

Waardering Eenmanszaak

Prijsbewust begrip van waarde

Peter Schuitmaker

Breda, september 2019

Copyright © 2019: BBO&F Breda
Auteur: Peter Schuitmaker
Uitgeverij: BBO&F BREDA
Druk en bindwerk: Pro-book Utrecht
ISBN: 978-90-826156-5-4
Druk: 1e (september 2019)

Dit boek is door de auteur met de grootst mogelijke zorgvuldigheid samengesteld. De auteur of uitgever stelt zich niet aansprakelijk voor eventuele schade als gevolg van eventuele onjuistheden of onvolledigheden of het onjuist gebruik van de inhoud.

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande toestemming van de auteur en uitgever.

Inhoudsopgave

1. Woord vooraf	7
2. Inleiding.....	9
<i>Reikwijdte</i>	9
<i>Basisprincipes waardebepaling</i>	9
<i>Emotionele waarde.....</i>	10
<i>Subjectiviteit.....</i>	11
<i>Prijs.....</i>	12
<i>Transactievraagstuk.....</i>	12
3. Perspectief	14
<i>Type kopers</i>	14
<i>Koopmotieven.....</i>	15
4. Financiële analyse	16
<i>Financiële positie.....</i>	16
<i>Waarde netto vermogen.....</i>	18
<i>Financiële prestatie</i>	20
5. Normaliseren	26
<i>Incidentele kostennormalisatie</i>	27
<i>Structurele kostennormalisatie.....</i>	28
<i>Normalisatie netto inkomen</i>	29
<i>Objectiveren van visies</i>	31
6. Van overwinst naar vrije kasstroom.....	32
7. Van vrije kasstroom naar ondernemingswaarde	36
8. Van ondernemingswaarde naar goodwillwaarde	40
9. Transactie en prijs.....	44

10. Puntjes op de i	45
<i>Omvang MVA</i>	45
<i>Omvang NWKi</i>	47
<i>Persoonlijke goodwill</i>	48
<i>Fiscale aftrek goodwill</i>	49
<i>Financiële gevolgen goodwillwaarde</i>	51
<i>Niet bedrijfsgebonden activa</i>	53
<i>Bedrijfspan</i>	54
<i>IB en Zvw druk</i>	55
<i>Liquidatiewaarde</i>	56
11. Gebruikte afkortingen	58
12. Tot slot	59
13. Over de auteur	60

1. Woord vooraf

Jaarlijks worden in Nederland vele duizenden bedrijven aangeboden voor bedrijfsoverdracht. Een groot deel daarvan is eenmanszaken. Soms aan een externe partij. Maar vaak ook aan iemand in de directe omgeving: een kennis, een zoon of dochter of een werknemer. Vragen daarbij zijn: *wat is mijn eenmanszaak nu waard?* en *Wat kan ik voor mijn bedrijf vragen en krijgen?*

In de praktijk blijken dat lastige vraagstukken. Soms worden astronomische bedragen voorgespiegeld. De verkoper start dan het verkoopproces met onrealistisch hooggespannen verwachtingen. Hij komt dan al snel van een koude kermis thuis. Met diverse frustraties als gevolg. Jammer en onnodig!

Dit boek is een leidraad voor een goede en praktische oplossing van het waarderingsvraagstuk. Zodat u verder komt dan een *dikke duim* benadering. Het legt zo de basis voor een prijsbewust begrip van waarde.

Met deze aanpak komt u tot een realistische en onderbouwde vraagprijs voor uw onderneming. Zo legt u de basis voor een vlotte en verantwoorde transactie.

Dit boek is zeker ook bruikbaar voor u als aspirant koper. Het helpt u om zelf een waardeanalyse te

2. Inleiding

Reikwijdte

Dit boek geeft grip op de waarde van uw *eenmanszaak*. Dat is een onderneming die voor de Wet Inkomstenbelasting (IB) door een ondernemer wordt gedreven.

Wilt u met deze materie een BV (besloten vennootschap) te lijf? Dan moet u een ander boek kopen en lezen.

Misschien doet u als verkoper zelf de analyses en de berekeningen. Dan krijgt uw werk wel het karakter van *de slager die zijn eigen vlees keurt*. Dat is weliswaar omstrede. Maar oneindig maal beter dan geen enkele rationeel onderbouwde benadering.

U kunt uw analyses en uitkomsten ook voorleggen aan een derde. Bijvoorbeeld voor een *second opinion*. Deze kan u helpen om de juiste nuances aan te brengen.

Dit boek is geschreven gezien vanuit een verkoper. Maar de principes zijn natuurlijk 1:1 toepasbaar voor een aspirant-koper.

