

ONDERNEMINGSSPECIFIEKE RISICOFACTOREN IN HET MIDDEN- EN KLEINBEDRIJF IN NEDERLAND



De waarde van ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf wordt onder andere bepaald door de weging van ondernemingsspecifieke risicofactoren. De recente economische crisis heeft ervoor gezorgd dat een aantal van die risico's meer dan ooit reëel zijn geworden. Reden voor BDO Corporate Finance om het standaard model voor inschatting van deze risicofactoren opnieuw onder de loep te nemen. Aan de hand van een enquête die werd ingevuld door meer dan 150 Nederlandse waarderingsexperts maakte BDO Corporate Finance een aantal fundamentele aanpassingen in het model dat de small firm premie (SFP) bepaald.

Belangrijke conclusies

- Het CAPM- en Build-Up-model worden het meest gebruikt bij de bepaling van de disconteringsvoet.
- Waarderingsexperts gebruiken veelal een MRP van circa 5%.
- De SFP heeft in 95% van de gevallen een bandbreedte tussen 2% en circa 11%.
- Een grote meerderheid van de waarderingsexperts gebruikt binnen de SFP een vaste illiquiditeitspremie van 2%.
- Mede door de economische crisis is flexibiliteit van de onderneming van belang geworden voor de bepaling van de SFP.
- Op basis van de enquête heeft BDO Corporate Finance een praktisch model ontwikkeld voor de vaststelling van de SFP.

Inleiding

Uit diverse academische onderzoeken blijkt dat het geëiste rendement op een investering in een onderneming hoger is naarmate de onderneming kleiner is. Nader onderzoek toont aan dat de hogere risico's die gepaard gaan met het investeren in een kleine onderneming hieraan ten grondslag liggen. Met andere woorden, ter compensatie van het verhoogde risico, eisen investeerders een hoger rendement op hun investering. Deze extra premie wordt aangeduid met de term small firm premie (SFP). Het begrip risico mag in deze context gelezen worden als: ontwikkelingen die het rendement doen afwijken van hetgeen realistisch wordt verwacht. Dat kleine onderne-

mingen eerder blootgesteld worden aan dergelijke risico's mag niet als een verrassing gezien worden. Het risicoprofiel van een onderneming speelt een grote rol in het bepalen van de waarde van een onderneming.

Om inzicht te krijgen in de factoren die van invloed zijn op de rendementseis voor kleinere ondernemingen heeft BDO Corporate Finance een enquête gehouden onder Nederlandse waarderingsexperts. Aan de hand van 158 ingevulde enquêtes is na uitgebreid empirisch onderzoek een model ontwikkeld voor de bepaling van het geëiste rendement op eigen vermogen voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf.

Disconteringsvoet

Het geëiste rendement op een investering komt in waarderingsmodellen terug in de disconteringsvoet. De disconteringsvoet is het percentage waartegen toekomstige kasstromen contant gemaakt worden. In discounted cash flow waarderingen, de in de praktijk meest voorkomende methode, wordt de gewogen gemiddelde kostenvoet gebruikt als disconteringsvoet. Dit percentage, in het Engels aangeduid als Weighted Average Cost of Capital (WACC), bestaat uit het gewogen gemiddelde van de kostenvoet voor vreemd vermogen en de kostenvoet voor het eigen vermogen. In de praktijk wordt voor de te gebruiken kostenvoet voor vreemd vermogen vaak het rentepercentage gehanteerd waartegen een bank leningen verstrekt. De kostenvoet voor het eigen vermogen is daarentegen lastiger te bepalen. Hier zijn meerdere modellen voor ontwikkeld.

VOOR
VRIJ
ONDERNEMEN

Modellen voor het bepalen van de kosten-voet voor eigen vermogen

Onder deelnemers aan het onderzoek blijken het Build-Up-model en het Capital Asset Pricing Model (CAPM) in de praktijk het meest de voorkeur te genieten. Waar het CAPM vooral een theoretische inslag heeft, blijkt het Build-Up-model vooral vanuit praktisch oogpunt goed bruikbaar. Het CAPM is in eerste instantie ontwikkeld om portefeuilles met aandelen van grote beursgenoteerde ondernemingen te waarderen en moet voor optimaal gebruik aan een flink aantal voorwaarden voldoen. Niet-beursgenoteerde ondernemingen voldoen vaak niet aan deze voorwaarden. Om het CAPM toch te kunnen gebruiken bij waarderingen van Nederlandse niet-beursgenoteerde ondernemingen moet voor deze imperfectie een extra premie aan het model toegevoegd worden. Het daaruit voortkomende model lijkt dan sterk op het Build-Up-model. In beide modellen ligt een belangrijke rol weggelegd voor de extra premie die berekend wordt bij het waarderen van kleine niet-beursgenoteerde ondernemingen. Belangrijk is te weten dat van alle deelnemers aan het onderzoek 90% een model gebruikt waarin een extra premie voor ondernemings-specifiek risico een actieve rol speelt. In deze studie wordt uitgegaan van een aangepast CAPM. Het basis CAPM heeft de vorm van:

