

EXTRA RENDEMENTSEIS BIJ DE WAARDERING VAN MIDDELGROTE ONDERNEMINGEN

Over het algemeen worden kleinere ondernemingen relatief lager gewaardeerd dan grotere ondernemingen omdat zij een hoger risicoprofiel kennen en de aandelen minder liquide zijn. Bij de waardebeoordeling van een onderneming wordt hiermee rekening gehouden door aanpassingen in de rendementseis te maken voor bepaalde factoren die het risicoprofiel van de onderneming beïnvloeden. Deze aanpassingen vertalen zich doorgaans in een extra opslag op de rendementseis waartegen de toekomstige kasstromen contant gemaakt worden. De bepaling van de hoogte van de opslag gebeurt veelal op basis van kennis en ervaring van corporate finance adviseurs. In dit artikel gaan we in op een empirisch onderzoek dat is uitgevoerd door BDO CampsObers Corporate Finance B.V. naar de factoren die van invloed zijn op de waarde van middelgrote (niet-beursgenoteerde) ondernemingen. De uit de uitkomsten van dit onderzoek voortgekomen formule, vormt een praktische benadering voor de bepaling van de hoogte van de rendementseis op het eigen vermogen voor middelgrote ondernemingen.

Op basis van de discounted cashflow-methode, wordt de waarde van een onderneming berekend door toekomstige vrije operationele kasstromen contant te maken tegen een rendementseis (disconteringsvoet), rekening houdend met de kapitaalstructuur. Door de kasstromen contant te maken tegen deze disconteringsvoet, wordt rekening gehouden met het risico en de tijdsvoorkeur van geld.

De disconteringsvoet kan berekend worden op basis van een gewogen gemiddelde van de kostenvoet van het vreemd vermogen en eigen vermogen (de Weighted Average Cost of Capital; WACC). Voor het vreemd vermogen is de kostenvoet relatief eenvoudig te bepalen, de bepaling van de kostenvoet van het eigen vermogen is daarentegen veel complexer. Een veel gehanteerde formule voor de bepaling van de rendementseis op het eigen vermogen is het Capital Asset Pricing Model (CAPM, zie bijlage 1). Dit model geeft weer hoe een hoger risico zich vertaalt in een hogere rendementseis. Het model maakt gebruik van marktgegevens en gaat uit van een aantal (theoretische) aannames. Door deze aannames is het CAPM niet in staat om de verschillen tussen de hoogte van de rendementseis van investeerders voor grotere en voor kleinere ondernemingen te verklaren.

Het meest opmerkelijke verschil tussen grotere (beursgenoteerde) en kleinere (niet-beursgenoteerde) ondernemingen is het extra rendement dat aandeelhouders van kleinere ondernemingen op het eigen vermogen eisen. Dit wordt het zogenaamde “small firm effect” genoemd en heeft voornamelijk te maken met het feit dat kleinere ondernemingen een ander risicoprofiel kennen dan grotere ondernemingen. Aandeelhouders van kleinere ondernemingen eisen een hoger rendement gezien het (extra) risico dat deze ondernemingen met zich meebrengen. Het CAPM houdt hier onvoldoende rekening mee, waardoor in de praktijk vaak een extra premie aan de rendementseis op het eigen vermogen wordt toegevoegd. De bepaling van de hoogte van deze extra premie gebeurt doorgaans op basis van kennis en ervaring van de betreffende waarderingsdeskundige. In dit artikel zal worden ingegaan op de bepaling van de verhoogde rendementseis van middelgrote ondernemingen.

Risicofactoren

In de literatuur worden verschillende risicofactoren genoemd die van invloed zouden kunnen zijn op de verhoogde rendementseis van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Onderstaand wordt een achttal dergelijke factoren onderscheiden en belicht. Hierbij wordt gekeken naar het risico dat deze factoren met zich mee kunnen brengen, wat zich kan vertalen in een verhoogde rendementseis.

Illiquiditeit

De overdraagbaarheid van aandelen van niet-beursgenoteerde ondernemingen is over het algemeen moeilijker dan die van beursgenoteerde ondernemingen. De verkoop van aandelen van niet-beursgenoteerde ondernemingen kost vaak extra tijd en geld. Investeerders eisen daarom een extra premie voor het gebrek aan verhandelbaarheid van aandelen van deze ondernemingen.

