig voor zelfstandigen die hun activiteit willen overdragen, omdat de continuïteit van de werking moeilijk te garanderen is,” zegt Baudouin Jolly, advisor corporate finance bij *Capital and Finance*. „Zo heeft een consultingactiviteit vaak alleen waarde voor het bedrijf als de consultant ze blijft uitoefenen,” zegt Pascale Tytgat, partner-revisor bij *BST*. „Tenzij het handelsfonds op een bekende naam of een concept is gebaseerd.”

# Beter dan de buurman

## TE KOOP

### Goodwill

Hoeveel je handelsactiviteit waard is, hangt ook af van de knowhow die je hebt opgebouwd, van de reputatie die je hebt verworven, van het distributienet dat je zelf hebt uitgebouwd of van de bijkomende kredietcapaciteit waarop je kan rekenen. Deze immateriële troeven worden soms bij de gecorrigeerde netto activa opgeteld om de waarde van het bedrijf te bepalen. „Maar een octrooi of een klantenbestand zijn moeilijk in geld uit te drukken,” waarschuwt Hervé Herinckx. „Het is vaak te weinig of te vaag.” Toch zijn er methodes die deze zaken in de berekening opnemen. „Bij de goodwillmethode ga je uit van de intrinsieke waarde van het bedrijf – de gecorrigeerde nettoactiva. Bij dat bedrag tel je het verschil tussen de verwachte winst van het bedrijf – uitgedrukt in rendement op eigen middelen – en het normale rendement van een belegging met hetzelfde risicoprofiel,” vertelt Patricia Nollet, partner-directeur fusies en overnames bij Fortis Bank. In de praktijk: voor de komende vijf jaar wordt, jaar per jaar, het verschil berekend tussen de winst die het bedrijf de investeerder zal opleveren en het rendement van een belegging met een even groot risico. De verschillen van de vijf jaar worden opgeteld en aan de gecorrigeerde nettoactiva toegevoegd. Sommigen aarzelen evenwel niet om andere berekeningen te gebruiken, zodat deze aanpak een beetje in diskrediet is geraakt. „De goodwill is te vaak als dooddoener gebruikt om opvallend hoge prijzen te rechtvaardigen, vooral bij beursintroductions,” zegt Michel Eeckhout. Het klopt dat het vaak moeilijk is de resultaten van de volgende jaren nauwkeurig te voorspellen, zeker bij een kmo. Vandaar het nut van een meer pragmatische oplossing, zoals de door Catherine Freiberg ontwikkelde dashboards (zie verder).

### GETUIGENIS

## „Aanvaard een gespreide betaling”



**Ben Jans had naar eigen zeggen geen problemen toen hij de waarde moest bepalen van Versa, het informaticabedrijf dat hij zes jaar eerder had gesticht. Hij omringde zich met advocaten, een bedrijfsrevisor en een make-laar die in zijn naam onderhandelde.**

„Met de hulp van de revisor hebben we de zeven meest courante evaluatietechnieken toegepast. De methode waarbij je de toekomstige cashflows overzet naar vandaag, hebben we laten vallen omdat het resultaat veertien keer hoger lag dan de meest conservatieve

meteen discussies over de voor- en nadelen van de verschillende methoden uitsloot.”

Het in 1998 ondertekende overnamecontract omvatte een earn-out-clausule: een derde van de som werd onmiddellijk betaald, de rest naarmate de voorziene omzet en winst werden gerealiseerd. Ook dat was geen probleem, want de verwachtingen werden zelfs overschreden.

Toch zegt Ben Jans dat het systeem een risico inhoudt, aangezien de verkoper – die meestal aan het roer blijft staan tot de hele som is betaald – de neiging zal hebben om zoveel mogelijk winst te



maken, in plaats van te investeren. „Zoek dus liever een berekeningsmethode die de verkoper de mogelijkheid geeft om te investeren, zonder gevolgen voor de winst en dus voor het bedrag van de transactie.” Ben Jans startte daarna met tv-producent Chris Cockmartin *Headtrick* op, een firma die later failliet ging. „Ik had Versa a Versa niet mogen verkopen,” vindt hij nu. „Het bedrijf telde toen zo’n zestig werknemers en draaide na amper zes jaar al een omzet van 600 miljoen frank. Maar ik werkte zeven dagen op zeven, nam nauwelijks vakantie en had geen gezinsleven. Ik was doodop.” Terugblikkend meent Ben Jans dat twee of drie jaar extra hadden volstaan om over voldoende middelen te beschikken. Daarmee had hij dan een heus managementteam kunnen uitbouwen dat de zaak zou runnen terwijl hij als drijvende kracht kon blijven fungeren.