Basisprincipes waardebeoordeling

In dit boek baseren we de waarde van de eenmanszaak op de basisprincipes van financieel rendement en terugverdientijd. Vele waarderingdeskundigen zullen dit uiterst

3. Perspectief

Zoals we in het vorige hoofdstuk lazen is waarde subjectief. De uitkomst wordt mede bepaald door de bril waardoor een aspirant-koper naar de onderneming kijkt. U moet dus de waardebeoordeling doen vanuit het perspectief van de beoogde koper. In vakliteratuur heet dat ook wel de beschouwer: de man (of: vrouw) die –als belanghebbende- uw onderneming taxeert.

Type kopers

Theoretisch zijn er vier verschillende type kopers. Dat zijn de strategische koper, de *management buy in* MBI kandidaat, de *management buy out* MBO kandidaat en de investeringsmaatschappij.

Mogelijke kopers

- *Externe prive persoon*
- *Bekende relatie*
- *Familie (zoon of dochter)*
- *Werknemer*
- *Branchegeenoot*
- *Toeleverancier*
- *Afnemer*

Een strategische koper is een branchegenoot. Door de overname kan hij nieuwe producten, nieuwe markten of schaalvoordelen

realiseren. Of dit is mogelijk een ketenpartner: een belangrijke toeleverancier of afnemer van het bedrijf. Door de overname versterkt hij zijn positie in de *waardeketen*.

Een MBI kandidaat is een externe partij. Een privé persoon die de onderneming voortzet. Hij komt van

4. Financiële analyse

Bij bedrijfswaardering wordt de waarde afgeleid van de financiële positie en prestaties. Om u daar eens over te buigen is daarom een belangrijke eerste stap.

We doen dat aan de hand van de eenmanszaak MRO van Maarten (Maartens Reparatie en Onderhoudsbedrijf). MRO onderhoudt en repareert scheepsinstallaties. Hij is gespecialiseerd in het onderhoud van nautische, elektrische, mechanische en hydraulische systemen van luxe motorjachten.

Financiële positie

De financiële positie blijkt uit de jaarcijfers van de onderneming. Daarin vinden we de balans: een overzicht van bezittingen en schulden. Dat is altijd een zogenaamde tijdsopname. Gebruikelijk is om *de balans op te maken* aan het eind van ieder kalenderjaar.

Noodzakelijk is om een waarderingmoment te definiëren. Want waarde is een veranderend gegeven. In dit boek kiezen we als waarderingmoment het eind van het afgelopen jaar: jaar 0.

Dat waarderingmoment is niet persé het eind van een kalenderjaar. Dat mag een willekeurig ander moment zijn. Maar dan moet wel per dat moment een *tussentijdse balans* worden opgemaakt.

5. Normaliseren

Tot zover werd uitgegaan van de meest representatieve jaarcijfers. Deels historisch en –als dat ook kan- van een degelijke prognose. Dat geeft zo een bepaalde kijk op de financiële prestaties.

Vaak geven deze cijfers echter een vertekend beeld: de -in de administratie opgenomen- bedrijfskosten blijken niet *marktconform*. Daar zijn vaak aannemelijke en begrijpelijke redenen voor. Maar vervormen onbedoeld het beeld van de financiële prestaties.

Normalisaties

- *Incidentele kostennormalisatie*
- *Structurele kostennormalisatie*

Daardoor ontstaan afwijkingen ten opzichte van wat voor een MAK zou gelden. We moeten hierbij proberen een onderscheid te maken tussen incidentele en structurele afwijkingen.

Laten we eens kijken naar de winst en verliescijfers van MRO. Daarin ontdekken we een aantal opmerkelijke zaken.

Op de eerste plaats zien we een dip in de brutomarge in het afgelopen jaar. Deze was 70%, maar het afgelopen jaar teruggezaakt naar 64%:

Winst en Verlies	Jaar -1	Jaar 0	Prognose
Omzet	€ 250.000	€ 260.000	€ 270.000
Brutomarge	€ 175.000	€ 167.000	€ 189.000
	70%	64%	70%

6. Van overwinst naar vrije kasstroom

Bij bedrijfswaardering is het gebruikelijk om uit te gaan van kasstromen. En vooral niet van winst. In de winstberekening zitten vaak zogenaamde *non-cash items*, bijvoorbeeld afschrijvingen. Of voorzieningen voor dubieuze debiteuren of te verwachte uitgaven, zoals garantiekosten of groot onderhoud. Winst is dus zo ook het resultaat van boekhoudkundige keuzes.