Afhankelijkheid management

Bij middelgrote ondernemingen is de continuïteit van de onderneming vaak in handen van één of enkele personen en zijn de prestaties afhankelijk van deze personen. Zij bezitten vaak als enigen binnen de onderneming de benodigde contacten en hebben met personeel, afnemers en toeleveranciers een persoonlijke, hechte relatie opgebouwd. Als bij een middelgrote (niet-beursgenoteerde) onderneming de directeur-grotaandeelhouder wegvalt, zal dit vaak grotere gevolgen hebben voor de continuïteit van de onderneming dan als een sleutelfunctionaris wegvalt bij een grotere (beursgenoteerde) onderneming.

Afhankelijkheid afnemers

De afhankelijkheid van afnemers kan een belangrijke rol spelen voor de onderhandelingspositie en daarmee de continuïteit van een onderneming. Indien een afnemer van een onderneming wegvalt, om welke reden dan ook, zal het continuïteitsgevaar voor een onderneming die afhankelijk is van één of enkele afnemers groter zijn dan voor een onderneming die veel keuze uit afnemers heeft.

Afhankelijkheid leverancier

Ook de afhankelijkheid van leveranciers kan, op gelijke wijze als de afhankelijkheid van afnemers, een belangrijke rol spelen voor de continuïteit van de onderneming.

Bewijs financiële prestaties/ ambitieniveau

Historische (winst, groei, omzet) ontwikkelingen zijn een belangrijk beoordelingsgegeven, aangezien de hieraan te ontlelen gegevens een belangrijke referentie vormen voor de financiële prognoses. Als uitgangspunt kan genomen worden dat zonder het verleden minder inzicht in de toekomst mogelijk is. Het ontbreken van een duidelijk “track record” en/of onderbouwing van de prognoses kan dan ook extra onzekerheid en daarmee risico met zich mee brengen met betrekking tot de haalbaarheid van de prognoses.

Reputatie

Een onderneming met een goede reputatie zal doorgaans stabielere verwachtingen hebben dan een onderneming die niet hierover beschikt. Een goede reputatie bevordert onder meer de klantentrouw waardoor de continuïteit van een onderneming minder snel in gevaar zal komen en er minder snel sprake is van een verhoogde rendementseis op het eigen vermogen.