berekening. Daarna varieerden de schattingen met een factor van 1 tot 8. Ik heb het bedrijf aan LCI Computer Group verkocht voor het rekenkundige gemiddelde van deze schattingen, wat

# TE KOOP

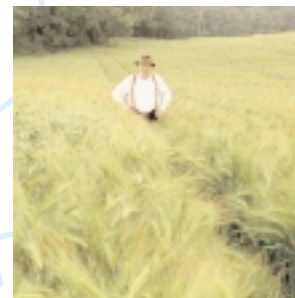
### De discounted cashflowmethode

De logica is dezelfde als voor de goodwill: de waarde van het bedrijf wordt gelijkgesteld met de liquiditeiten die het in de volgende jaren zal opleveren. Het verschil is dat het hier niet gaat om de verwachte winst maar om de verwachte cashflow. Ook hier is er discussie over de berekening. Meestal wordt de exploitatiewinst na belastingen verhoogd met de afschrijvingen. Van dit bedrag worden dan de investeringen en de stijging van de behoefte aan werkkapitaal afgetrokken.

„Wees voorzichtig,” waarschuwt Michel Eeckhout. „Deze projecties zijn in multinationals al moeilijk genoeg. In kmo's zijn ze vaak helemaal niet te controleren.” De exploitatie van nauwkeurige cijfers voor de vijf volgende jaren op basis van de resultaten uit het verleden heeft soms veel weg van waarzeggen. Als de verwachte cashflow berekend is, moet hij ook nog geactualiseerd worden. Dat betekent dat je moet schatten hoeveel de bedragen die je zal innen, waard zullen zijn in euro's van vandaag. „Dit is de waarderingmethode,” verdedigt Patricia Nollet van Fortis de methode. „Hoe groter het bedrijf, hoe nauwkeuriger de berekening, omdat ze op een degelijk businessplan berust.” Start-ups hebben deze aanpak op grote schaal gebruikt om enorme sommen risicokapitaal aan te trekken. Vandaag staan de investeerders evenwel heel argwanend tegenover cashflowprognoses. „Als de investeerder bovendien een particulier is die het bedrijf wil overnemen, zal hij wel de waarde van het bedrijf op het ogenblik van de overname willen betalen. Maar waarom zou hij ook nog eens betalen voor het werk dat hij zelf zal doen,” vraagt Michel Eeckhout zich af.

### GETUIGENIS

## „Zorg voor sterke exclusiviteitsakkoorden”



**Met een koper die in de ban is van je bedrijf is het prettig onderhandelen. Je staat evenwel nog sterker in je schoenen als je exclusieve distributieakkoorden of solide contracten met grote klanten kan inbrengen. Niemand weet dat beter dan Marc Tielemans.**

Achttien jaar lang leidde Marc Tielemans een van de grootste fotoagentschappen van België, nadat hij voor *Procter & Gamble*, *L'Oréal* en *Playtex* had gewerkt. „In 1997 begon ik de markt te verkennen om een ernstige bedrijvenmakelaar te vinden,” vertelt hij. „Ik was toen 61 en verwachtte niet dat mijn enige dochter de zaak zou voortzetten.”



Hij had zich voorbereid door zijn vastgoed los te koppelen van de vennootschap. Correcties van de balans waren niet nodig. Toch liep het niet van een leien dakje. Een van zijn grootste troeven was een franchisecontract voor de Benelux, waardoor hij de copyrights van een groot Amerikaans agentschap mocht verkopen aan reclame en pers. Het contract stond op zijn naam en zou twee

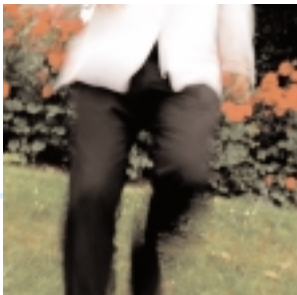
jaar later verstrijken. Het kon onmogelijk worden verlengd zonder de overnemer bij het Amerikaanse agentschap te introduceren. Net dit contract was beslissend voor het potentieel van zijn agentschap en dus voor de overnameprijs. Het gemiddelde van de klassieke waarderingmethoden leverde een waarde op die overeenkwam met het voorstel van de koper, een gewezen consultant die duidelijk werd aangetrokken door de sector. Maar Marc Tielemans wou meer. „Het agentschap had een goede reputatie en een sterke positie op de markt, er was geen stock te betalen want die blijft altijd eigendom van de auteurs, het grootste gedeelte van de