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

Waarin:

$E(R_i)$	= Verwachte opbrengsten beleggingsobject i
R_f	= Risicovrij rendement
$E(R_m)$	= Verwacht rendement op de marktportefeuille
$[E(R_m) - R_f]$	= Marktrisicopremie (MRP)
β_i	= Bèta van beleggingsobject i

Onderstaand wordt kort uitgelegd hoe de verschillende facetten van het basismodel in de praktijk ingeschat kunnen worden. Ook wordt ingegaan op de wijze waarop het model aangepast wordt om kleine niet-beursgenoteerde ondernemingen te kunnen waarderen.

Het risico vrije rendement kan gebaseerd worden op het rendement op 10-jaars staatsobligaties. Daarnaast is uit de enquête gebleken dat over de hoogte van de marktrisicopremie (MRP) eenduidigheid bestaat. Van de deelnemers gebruikt 60% een met de conjunctuur meebewegende MRP en 40% een stabiele MRP. Degenen die een stabiele MRP hanteren geven deze een gemiddelde waarde van 5,1%, zij die een fluctuerende MRP hanteren geven deze een waarde van gemiddeld 5,4%. Het feit dat de fluctuerende MRP hoger ligt dan de stabiele MRP, wordt zeer waarschijnlijk veroorzaakt door de recente economische crisis waardoor risico's klaarblijkelijk groter worden geacht. In beide gevallen lijkt er echter

een duidelijke consensus te bestaan voor een MRP van circa 5%.

Vervolgens is in de enquête ingegaan op de hoogte van de SFP en de wijze waarop deze wordt toegevoegd aan het basis CAPM. Gemiddeld gezien hanteert men een SFP van 6,6% met een standaarddeviatie van 2,3%. Omdat het doel is om een model te ontwikkelen dat in 95% van de waarderingsgevallen gebruikt kan worden, wordt de standaarddeviatie twee keer bij het gemiddelde opgeteld en twee keer van het gemiddelde afgetrokken om tot een bandbreedte te komen. De bandbreedte bedraagt dan 2,0% tot 11,2%. Op de vraag of dit percentage gecorrigeerd dient te worden voor de kapitaalstructuur antwoordt de meerderheid negatief. De SFP wordt in de praktijk dan ook als een losse factor opgeteld bij het CAPM.

Na onderzoek te hebben gedaan naar de MRP en de SFP, zijn de diverse ondernemingsspecifieke risicofactoren gespecificeerd en gekwantificeerd. Uit de enquête blijkt dat een zevental factoren als significant aangeduid kan worden. Daarnaast speelt de factor illiquiditeit een aparte rol aangezien deze factor niet ondernemings-specifiek is, maar voor iedere niet-beursgenoteerde onderneming even zwaar telt. Onderstaand volgt eerst een korte beschrijving van de factoren. Daarna volgt het uiteindelijke model met de weging die de verschillende factoren aangemeten hebben gekregen.

Illiquiditeit

Zoals benoemd is het CAPM ontwikkeld voor de waardering van aandelen in grote beursgenoteerde ondernemingen. Een van de kenmerken van een dergelijk aandeel is dat het op vrijwel ieder moment van de dag tegen een duidelijke marktprijs verhandelbaar is; ze zijn zeer liquide. Belangen in niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn dit niet. Aan- en verkooptrajecten zijn langdurig en kostbaar. Als compensatie voor deze kosten wordt een illiquiditeitspremie geëist. Uit het onderzoek blijkt dat in de praktijk in de meeste gevallen een vaste illiquiditeitspremie van 2% gehanteerd wordt.