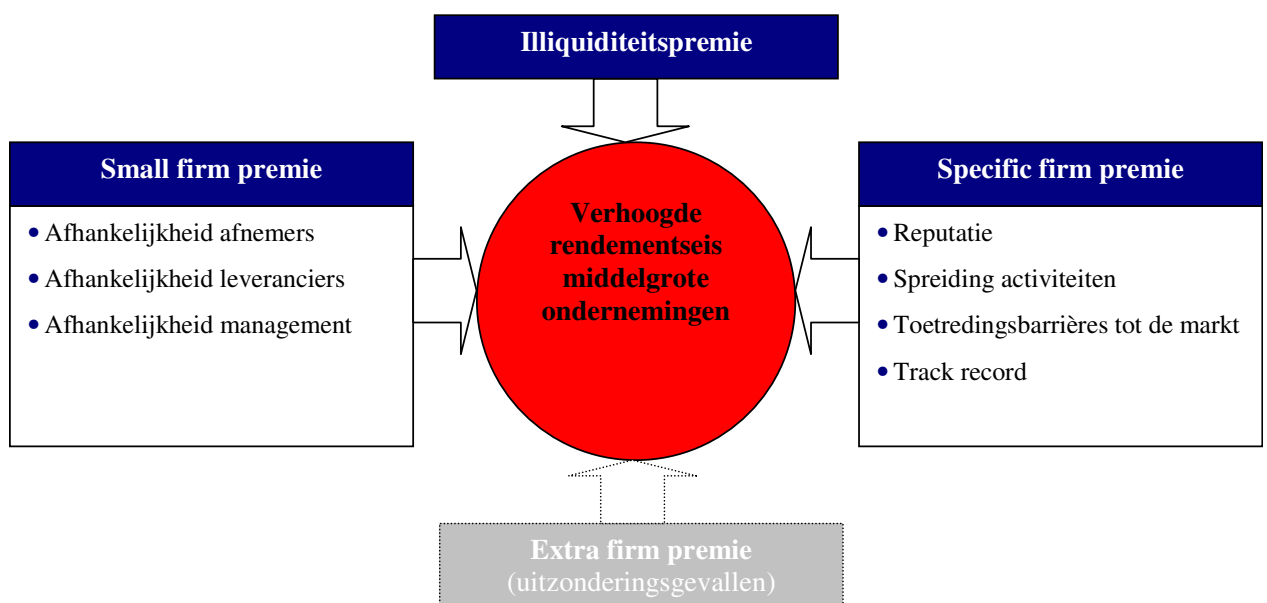
Spreiding activiteiten

Omdat middelgrote ondernemingen vaak maar één activiteit ontplooiën zijn de bedrijfsspecifieke risico's voor deze ondernemingen vaak hoger. Diversificatie, en daardoor risicoreductie, binnen een onderneming is dan niet mogelijk wat tot uitdrukking kan komen in een verhoogde rendementseis van aandeelhouders. Aangezien investeerders ook zelf hun risico kunnen diversifiëren door in verschillende beleggingsobjecten te investeren zouden deze investeerders in theorie geen verhoogde rendementseis horen te eisen op ondernemingen die hun activiteiten niet gespreid hebben. Toch blijkt dat deze ondernemingen in de praktijk als minder risicovol worden beschouwd indien zij hun activiteiten beter gespreid hebben.

Toetredingsbarrières tot de markt

Toetredingsbarrières hinderen nieuwe ondernemingen activiteiten in een bestaande bedrijfstak te gaan ontplooiën. Een lage entreedrempel in een branche kan een belangrijke risicofactor voor een onderneming zijn, zeker in situaties waarin onvoldoende sprake is van een onderscheidend concept (bijvoorbeeld bij schoonmaakbedrijven).

Bovenstaande factoren zijn niet in alle omstandigheden even relevant voor de bepaling van de verhoogde rendementseis van middelgrote ondernemingen. Op grond van de uitgevoerde analyse is een model opgesteld dat de verhoogde rendementseis van middelgrote ondernemingen als volgt weergeeft:



Figuur 1: Opbouw van de additional firm premie

Uit figuur 1 valt af te lezen dat een verhoogde rendementseis voor middelgrote ondernemingen in het model is opgebouwd uit een drietal basis premies; een illiquiditeitspremie, een small firm premie en een specific firm premie. De small firm premie en specific firm premie uit figuur 1 zijn opgedeeld in een aantal factoren welke de uiteindelijke hoogte van de premie bepalen. De factor illiquiditeit wordt als een losstaande factor beschouwd, omdat deze factor niet gerelateerd wordt aan de omvang of de specifieke omstandigheden van een onderneming. Om te bepalen of het opgestelde model voldoet om de rendementseis op het eigen vermogen voor middelgrote ondernemingen te bepalen is een empirisch onderzoek uitgevoerd.

Op basis van een grootschalige enquête onder corporate finance adviseurs en investeringsmanagers bij participatiemaatschappijen kan geconcludeerd worden dat de ‘markt’ de factoren uit het opgestelde model ook relevant vindt voor de verhoogde rendementseis van middelgrote ondernemingen.

Eveneens is onderzocht tussen welke bandbreedtes de opslag (additional firm premie) ligt die corporate finance organisaties en participatiemaatschappijen in de praktijk hanteren. Hierbij is in de enquête een onderscheid gemaakt tussen de premie die in zogenaamde uitzonderingsgevallen gehanteerd wordt en de premie die in 80% van de praktijkgevallen gehanteerd wordt. Onder uitzonderingsgevallen worden situaties verstaan met zeer specifieke omstandigheden waardoor de additional firm premie wellicht zeer hoog is. Te denken valt bijvoorbeeld aan een onderneming die volledig afhankelijk is van de directeur grootaandeelhouder of erg afhankelijk is van ontwikkelingen in de wetgeving.

De respondenten gaven aan in 80% van de waarderingsgevallen een additional firm premie tussen de 2 en 12% te hanteren, waarbinnen een risico-opslag van 2% is verwerkt voor het feit dat een onderneming niet-beursgenoteerd is. Bij uitzonderingsgevallen ligt deze additional firm premie hoger.

Op basis van de uitkomsten van het empirische onderzoek en het model uit figuur 1 is een formule ontwikkeld die een praktische benadering geeft van de hoogte van de additional firm premie voor middelgrote ondernemingen (zie bijlage 2 voor toelichting):

Illiquiditeitspremie (IP)	2 %	+
Afhankelijkheid afnemers	1,57 * score factor	+
Afhankelijkheid leveranciers	1,43 * score factor	+
Afhankelijkheid management	1,72 * score factor	+
<hr/>		
Small firm premie (SmFP)	%
Merknaam en reputatie	1,15 * score factor	+
Spreiding activiteiten	1,35 * score factor	+
Toetredingsbarrières tot de markt	1,37 * score factor	+
Track record	1,41 * score factor	+
<hr/>		
Specific firm premie (SpFP)	%
Extra firm premie (EFP)	%
<hr/>		
Additional firm premie (AFP)	Σ.....	%

Figuur 2: 'BDO Corporate Finance Additional Firm Premie' model.

