

Bij sommige bedrijfsadviseurs leeft het misverstand dat de discounted cashflow-methode (hierna: DCF) niet geaccepteerd wordt door de fiscus bij de inbreng van een onderneming. In een aan de Hoge Raad voorgelegde casus werd echter de gebrekkige prognose verworpen en niet de waarderingsmethode op zich. Als er sprake is van een goed onderbouwde prognose, kan een DCF-waardering met een gerust hart worden gebruikt voor een fiscale inbreng.

Chris Denneboom

b\_m  
26

# Discounted cashflow meer dan koffiedik kijken

DCF-waardering alleen toepasbaar bij goed onderbouwde prognose

Onlangs bezocht een collega van mij een fiscale cursus over het onderwerp 'in en uit de BV'. In die cursus werd de cursisten verteld dat voor de goodwillwaardering bij een inbreng de discounted cashflow-methode niet wordt geaccepteerd voor een pas gestarte onderneming. Gerefereerd werd aan een uitspraak van De Hoge Raad inzake een inbreng van een onderneming (HR 25 april 2003, nr. 38.195). Ik was zeer verbaasd hierover omdat de discounted cashflow-methode tot op dit moment de beste waarderingsmethode is. De methode is niet perfect, maar heeft in vergelijking met andere methodes de minste tekortkomingen.

## Vrije geldstromen

Wat bepaalt nu eigenlijk de waarde van een onderneming? Naar mijn stellige overtuiging zijn dat niet de aanwezige activa of het gepresenteerde eigenvermogen op de balans. Ook de winst uit het verleden zegt niets over de huidige waarde van de onderneming. De enige maatstaf is de geldstroom die de onderneming in de toekomst kan genereren. Iedere rationale investeringsbeslissing zal afhangen van het rendement dat in de toekomst gegenereerd kan worden. Met andere woorden: welke toekomstige geldstromen komen beschikbaar voor de vermogensverschaffers, de zogenoemde vrije geldstromen. Ik spreek bewust over vrije geldstromen en niet over winst. Dit is immers een rekbaar begrip.

## Arrest Hoge Raad

Terug naar het arrest. De casus gaat over een nieuw gestarte onderneming die een intermediaire rol vervult tussen zelfstandige marketing/communicatieadviseurs en opdrachtgevers. Een ondernemersechtbaar richtte een ven-

nootschap onder firma op en was na één jaar redelijk succesvol. Er waren honderd freelance adviseurs ingeschreven en zij behaalden een resultaat van f 304.000 voor ondernemersbeloning. Hof Den Haag verwierp de door de belanghebbende gehanteerde berekening van de waarde van de onderneming volgens de DCF met de volgende motivatie: 'omdat die te veel, immers vrijwel uitsluitend, uitgaat van onzekere factoren in de toekomst'.

In zijn overwegingen neemt het hof mee dat er geen grote voorsprong is op mogelijke concurrenten en dat een soortgelijke onderneming makkelijk is op te zetten. De gewaardeerde goodwill bedroeg een bedrag van f 9.750.000. De Hoge Raad bevestigde de uitspraak van het hof. In Vakstudienieuws werd de samenvatting opgenomen waarbij de conclusie werd getrokken dat de waarde van de goodwill van een pas gestarte onderneming niet berekend mag worden met behulp van DCF, omdat deze methode te veel, immers vrijwel uitsluitend, uitgaat van onzekere factoren in de toekomst.

Nu begreep ik de opmerking van de docent op de cursus. Hij praatte Vakstudienieuws na. Ik meen echter dat Vakstudienieuws hier geen juiste interpretatie weergeeft van de strekking van het arrest. De methode op zich wordt in het arrest immers niet verworpen, maar vooral de gehanteerde prognose. Prognoses hebben altijd een mate van onzekerheid. In dit geval vertoonde de gehanteerde prognose wel een heel stijl hockeystickcurve effect.