Afhankelijkheid afnemers

Een kleine onderneming is vaker dan een grote beursgenoteerde onderneming afhankelijk van een klein aantal afnemers. Het potentiële gevolg van het wegvallen van een of meerdere afnemers is dan ook relatief groot. Ondernemingen die weinig afnemers hebben, of afhankelijk zijn van een paar zeer grote klanten, dragen dan ook extra risico met zich mee.

Afhankelijkheid leveranciers

Indien een onderneming afhankelijk is van een product of dienst dat door slechts een beperkt aantal leveranciers aangeboden wordt, bestaat ook hier een risico. Mocht om welke reden dan

ook deze leverancier wegvallen of niet kunnen leveren, dan kan dit de directe prestaties van de onderneming beïnvloeden. Gelet moet worden op het aantal leveranciers en de alternatieven die er bestaan voor levering via andere leveranciers in de markt.

Afhankelijkheid management

Veel mkb-ondernemingen - en met name familiebedrijven - zijn afhankelijk van één of een beperkt aantal personen. Deze persoon onderhoudt vaak al jarenlang contacten met het personeel, afnemers en leveranciers. Mocht deze persoon wegvallen, dan bestaat de reële kans dat de continuïteit van de onderneming daaronder zal lijden. De mate waarin een onderneming afhankelijk is van haar management, kan gemeten worden door te kijken naar de spreiding van verantwoordelijkheden, de lengte van de periode waarin het huidige management actief is en de kwaliteit van de organisatie. Mocht er een goede organisatie staan, dan is de impact van het vertrek van het management vaak kleiner.

Track record

Bij de DCF-methode worden toekomstige kasstromen contant gemaakt aan de hand van de rendementseis. Het prognosticeren van toekomstige kasstromen is vaak een lastige klus. Belangrijk is dan ook dat de trend die toekomstige kasstromen laten zien, terug te vinden is in historische kasstromen; het 'track-record'. Mochten er gouden bergen beloofd worden, maar blijkt uit het verleden van de onderneming dat hier weinig basis voor is, dan vormt dit een potentieel risico. Als een onderneming zeer wisselvallige kasstromen laat zien vormt ook dit een potentieel risico; dit kan liquiditeitsproblemen geven of investeringsmogelijkheden kunnen doen slinken. Belangrijk is dus te letten op de geloofwaardigheid van prognoses en de stabiliteit van de historische kasstromen.

Spreiding activiteiten

De theorie achter het CAPM gaat uit van de mogelijkheid van perfecte diversificatie. In de praktijk hebben veel ondernemingen echter niet de mogelijkheid om activiteiten te spreiden. Mocht de markt waarin de onderneming actief is in economisch verval raken, dan zijn er voor ondernemingen met een beperkte spreiding van activiteiten weinig mogelijkheden om het winstpeil hoog te houden. Bij waardebeoordelingen wordt daarom gelet op de verschillende producten die een onderneming aanbiedt en de verschillende markten waarin de onderneming actief is.

Toetredingsbarrières

Het concurrentievoordeel dat een onderneming heeft is van grote invloed op de marges die behaald kunnen worden. Indien er in een markt hoge marges behaald worden, dan zullen bedrijven proberen zich in deze markt te vestigen. Toenemende concurrentie laat de marges

vervolgens weer dalen. Hoge toetredingsbarrières belemmeren toetreding tot de markt en dus de kans dat marges onder druk komen te staan. Bij toetredingsbarrières kan gelet worden op zaken als; is er een grote investering nodig om in deze markt actief te worden, welke vergunningen en certificaten moet een onderneming verkrijgen om te mogen opereren, is er veel opgeleid personeel beschikbaar en hebben de gevestigde ondernemingen een zodanig sterke reputatie dat ze lastig te concurreren zijn.

Flexibiliteit

Gedurende de recente economische crisis is gebleken dat het veel ondernemingen ontbreekt aan flexibiliteit om met veranderende marktomstandigheden om te gaan. Flexibele ondernemingen zijn in staat snel de productie te verlagen in slechte tijden en op te voeren in een aantrekkelijke markt. Daarnaast zijn ze in staat snel in te springen op nieuwe trends en noviteiten. Voor het identificeren van de mate van flexibiliteit kan gelet worden op bijvoorbeeld de kostenstructuur. Ondernemingen met hoge vaste kosten zijn vaak minder in staat snel de productie te verminderen zonder dat dit gepaard gaat met aanzienlijke extra kosten. Ook kan gelet worden op de aanwezigheid van contracten die afname en leveranties afdwingen. Daarnaast kan gekeken worden naar de opbouw van het personeelsbestand en de hoeveelheid vaste werknemers en uitzendkrachten die actief zijn. Ten slotte kan gekeken worden naar de mate waarin ondernemingen in staat zijn investeringsbeslissingen snel door te voeren. Dit verhoogt de mate waarin een onderneming op marktveranderingen kan reageren.

