

Onlangs las ik in een vakblad bij de fiscale tips dat de economische crisis een mooie aanleiding is om een onderneming binnen de familiesfeer tegen lage fiscale heffing over te dragen. De motivatie hierachter was dat de waarde van ondernemingen fors is gedaald door de crisis. Is de waarde van ondernemingen werkelijk fors gedaald?

Chris Denneboom

b\_m  
28

# Waarde onderneming verdampt door crisis?

Voor bedrijven met hoog risico is DCF-methode niet toereikend

Kijken we naar de beurskoersen dan zien we een daling van 45% van de AEX in vergelijking met een jaar geleden. Koersen geven echter de prijzen weer en niet de waarden van ondernemingen. De economische waarde van een onderneming is de som van de contante waarden van de toekomstige geldstromen die een onderneming kan genereren. De huidige crisis heeft grote impact op de economie wereldwijd en bedrijfsresultaten staan fors onder druk. Toch zijn alle economen het er over eens dat de crisis eindig is en dat het herstel in 2010 zal inzetten waarna er in 2011 weer 'normale' economische verhoudingen zullen zijn. De prijzen van de beursgenoteerde aandelen komen tot stand door vraag en aanbod. De daling van de beurskoersen is een gevolg van een afnemende vraag op de aandelenmarkt. De actuele ondernemingsrisico's hebben direct invloed op de prijs. Hoe zit dat bij niet-beursgenoteerde aandelen? Ik kan dit het best duidelijk maken aan de hand van het voorbeeld op pagina 29.

## Risico

Terug naar de centrale vraag: is de waarde van ondernemingen drastisch gedaald als gevolg van de economische crisis? Het rekenvoorbeeld leert dat de daling in de contante waarden van de toekomstige vrije geldstromen nogal meevalt.

In de rendementseis op het vermogen is al een risicocomponent verwerkt. De disconteringsvoet is immers opgebouwd uit de risicovrije rentevoet, een opslag voor het beleggen in aandelen, een ondernemingspecifieke opslag en een small firm premie voor niet-beursgenoteerde bedrijven. In deze rendementseis zitten dus risico's. De risico's zijn gecalculeerd voor het feit dat de toekomstverwachting nooit uitkomt. Er is een kans dat de prognose overtroffen wordt en er is een kans dat de prognose niet gehaald wordt. Wanneer de waarderingdeskundige zijn werk goed heeft gedaan houdt de dis-

conteringsvoet er rekening mee in hoeverre de onderneming in staat is om te anticiperen op veranderende marktomstandigheden. In ons rekenvoorbeeld is het anticiperend vermogen gelijk aan de verwachte duur van de crisis. In jaar 1 wordt deze onderneming getroffen door de crisis, maar zij is in staat om in ieder geval de vrije geldstroom op de nullijn te houden. In jaar twee herstelt de vrije geldstroom gelijk met het herstel van de economie. De waardevergelijkingen op  $t=1$  in ons rekenvoorbeeld geven aan dat deze onderneming een redelijk vermogen heeft om te anticiperen op veranderende marktomstandigheden. Hierdoor is de waardeval van deze onderneming niet zo groot.

## Magere jaren

Er zijn ook ondernemingen die minder goed in staat zijn om te anticiperen op veranderende omstandigheden. Hiervan zal de waardedaling groter zijn wanneer we dezelfde berekening uitvoeren. Hierbij is het echter de vraag of de waardeberekening van voor de recessie wel reëel was. Ik kom vaak verkopers en hun adviseurs tegen die voor de toekomstverwachting alleen maar een stijgende lijn kennen. Terwijl het toch al in het oude testament bekend was dat er na zeven vette jaren zeven magere jaren volgen. Ondernemingen die door de recessie een forse waardedaling ondergaan, waren doorgaans voor de recessie te hoog gewaardeerd waarbij er te weinig rekening werd gehouden met het vermogen om te kunnen anticiperen op veranderende marktomstandigheden. Natuurlijk zijn er ook bedrijven die uitermate slecht kunnen anticiperen op veranderende marktomstandigheden. Als hun markt goed is zijn de resultaten uitstekend en als hun markt slecht is dramatisch. Deze bedrijven kennen geen tussenweg. Het is aan of uit. Voor dergelijke bedrijven met een hoog risico is de traditionele discounted cashflow waardering niet toereikend. Dit type bedrijven dient gewaardeerd te worden met behulp van de real opti-

ons theorie. Uitgangspunt is dat er geen risico in de disconteringvoet gestopt wordt maar dat het risico tot uitdrukking wordt gebracht in verschillende scenario's (bijvoorbeeld 'gelijk-blijvende economie' en 'recessie'). Door de kansverdeling op de verschillende scenario's te berekenen kan de verwachtingswaarde worden berekend die de ondernemingswaarde vertegenwoordigt. Deze waarde doet recht aan de grote volatiliteit die er tussen de verschillende verwachte scenario's kan voorkomen.