activa was afgeschreven, ik had een gedetailleerd marketingplan voor de evolutie over drie jaar. Het was een erg aantrekkelijke zaak, met reclamebureaus als klanten, en *last but not least* was er het vooruitzicht op de verlenging van ons belangrijke contract; elementen die niet in de balans waren opgenomen.” Hij baseerde zich daarom op het gemiddelde van de cashflows van de laatste vijf jaar, en kwam tot een prijs die de helft hoger was. „In zo'n situatie kan een tussenpersoon met de nodige talenten een belangrijke rol spelen. Het moet iemand zijn die beslagen is in de fiscaliteit en de sociale wetgeving, en ook nog ervaring heeft als onderhandelaar. Anders dan ikzelf toont hij geen emoties tijdens de besprekingen, waardoor hij veel efficiënter is.” Na vrij harde onderhandelingen werd een akkoord bereikt voor een bedrag dat in de buurt lag van wat Marc Tielemans vroeg. In de overeenkomst stond ook een opschortende clausule voor het geval het contract niet zou worden verlengd. „Daarna ben ik met mijn koper en ons marketingplan naar het Amerikaanse agentschap gestapt,” vertelt Marc Tielemans. „En er werd een nieuw contract van tien jaar getekend.”

## GETUIGENIS

## „Verander je logica en kijk naar wat je nodig hebt”



**Quentin Pirlot en Michel de Launoit hadden al een poosje plannen om internationaal te gaan met *ImproSession*, een voorstelling die ze tien jaar voordien hadden gestart.**

De voorstelling is gemaakt met muzikanten die het tegen elkaar opnemen door te improviseren op opgelegde thema's en genres en in volle interactie met het publiek. De formule oogst in eigen land veel succes, met twee concerten per jaar in Vorst Nationaal als orgelpunt.

De bedenkers hadden de markt al afgestast en waren overtuigd van de toekomstmogelijkheden in landen met een

Quentin Pirlot. „Die aanpak hield er evenwel geen rekening mee dat we een afgewerkt project hebben, dat gemakkelijk in het buitenland kan worden toegepast. Bovendien hebben we geen concurrenten.”

Ze lieten de klassieke technieken dan ook snel varen en begonnen in markttermen te denken. De toepassing van de formule in Frankrijk zou de opbrengsten die *ImproSession* de voorbije jaren in Franstalig België heeft geboekt met 3,5 of 4 kunnen vermenigvuldigen. De investeerder volgde die redenering, nadat een beleggingsadviseur die hij had geraadpleegd zei dat een klassieke waardering onmogelijk was. Zijn schat-

tel gevoel een grote rol speelt in de besluitvorming. De rest is management.”

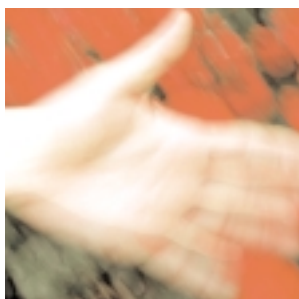


## De rentabiliteitswaarde

Deze berekening vertrekt van de resultaten uit het verleden, meestal de nettowinst, de brutowinst of de courante winst, versta de exploitatiewinst plus de financiële baten. Een meer chique formule is die van de *EBITDA*: winst voor aftrek van rente, belastingen en afschrijvingen op activa. Op deze manier de waarde van je bedrijf berekenen, valt gunstig uit omdat de formule rekening houdt met de omzet – verminderd met de kosten van aankopen en lonen – terwijl financieringsproblemen onder het tapijt worden geveegd. Voor kmo's wordt de winst meestal met een coëfficiënt tussen 6 en 10 vermenigvuldigd.

De coëfficiënt hangt sterk af van de sector. In een riskante sector is het pover gesteld met de trouw van de klanten en zal de coëfficiënt laag zijn. Ook de grootte van het bedrijf en het groeiritme bepalen mee de coëfficiënt.