Samenvatting

Middelgrote ondernemingen worden over het algemeen relatief lager gewaardeerd dan grotere ondernemingen. Theoretische waarderingsmodellen houden hier onvoldoende rekening mee. Daarom is er op basis van empirisch onderzoek een formule ontwikkeld die rekening houdt met de verhoogde rendementseis van aandeelhouders van middelgrote ondernemingen. Deze formule vormt een praktische benadering voor de bepaling van de hoogte van de rendementseis op het eigen vermogen voor middelgrote ondernemingen. Consequente toepassing van de '*BDO Corporate Finance Additional Firm Premie*' formule leidt tot meer eenduidigheid en een meer objectieve vaststelling van de rendementseisen ten behoeve van waardebepalingen.

Voor nadere informatie kunt u contact opnemen met:

C.L.A. Janssen RA RV en drs. P.J. Sterk

BDO CampsObers Corporate Finance B.V.

Tel.nr.: 030 – 2 849 849

cees.janssen@bdo.nl

pieter-jan.sterk@bdo.nl

Bijlage 1 CAPM

Het Capital Asset Pricing Model, ontwikkeld door de economen Sharpe, Lintner en Treynor, laat zien dat de kostenvoet van een onderneming gelijk is aan de risicovrije voet plus een premie die het extra risico van de betreffende investering reflecteert. Het CAPM relateert de verwachte opbrengsten aan het marktrisico als volgt:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_i$$

Waarin:

$E(R_i)$ = Verwachte opbrengsten beleggingsobject i

R_f = Risicovrije voet

$E(R_m)$ = Verwacht rendement op de marktportefeuille

$[E(R_m) - R_f]$ = Marktrisicopremie

β_i = Bèta van beleggingsobject i

De rendementseis van aandeelhouders bestaat uit een risicovrije vergoeding voor de tijdsvoorkeur van geld en een risicopremie als compensatie voor het systematische ondernemingsrisico. In de formule is de bèta de enige variabele maatstaf voor risico. Deze maatstaf beschrijft de gevoeligheid van de opbrengsten van een specifieke investering in vergelijking met de opbrengsten van de gehele markt. Volgens dit model is het specifieke risico van een onderneming voor investeerders niet van belang, aangezien zij alleen goed gediversifieerde aandelenportfolio's aanhouden.

Het CAPM is echter een vereenvoudigde weergave van een complex systeem waaraan een aantal basis veronderstellingen ten grondslag ligt, namelijk:

- Investeerders zijn risico-avers;
- Investeerders kunnen geld lenen dan wel uitlenen tegen dezelfde risicovrije voet;
- Investeerders hebben dezelfde verwachtingen;
- Er zijn geen transactiekosten, belastingen of andere marktimperfecties;
- Alle informatie is voor alle investeerders gelijktijdig en kosteloos beschikbaar;
- Beleggingsobjecten zijn volledig deelbaar en verhandelbaar;
- Volledige diversificatie.

Bijlage 2 Toelichting model

Voor de bepaling van de hoogte van de additional firm premie zal per factor een score moeten worden ingevuld die tussen de 0 en de 1 ligt. Een score van 0 voor een factor impliceert dat deze factor geen (extra) risico voor de te waarderen onderneming met zich meebrengt. Indien een onderneming meerdere activiteiten ontplooit, waardoor er voldoende sprake is van risicospreiding, dan brengt de factor spreiding activiteiten geen extra risico met zich mee voor die ondernemingen. Deze factor zal dan op 0 gesteld worden en ook niet van invloed zijn op de hoogte van de rendementseis. Een score van 1 impliceert daarentegen dat deze factor maximaal (extra) risico met zich meebrengt voor de te waarderen onderneming. Een waarde van 0,5 houdt in dat er een gemiddeld risico voor middelgrote ondernemingen aanwezig is. De additional firm premie in zogenaamde uitzonderingsgevallen kan door een extra opslag, de zogenaamde extra firm premie, bepaald worden. De hoogte van deze premie zal op basis van professional judgement moeten worden vastgesteld.

De uitkomst van de formule, de additional firm premie, dient vervolgens als extra component aan de CAPM formule te worden toegevoegd waardoor zij onafhankelijk is van de bèta. Hierdoor blijft de theoretische gedachtegang achter het CAPM gewaarborgd. Op basis van de AFP-formule wordt een risico-opslag meer objectief dan tot dusver gebruikelijk in de waarderingspraktijk vastgesteld tussen de 2 en 12%. Een bepaalde mate van subjectiviteit kan echter niet worden uitgesloten aangezien de score van de factoren nog immer door de waarderingsdeskundige bepaald moet worden.