### Afnemende kooplust

Nu we constateren dat de waardedaling van niet-beursgenoteerde ondernemingen vooral is toe te schrijven is aan een te optimistische waardering voor de recessie, weten we ook dat dit geen argument kan zijn om bedrijven binnen familieverband fiscaal tijdelijk fiscaal gunstiger te kunnen overdragen. Toch zien we wel een daling van de prijzen van niet-beursgenoteerde bedrijven. De prijsdaling wordt veroorzaakt door een afnemende kooplust door potentiële kopers al dan niet ingegeven door de beperktere mogelijkheden om financiering bij een bank te verkrijgen. Daarnaast maakt optimisme steeds vaker plaats voor realisme.

Het bovenstaande is een handvat voor een andere discussie over de waarde bij een overdracht binnen familieverband. De fiscus gaat immers uit van de waarde in het economisch verkeer. Volgens de wetbundel is dit de prijs voor een object die op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meest-biedende gegadigde zou zijn geboden/betaald. We hebben het hier dus niet over waarde maar over prijs. Er kunnen talloze redenen zijn waarom de prijs bij een overdracht binnen familieverband lager zou zijn dan de waarde van de onderneming. Denk dan vooral aan de risico's bij het overdragen van een bedrijf buiten de familie. De ervaring leert dat wanneer een onderneming na drie generaties binnen de familie Jansen overgedragen wordt aan een derde, een deel van het klantenbestand besluit om zich te wenden tot andere leveranciers. Ook een besluit van de bank om alleen te financieren als de overdrager voor een deel risicofinanciering verstrekt, is een signaal dat de prijs lager kan zijn dan de waarde. Het ligt immers niet voor de hand dat de overdrager bij overdracht aan een derde ook risicodragend vermogen zou verstrekken. Een logische vervolgvraag is dan of een derde de financiering wel rond zou kunnen krijgen en of dat prijseffect zou hebben. Ik wijs in dit verband naar het arrest van 23 maart 2009 dat door de Hoge Raad is gewezen in een procedure die Alfa had aangespannen. Het ging hierbij om overdrachten binnen familieverband in de landbouwsector, waarbij gesteld werd dat overdrachten onder de vrije verkoopwaarde geen schenking

## voorbeeld

Onderneming A had voor de economische crisis een verwachte vrije geldstroom van € 100 per jaar. De verwachting was dat deze jaarlijks zou stijgen met de langjarige verwachting voor de inflatie. De rendementseis op het vermogen (WACC) is bepaald op 16%. We gaan uit van een inflatie van 2,5%.

Tijdstip	0	1	2	3	4	∞
FCF		100,00	102,50	105,06	107,69	110,38
						817,64
CW	<b>740,74</b>	86,21	76,17	67,31	59,48	451,57
CW		<b>759,26</b>	88,36	78,08	68,99	523,83

Kijken we naar de berekening van de waarde van deze onderneming dan komen we uit op € 740,74 op tijdstip t=0 en op € 759,26 op t=1, hetgeen logisch is want de waarde is gelijk toegenomen aan de inflatieverwachting. Naar aanleiding van de economische crisis zijn de resultaten voor deze onderneming bijgesteld. De vrije geldstroom in jaar 1 is nul en in jaar twee € 50. Vanaf jaar drie zal de onderneming de oude draad weer op kunnen pakken. De berekening van de waarde ziet er dan als volgt uit.

Tijdstip	0	1	2	3	4	∞
FCF		0,00	50,00	105,06	107,69	110,38
						817,64
CW	<b>615,52</b>	0,00	37,16	67,31	59,48	451,57
CW		<b>714,00</b>	43,10	78,08	68,99	523,83

De waarde bedraagt € 615,52 op t=0. Dit impliceert een waardedaling van 17%. Een forse daling maar niet dramatisch. Kijken we naar het verschil op t=1 dan is de waardedaling nog maar 6%. Op t=2 zijn de waarden weer gelijk aan elkaar, want dan zijn ook de toekomstverwachtingen weer gelijk.

hoeven te zijn. Het motief was hier dat voortzetting bij een overname tegen de vrije verkoopprijs voor de opvolger niet haalbaar is. Het gebeurt niet alleen in de land en tuinbouwsector dat de intrinsieke waarde van een onderneming hoger is dan de going concern-waarde. In kapitaalintensieve sectoren is dit een fenomeen dat vaker voorkomt. Denk hierbij aan drukkerijen, autodealers of detailhandel met onroerend goed in eigendom op een A1-locatie. Hierbij kan het voorkomen dat een going concern overdracht alleen succesvol kan zijn onder de intrinsieke waarde. **b m**

*Chris Denneboom RV is partner van De Hooge Waerder. Reacties op dit artikel zijn welkom op [c.denneboom@hoogewaerder.nl](mailto:c.denneboom@hoogewaerder.nl)*

## conclusie

- Het verdient aanbeveling om bij een overdracht binnen familieverband een waarderingsdeskundige te raadplegen.
- Er zijn vaak volstrekt legitieme redenen waarom de overdrachtprijs van een onderneming onder de (ogenschijnlijke) waarde uitkomt.
- Opportunistisch gebruik maken van het huidige economische tij leidt zeker tot discussie met de belastinginspecteur.