Vooraf de overwegingen van het hof dat de onderneming niet echt een voorsprong heeft op mogelijke concurrenten en dat de onderneming makkelijk te kopiëren is, zijn wat mij betreft van groot belang. Er is dus geen sprake van een duurzaam concurrentievoordeel.

Hieruit blijkt ook dat het hof de materie goed begreep in deze casus. Naar mijn mening is de berekening hier verworpen omdat in de casus geen aannemelijke onderbouwing was van de prognose. Een juiste samenvatting in Vakstudie-nieuws was geweest: DCF mag niet worden gehanteerd als waarderingmethode als er geen onderbouwde prognose aan ten grondslag ligt.

### Misverstanden

Ik merk wel vaker dat de discounted cashflow-methode misverstanden oproept bij adviseurs die de methode niet uitvoerig bestudeerd hebben en daardoor niet volledig beheersen. Een goede waardering volgens de DCF kan je in twee delen splitsen:

- een juiste rekenkundige berekening van de waarde;
- het opstellen van een prognose die goed onderbouwd is.

### Rekensom

Het rekenkundige aspect kan ik het best verduidelijken aan de hand van een eenvoudig rekenvoorbeeld. De vrije geldstroom van een onderneming bedraagt de komende drie jaren respectievelijk 25, 50 en 125. Na deze drie jaar komt de onderneming in een stabiele situatie en wordt er een vrije geldstroom van 75 per jaar gegenereerd tot in de oneindigheid.

De vermogenskostenvoet voor deze onderneming bedraagt 16%. Een simpele rekensom leert dat wanneer we de geldstromen contant maken de waarde van deze onderneming 439 bedraagt. In deze berekening is geen rekening gehouden met inflatie. In de tabel onderaan de pagina is de berekening weergegeven.

Om de berekening goed te kunnen maken moeten we stilstaan bij een aantal aandachtspunten.

### Vermogenskostenvoet

De vermogenskostenvoet is de rendementseis die de investeerder eist op zijn investering. Hierin is het risico verwerkt dat de investeerder waarneemt. Om een goede risico-inschatting te kunnen maken dient er een grondige analyse gemaakt te worden van de markt waarin de onderneming opereert en van de onderneming zelf, om te bepalen in welke mate de onderneming in staat is om zijn marktpositie te handhaven of verder uit te bouwen. De risico-inschatting is subjectief en verschilt per investeerder. Veelgebruikte methodes om tot

de schatting van de vermogenskostenvoet te komen zijn CAPM (capital asset pricing model) en de 'build up'-methode.

Ik zal enige globale rendementseisen noemen om een beeld te krijgen bij de hoogte van de rendementseisen binnen het MKB. Beleggers in beursgenoteerde ondernemingen hanteren doorgaans een rendementseis van 8 tot 10% op de hoofdfondsen en 10 tot 12% op midcap fondsen. De rendementseis op grote niet beursgenoteerde ondernemingen bedraagt gemiddeld 12 tot 14%. In het MKB komen tenslotte rendementseisen voor tussen de 14 en 25%. De rendementseis neemt toe naar mate de onderneming kleiner wordt. Dit heeft alles te maken met continuïteitsrisico's en verhandelbaarheid van de aandelen.

Een onderneming wordt uiteraard niet alleen gefinancierd met eigen vermogen, maar ook met vreemd vermogen. De mix hiervan zorgt voor een gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet, waarvan de afkorting van de Engelse vertaling WACC (weighted average cost of capital) is. Om tot een goede berekening van de WACC te komen dient er rekening gehouden te worden met het verschil tussen de rendementseis op het eigen vermogen *unlevered* en de rendementseis op het eigen vermogen *levered*. Daarnaast mogen de begrippen boekhoudkundige waarde en economische waarde niet verward worden.