De keerzijde van de medaille is dat je de resultaten die je voor je berekening gebruikt, kan manipuleren. Ook de keuze van een arbitraire vermenigvuldigingscoëfficiënt kan het eindresultaat beïnvloeden. Om dit tegen te gaan en een nauwkeurige waardering te krijgen, kun je het gemiddelde over meerdere boekjaren uitrekenen. Meestal wordt dit gemiddelde gewogen om het laatste jaar zwaarder te laten doorwegen. „De herhaling van de resultaten is altijd belangrijk,” onderstreept Pascale Tytgat van *BSI Bedrijfsrevisoren*, ook voor de waardering van een zelfstandige, een consultant bijvoorbeeld.”



traditie van improvisatietoneel, zoals Frankrijk en Canada. Toen onlangs een kandidaat-investeerder kwam aankloppen bij hun productiemaatschappij, *Allez Gorilles*, bleek het niet eenvoudig om de productie afzonderlijk te waarderen. „We hebben geprobeerd de gebruikelijke regels toe te passen, vertrekkend van de bijdrage van de voorstellingen aan de cijfers van de firma,” vertelt

## GETUIGENIS

## „Laat uw troeven tot hun recht komen met ‘dashboards’”

**Catherine Freiberg slaagde erin de waardering van *Alter Ego Services*, het IT-consultingbedrijf dat zij en haar vennoot wilden verkopen, te verbeteren door enkele sleutelgegevens over haar klanten uit te spelen.**

„Voor servicebedrijven schieten de traditionele formules te kort,” legt Catherine Freiberg uit. „Het materiële kapitaal komt op de balans, maar het immateriële kapitaal, dat ook bijdraagt tot de waarde van het bedrijf, wordt niet correct weergegeven.”

Op bepaalde immateriële activa, die je apart kan verkopen, kan je wel een cijfer plakken. „Dat geldt onder meer voor een lijst van klanten, met meetbare indices zoals het aantal nieuwe klanten per jaar, de trouw van de klanten en de tevredenheidsgraad,” verduidelijkt Catherine Freiberg, die nu een nieuw bedrijf heeft dat de prestaties van ondernemingen meet en in kaart brengt. De meeste immateriële activa zijn evenwel niet afzonderlijk te becijferen. Vandaar het belang van een vrij nauwkeurig dashboard met cijfercriteria en concrete indicatoren voor de sterke punten van het bedrijf, over een periode

van verscheidene jaren. „Het maakt de schatting geloofwaardiger,” benadrukt Catherine Freiberg. „De waarde van het bedrijf komt overeen met de materiële activa, verhoogd met bijvoorbeeld 20 procent voor je sterke punten, je regelmatige evolutie en de indicatoren die aantonen dat de onderneming zou moeten blijven draaien.” In het geval van *Alter Ego Services* legde vooral de waarde van de commerciële contracten veel gewicht in de schaal. „We hebben ze op drie jaar geëxtrapoleerd, rekening houdend met het vernieuwingspercentage, het aantal klanten en het soort projecten,” zegt



Catherine Freiberg. „Het ging immers om toepassingen met veel zichtbaarheid, zodat nogal wat mensen belangstelling krijgen als je succes hebt.”

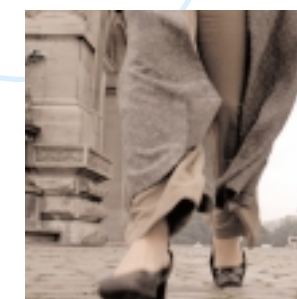
De dashboards kunnen ook metingen bevatten die gebonden zijn aan de organisatie of aan de human resources. „De interne methoden om een klant of een kandidatuur te behandelen, de gemiddelde duur van de contracten van het bedrijf en de gemiddelde beroepservaring zijn allemaal meetbaar.”

Andere argumenten waarmee je kan werken: alles wat met rechten te maken heeft. „Quotumakkoorden, een overeenkomst met de vakbonden om de lonen te blokkeren of nog de contractuele kortin-



## De klassieke methode

*In medio veritas*: deze methode gaat ervan uit dat de waarde van een bedrijf voor de helft uit het vermogen bestaat (gecorrigeerde netto activa) en voor de helft uit de rentabiliteitswaarde ervan (de winst maal een gegeven coëfficiënt). „Vroeger waren bedrijven die vrijwel geen materiële activa bezaten, zeldzaam. Toen was dit een uitstekende methode,” zegt Michel Eckhout. „Maar sinds de ontwikkeling van de uitzendarbeid en de opkomst van het internet houdt ze echter vaak geen steek meer.”



gen van een belangrijke leverancier, ze hebben allemaal hun waarde,” besluit Catherine Freiberg. Zet ze in de verf. „De octrooien, die door kmo's vaak over het hoofd worden gezien, geven eveneens een beter beeld van het marktpotentieel, vooral op het vlak van de duur en de geografische zone.”