SFP-model

Op basis van de resultaten uit de enquête heeft BDO Corporate Finance een model ontwikkeld voor de bepaling van de SFP. In dit model wordt onderscheid gemaakt tussen de factoren illiquiditeit en de andere zeven factoren. Waar illiquiditeit een vaste opslag is voor elke niet-beursgenoteerde onderneming kunnen de andere zeven factoren per waardering in weging verschillen. Uit de enquête afgeleide resultaten en toepassing van het model op echte waarderingcasussen heeft geleid tot de volgende weging voor de zeven factoren:

De scorefactor is een getal tussen 0 en 1 dat per bedrijf wordt toegekend door de waarderingsexpert. Een 1 impliceert dat een bedrijf gevoelig is voor dit risico, een 0 betekent dat dit bedrijf ongevoelig is voor dit risico. Heeft een bedrijf voor al de factoren een hoog risico, dan kan er maximaal een SFP van 11,20% uit komen. Uiteraard bestaan er uitzonderingsgevallen waarin nog grotere risico's ingecalculeerd moeten worden. Het doel van dit model is dan ook dat het in 95% van de gevallen toepasbaar moet zijn.

Het doel van het door BDO Corporate Finance verrichte onderzoek was om duidelijkheid te verschaffen over de te hanteren methode voor de bepaling van de rendementseis. Het is gebleken dat veel waarderingsexperts in Nederland het op hoofdlijnen reeds eens zijn met een aantal factoren. Voor de overige specifieke factoren is op basis van de antwoorden in de enquête een model ontwikkeld voor de berekening van de SFP. Het uit het onderzoek voortgekomen model biedt een praktische benadering voor het bepalen van deze rendementseis.

MEER INFORMATIE

Voor nadere informatie kunt u contact opnemen met:

BDO Corporate Finance B.V.

drs. J.J.H. (Jeroen) te Wierik
E-mail jeroen.te.wierik@bdo.nl
Telefoon 030 – 284 98 72

drs. M.C.M. (Martijn) Ceelaert
E-mail martijn.ceelaert@bdo.nl
Telefoon 030 – 284 98 51

Colofon

Deze publicatie is zorgvuldig voorbereid, maar is in algemene bewoordingen gesteld en bevat alleen informatie van algemene aard. Deze publicatie bevat geen advies voor concrete situaties, zodat uitdrukkelijk wordt aangeraden niet zonder advies van een deskundige op basis van de informatie in deze publicatie te handelen of een besluit te nemen. Voor het verkrijgen van een advies dat is toegesneden op uw concrete situatie kunt u zich wenden tot BDO Corporate Finance B.V. of een van haar adviseurs. BDO Corporate Finance B.V. en haar adviseurs aanvaarden geen aansprakelijkheid voor schade die het gevolg is van handelen of het nemen van besluiten op basis van de informatie in deze publicatie.

BDO is een op naam van Stichting BDO te Amsterdam geregistreerd merk.

In deze publicatie wordt BDO gebruikt ter aanduiding van de organisatie die onder de merknaam 'BDO' actief is op het gebied van de professionele dienstverlening (accountancy, belastingadvies en consultancy).

BDO Corporate Finance B.V. is lid van BDO International Ltd, een rechtspersoon naar Engels recht met beperkte aansprakelijkheid, en maakt deel uit van het wereldwijde netwerk van juridisch zelfstandige organisaties die onder de naam 'BDO' optreden.

BDO is de merknaam die wordt gebruikt ter aanduiding van het BDO-netwerk en van elk van de BDO Member Firms.

Berekening SFP				
Illiquiditeitspremie			2%	
Afhankelijkheid afnemers	score factor * 1,57%	=	...%	
Afhankelijkheid leveranciers	score factor * 1,26%	=	...%	
Afhankelijkheid management	score factor * 1,74%	=	...%	
Spreiding activiteiten	score factor * 1,26%	=	...%	
Toetredingsbarrières	score factor * 0,94%	=	...%	
Track record	score factor * 1,37%	=	...%	
Flexibiliteit	score factor * 1,05%	=	...%	+
Totale SFP		=	...%	