### Leveren van vermogenskosten

Wanneer er vreemd vermogen in de financiering van een onderneming wordt betrokken, dient de rendementseis op het eigen vermogen (levered) hiervoor bijgesteld te worden. Immers, wanneer een financier geld leent, dan dient er rente en aflossing betaald te worden ten laste van de vrije geldstroom. Omdat de financiers eerst hun aandeel uit de vrije geldstroom krijgen neemt het risico voor de verstrekkers van het eigen vermogen toe. Voor een uitgebreide uiteenzetting hierover verwijs ik naar de gangbare literatuur (bijvoorbeeld Miller, M. en F. Modigliani, 1958, 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment'). Per saldo zal een toename van vreemd vermogen niet leiden tot andere gemiddelde vermogenskosten. Behalve wanneer er een onderscheid wordt gemaakt in de fiscale aftrek van rente over vreemd en eigen vermogen. Onder de Nederlandse fiscale regels is rente over vreemd vermogen fiscaal aftrekbaar voor de vennootschapsbelasting. Deze

Jaar	1	2	3	∞	Totaal
FCF	25	50	125	75	
Restwaarde				468,7500	
Disconteringsfactor	0,8621	0,7432	0,6407	0,6407	
Contantewaarde	21,5517	37,1581	80,0822	300,3083	439,10

aftrek zorgt ervoor dat de vermogenskosten dalen. Dit wordt ook wel 'tax shield' genoemd.

### Economische waarde

De verhouding eigen vermogen/totaal vermogen in de WACC is een andere dan de boekhoudkundige solvabiliteit. De laatste wordt berekend op de boekhoudkundige waarden op de balans, terwijl bij het waarderen uitgegaan wordt van de economische waarde. Om de boekhoudkundige balans gelijk te krijgen dient de economische waarde van het eigen vermogen op de balans opgenomen te worden en dient de goodwill op deze balans geactiveerd te worden om de activazijde weer gelijk te krijgen met de passivazijde. Dan kan de juiste solvabiliteit berekend worden. Omdat de gemiddelde vermogenskostenvoet afhankelijk is van de solvabiliteit en het berekende eigen vermogen weer afhankelijk is van de gemiddelde vermogenskostenvoet, kan de juiste WACC alleen bepaald worden middels iteratie. Mijn ervaring is dat wanneer je van economische waarde uitgaat de solvabiliteit doorgaans varieert tussen de 50 en 90%.

### Scenario en restwaarde

In de waarderingspraktijk wordt vaak gebruikt gemaakt van twee perioden: de scenarioperiode en de restwaardeperiode. De scenarioperiode die gekozen wordt in een waardering is die periode waarin de onderneming dynamiek kent in de resultaten, de investeringen of de financieringsstructuur. Vaak wordt uitgegaan van vijf jaar, omdat dit aansluit bij de financieringshorizon van een investeerder, maar een wetmatigheid is dit niet. Als er investeringen gedaan worden waarvan het effect volledig tot uiting komt in de geldstroom in jaar 8, dan zal er een scenarioperiode gekozen worden van negen jaar (8 + 1). Wanneer de relevante dynamiek in twee jaar tot uiting komt, dan kan volstaan worden met een periode van drie jaar. Na de scenarioperiode houdt de onderneming vaak niet op te bestaan. De onderneming zal nog steeds vrije geldstromen genereren, dit noemen we de restwaardeperiode. Volgens de theorie gaan we er vanuit dat na de scenarioperiode de onderneming een stabiele geldstroomverwachting heeft. Dat betekent dus dat er geen spronginvesteringen meer gedaan worden en er geen beduidende veranderingen verwacht worden in de marktpositie van de onderneming. Met andere woorden: investeringen die gedaan worden zijn uitsluitend vervangingsinvesteringen om de dan bereikte positie te behouden, waardoor de onderneming in een ideaalcomplex komt en de afschrijvingen gelijk zijn aan de vervangingsinvesteringen. Voor een verdere verdieping in deze materie kan ik u van harte aanbevelen om het artikel 'Waardebepaling bedrijven, praktijkgerichte

antwoorden op bedrijfsvraagstukken' door J. Vis op Zibb.nl te raadplegen.