Maar ook: winst vertaalt zich niet persé in geld op de bankrekening. Bijvoorbeeld: de onderneming moet in enig jaar veel investeren in vaste activa, zoals machines of installaties. Of: voor een toekomstig project moeten veel voorraden worden ingekocht. Dan drukt dat de kasstroom. De zogenaamde *vrije kasstroom* is dan beduidend minder dan de winst.

Die vertaling van winst naar vrije kasstroom is vaak lastig. Dat is een belangrijk onderdeel van de zogenaamde *Discounted Cashflow* methode. Die DCF methode wordt gezien als de –enig juiste– waarderingmethode van de economische waarde.

Deze steunt op toekomstige vrije kasstromen. Daarbij worden groei, rendement op geïnvesteerd vermogen, investeringen in materieel vast actief en werkkapitaal minutieus geprognosticeerd².

² *Wilt u daarover meer weten? Lees dan mijn boek "Discounted Cashflow methode. Achtergronden en aandachtspunten".*

7. Van vrije kasstroom naar ondernemingswaarde

Tot zover analyseerden we de financiële prestaties van MRO. Daarop pasten we normalisaties toe. Zo kwamen we tot een –gemiddelde en genormaliseerde-overwinst van €37.500 op jaarbasis. Uitgaande van een *steady state* volgde hier een gemiddelde en genormaliseerde vrije kasstroom uit van eenzelfde bedrag. De vraag is dan natuurlijk: is dat veel of juist weinig.

Een MAK die de onderneming van Maarten koopt zal dus, naast een inkomen als ondernemer, jaarlijks een vrije kasstroom ontvangen van €37.500. Dat lijkt een prachtige vergoeding op zijn ingebrachte kapitaal: de betaling van de koopsom van het bedrijf. Hoeveel wil en kan hij dan voor de onderneming betalen?

In de praktijk denken MAKken minder in bedrijfseconomische rendementen. Zij zijn primair gepassioneerd door de markten en producten van de onderneming. Zij zien zichzelf als ondernemer met grootse plannen. Eigen benen om zelfstandig op te staan. Een rendement op het door hen geïnvesteerd vermogen doet er eigenlijk minder toe.

Stel, een MAK is content met een rendement van 1%. Want bij de bank krijgt maar enkele tienden procenten op zijn spaargeld. Zo redenerend wil hij theoretisch dus €3.750.000 voor de onderneming betalen.

8. Van ondernemingswaarde naar goodwillwaarde

Aan het eind van het vorige hoofdstuk hadden we een bedrag: €225.000. Dat was de ondernemingswaarde. Maar... wat moet Maarten daarvoor leveren (lees: in eigendom overdragen).

Is dat het geld op de bank, de liquide middelen? Het lijkt een beetje onzinnig om geld te verkopen. Zijn dat de vorderingen op debiteuren? Die weten van niets en gaan er van uit dat zij nog aan MRO moeten betalen. Als die vordering wordt overgedragen aan een MAK, zullen zij dat misschien aangrijpen om met allerlei reclamaties te komen. In de hoop iets op hun schuld af te dingen. Allemaal onwenselijk.

Of gaat Maarten de schuld aan de bank en de crediteuren overdragen? Dat is juridisch erg lastig. Want dat kan alleen als die schuldeisers daarin toestemmen. Allemaal kansloos gedoe. Dus is de vraag: hoe dan wel?

Laten we eerst maar eens bekijken wat die €225.000 voorstelt. In de vakliteratuur heet dat de *economische* waarde van de onderneming. Of ook wel de *economische* waarde van het geïnvesteerd vermogen.

9. Transactie en prijs

In het vorige hoofdstuk stelden we ons de vraag wat Maarten nu gaat krijgen. En wat hij daarvoor moet leveren. Wat staat er straks in een eventuele koopovereenkomst?

In ieder geval niet het geld op de bank, de liquide middelen. Maar ook geen vorderingen op debiteuren en schulden aan crediteuren en de bank.

Maar wel een bedrag voor de goodwill. De omvang hiervan is op basis van een terugverdiensperiode van 6 jaar, dus van €181.000. Daarbij wordt opgeteld de prijs voor de MVA en voorraden. De goederen die daadwerkelijk door de koper worden overgenomen.

Zoals in hoofdstuk 4 gesteld: een MAK kan besluiten om niet alle activa over te nemen. Of maar een deel van de voorraden, misschien omdat deze deels incurant zijn. Dat is voor Maarten dan vervelend: hij moet die waarde afboeken of de bedrijfsmiddelen en niet mee-verkochte voorraden op een andere manier slijten.

Zo worden in de verkoopovereenkomst alleen die zaken opgenomen die daadwerkelijk door de koper worden gekocht. Dat bedrag wijkt zeker af van het geïnvesteerd vermogen in MVA en NWKi. Want bijvoorbeeld debiteuren en crediteuren gaan niet mee over.