### Onderbouwing prognose

Nu we het rekenkundige gedeelte van de waardering bekeken hebben, kunnen we ons richten op de prognose. Het op de juiste manier disconteren van geldstromen leidt immers niet per definitie tot de juiste waarde. Als de geprognosticeerde geldstromen onjuist zijn, is de volledige waardering waardeloos. In het arrest ging het om een onderneming die een intermediaire rol vervult tussen communicatie- en/of marketingadviseurs en hun opdrachtgevers. Onderstaand de verlies-en-winstrekening van de onderneming in kwestie:

Omzet	516.298
Kostprijs omzet	132.755
Bruto winst	383.543
Kosten	79.641
Resultaat voor ondernemersbeloning	303.902
Ondernemersbeloning	140.000
Resultaat na ondernemersbeloning	163.902

Als we de inbrengwaarde willen rechtvaardigen en ik ga uit van een vermogenskostenvoet van 15%, dan zou er een stabiele jaarlijkse vrije geldstroom benodigd zijn van  $f 9.750.000 \times 15\% = f 1.462.500$ . Als we voor het gemak aannemen dat de kostprijs van de omzet relatief gelijk blijft en de kosten gelijk blijven, dan zou de omzet met een factor 4,4 moeten toenemen, waardoor het resultaat 8,9 keer zo groot wordt.

De omzet voor de intermediair komt dan uit op een krappe 2,3 miljoen euro. De onderneming vraagt 20% bemiddelingsfee. Dus per saldo loopt ruim 11 miljoen omzet in deze markt via de onderneming. Wetende dat de totale markt voor communicatie- en marketingadvies circa 4,7 miljard euro bedraagt, komt de onderneming uit op een marktaandeel van 0,1%. Dit lijkt redelijk. Zo zal ook ongetwijfeld de motivatie van de waarderingsdeskundige hebben geluid.

### Marktanalyse

Het ontbreekt hier echter aan een nadere marktanalyse. Als we de dienst van de intermediair in de bedrijfskolom plaatsen, dan is het in contact brengen van vraag en aanbod nauwelijks te benoemen als het leveren van toegevoegde waarde in de bedrijfskolom. Dit zou alleen waardevol zijn in een markt waar vraag en aanbod elkaar nauwelijks kunnen vinden. Gelet op het feit dat er ruim 7.000 zelfstandige adviseurs in deze markt opereren en nog eens 4.000 ondernemingen met personeel, dan concludeer ik dat vraag en aanbod

elkaar wel weten te vinden. De behoefte waarop wordt ingespeeld is dus geen generieke behoefte van communicatieadviseurs, maar slechts de behoefte van een klein aantal.

Het matchen van vraag en aanbod in de marketing- en communicatiemarkt is vrij gemakkelijk te kopiëren. Er zijn nauwelijks investeringen nodig en getuige de verlies-en-winstrekening worden er nauwelijks kosten gemaakt. Als er gemakkelijk hoge winsten in een bepaalde sector te behalen zijn zullen er zonder twijfel nieuwe aanbieders komen die hetzelfde gaan doen. Het is een kwestie van tijd voordat er een aanbieder komt die slechts 15% bemiddelingsfee rekent in plaats van 20%, en zo zullen er aanbieders bij blijven komen waardoor er een neerwaartse prijsspiraal ontstaat in bemiddelingsfee's.

Daarnaast was er al in 1998 al sprake van toenemende schaalvergroting in de branche. Deze schaalvergroting concurreert rechtstreeks met de intermediaire functie. De schaalvergroting in de branche was er op gericht om completere diensten aan te kunnen bieden aan opdrachtgevers (alles onder één dak). Dit is duidelijk een activiteit om beter in te spelen op de vraag in de markt, waardoor eventuele inefficiëntie tussen vraag en aanbod dus verminderd wordt. Al met al lijkt het er op dat de activiteit van intermediair in deze markt een beperkte levensduur kent.

Zonder de pretentie te hebben de markt volledig geanalyseerd te hebben en zonder de afwegingen te kennen van de waardeerder die de inbrengwaarde terecht vond, zijn er toch al snel veel kritiekpunten te vinden op de prognose. In zijn arrest heeft het hof in hoofdlijnen wel de essentie van deze kritiekpunten benoemd.

### Verschil tussen waarde en prijs

Daarnaast is er ook nog het verschil tussen waarde en prijs. De Belastingdienst gaat uit van de waarde in het economisch verkeer: de prijs die bij aanbidding ten verkoop van de aandelen, onder de meest gunstige omstandigheden en na de beste voorbereiding, door de hoogste bieder voor de aandelen op de genoemde datum zou worden betaald. Een waardeberekening gaat uit van het subjectieve standpunt van waaruit gewaardeerd wordt. Als voortzetter van een onderneming kan je best een opstelsom van geldstromen waarderen volgens de prognose waarin je gelooft. Dat is dan ook de waarde gezien vanuit de verkoper. De koper zal echter zijn eigen afwegingen maken en altijd alternatieve investeringen en mogelijkheden beschouwen.

In deze casus zal iedere rationele koper de 'make or buy' afweging maken. Met andere woorden: wat kost het een mogelijke koper om dezelfde positie te bereiken als de over te

nemen onderneming? In de casus was duidelijk dat er geen duurzame voorsprong was op concurrenten en dat het grootste gedeelte van de beoogde markt nog veroverd moest worden. Iedere rationele koper zou *f* 9.750.000 in zijn zak hebben gehouden en zelf actief de markt hebben betreden.

### Meer dan koffiedik kijken

Een goede prognose wordt gekenmerkt door een goede onderbouwing van de toekomstige omzet, kosten en investeringen. Vaak wordt dit afgedaan als koffiedik kijken. Toch zijn er veel aspecten die in kaart kunnen worden gebracht. De omzet kan altijd in verband gebracht worden met marktomvang, marktkenmerken en de ontwikkeling van de markt. Daarnaast dient er gekeken te worden naar concurrentie-invloeden en macro-economische aspecten. Het beoordelen van de mate waarin toegevoegde waarde wordt geleverd binnen de bedrijfskolom, rekening houdend met vernoemde aspecten, is werk dat kennis, ervaring en realiteitszin vereist. Toekomstige kosten zijn relatief het gemakkelijkst te schatten omdat hier veel referentiemateriaal voor beschikbaar is. Ook investeringen zijn relatief makkelijk te schatten, al worden deze vaak onderschat en wordt er niet altijd rekening gehouden met investeringen in werkkapitaal. Zijn er onzekere factoren aanwezig in de markt, dan zul je meerdere scenario's moeten opstellen en een kansverdeling moeten aanbrengen tussen de verschillende scenario's en de verwachtingswaarde moeten berekenen.

Al met al zal de acceptatiegraad van de prognose hoger worden naar mate deze beter onderbouwd is. Is de prognose geaccepteerd, dan is er geen twijfel mogelijk dat de DCF-methode de beste methodiek is om de onderneming te waarderen. **b m**

Chris Denneboom is divisieleider Corporate Finance bij De Hooge Waerder Accountants & Adviseurs. Heeft u vragen naar aanleiding van dit artikel dan kunt u mailen naar [cdenneboom@dehoogewaerder.nl](mailto:cdenneboom@dehoogewaerder.nl)

## conclusie

- De discounted cashflow-methode is de beste waarderingsmethode die de economische wetenschap tot nu toe heeft ontwikkeld. Om de methode goed toe te passen is wel de nodige kennis en vaardigheid vereist.
- Het is mijns inziens een misverstand dat de methode niet geaccepteerd wordt door de fiscus bij een inbreng van een onderneming. In de beschreven casus werd de prognose verworpen en niet de waarderingsmethode.
- Zolang de prognose geen koffiedik kijken is, kunt u een DCF-waardering met een gerust hart gebruiken voor een fiscale inbreng.