10. Puntjes op de i

Tot zover behandelden we de aanpak om te komen tot een verantwoorde goodwillwaarde. Maar er zijn nog een aantal zaken die mogelijk tot een aanpassing daarvan leiden.

In dit hoofdstuk behandelen we nog een aantal puntjes op de i. We illustreren de effecten daarvan op de goodwillwaarde aan de hand van onze casus.

Puntjes op de i

- *Omvang MVA*
- *Omvang NWKi*
- *Persoonlijke goodwill*
- *Fiscale aftrek goodwill*
- *Niet bedrijfsgebonden activa*
- *Bedrijfsonroerend goed*
- *IB en Zvw druk*

Omvang MVA

Laten we nog eens kijken naar de afgelopen twee jaar van MRO. De afschrijvingen en investeringen in MVA blijkt dan als volgt:

	Jaar -1	Jaar 0
Afschrijvingen MVA	€ 10.000	€ 9.000
Investerings MVA	€ 5.000	€ 4.000

Die afschrijvingen vinden we in de winst- en verliesrekening van MRO. Ook totale investering in machines, inventaris en bedrijfsauto's halen we uit de jaarverslagen:

Balans	Jaar -2	Jaar -1	Jaar 0
Machines en inventaris	€ 25.000	€ 22.500	€ 20.000
Vervoermiddelen	€ 15.000	€ 12.500	€ 10.000
Totaal MVA	€ 40.000	€ 35.000	€ 30.000

11. Gebruikte afkortingen

AOV	Arbeidsongeschiktheidsverzekering
BV	Besloten vennootschap
IB	Inkomstenbelasting
MAK	Meest aannemelijke koper
MBI	Management buy in
MBO	Management buy out
MVA	Materieel vast actief
NWK	Netto werkkapitaal
NWKi	Geïnduceerd netto werkkapitaal
PS	Pensioensparen
Vamil	Willekeurige afschrijving milieu-investeringen
Zvw	Zorgverzekeringswet

12. Tot slot

Hier bent u aangekomen aan het eind van dit boek. Een heleboel financiële analyses en normalisaties van de bedrijfsresultaten. Diverse berekeningen van waarde goodwill op basis van een financieel rendement en terugverdiëntijd. Schattingen van de omvang van het geïnvesteerd vermogen, de omvang van de persoonlijke goodwill en de mogelijke fiscale correctie. Al met al een complexe uitdaging.

Naar ik hoop bent u niet verdwaald door al het rekenwerk. Maar hebt u wel inzicht gekregen in de belangrijkste methoden en hierbij geldende overwegingen. Dit om te komen tot een meer rationele benadering van de waarde en prijsstelling van een eenmanszaak.

Hopelijk hebt u ontdekt dat de waardering zich niet laat plaatsen in een vastomlijnd schema. Maar dat de kwaliteit van de waarderingsuitkomst vooral ook een resultaat is van een objectief inzicht in de omstandigheden. Dat logisch nadenken en gezond verstand meer waard zijn dan reken-technische precisie.

Een exacte waarderingsuitkomst bestaat ook niet. De waardeanalyse steunt vooral op een goed begrip van de bedrijfsmatige kenmerken en externe factoren. Naar ik hoop heeft dit boek daaraan bijgedragen.

Peter Schuitmaker

13. Over de auteur

Peter Schuitmaker is Register Adviseur Bedrijfsopvolging (RAB). Sinds 2000 heeft hij een adviespraktijk voor bedrijfsovername in Breda.

Peter is gecertificeerd lid van de Beroepsorganisatie voor Specialisten in Bedrijfsverdracht (BOBB).

Peter was ook parttime docent Bedrijfsverdracht MKB aan de Academie voor Algemeen en Financieel Management van de Avans Hogeschool in Breda.

Eerder verschenen zijn boeken *Mijn bedrijf verkopen?*, *Een bedrijf kopen?*, *Werken aan Waardestuwers* en *Discounted Cashflow Methode*.

Daarnaast schrijft hij leermodules voor accountants in opdracht van E-Wise en de PE-Academy (Utrecht).

Hij volgde studies Werktuigbouwkunde aan de Technische Universiteit Delft en Bedrijfskunde aan de Business School Strathclyde University, Glasgow (UK).

Peter heeft een aantal hobby's. Eén daarvan is koken voor grotere gezelschappen.

Ook zeezeilen is zijn grote passie. Jarenlang zeilde hij met zijn vrouw Annet op een eigen zeiljacht langs Duitse, Franse, Engelse en Scandinavische kusten.