



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## Waarderen in turnaround- en faillissementssituaties; enkele praktische perspectieven

Broekema, M.J.R.; Peters, D.; Adriaanse, J.A.A.; Offeren, D.H. van; Rest, J.I. van der

### Citation

Broekema, M. J. R., & Peters, D. (2016). Waarderen in turnaround- en faillissementssituaties; enkele praktische perspectieven. In J. A. A. Adriaanse, D. H. van Offeren, & J. I. van der Rest (Eds.), *Recht en Praktijk - Insolventierecht* (pp. 125-140). Deventer: Wolters Kluwer.  
Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3278380>

Version: Publisher's Version  
License: [Leiden University Non-exclusive license](#)  
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3278380>

**Note:** To cite this publication please use the final published version (if applicable).

## 6 Waarderen in turnaround- en faillissementssituaties; enkele praktische perspectieven

### 6.1 Context voor insolventierechtjuristen en turnaround managers

Insolventierechtjuristen en turnaround managers worden regelmatig geconfronteerd met vraagstukken die gaan over de vaststelling van de waarde van een onderneming of de waarde van een aandelenbelang. Waar onder veel omstandigheden het waarderen zich uitstrekt tot 'going-concern'situaties,<sup>1</sup> kent het waarderen van ondernemingen in het kader van een turnaround (i.e., buiten faillissement) of een doorstart na faillissement specifieke kenmerken. In de waarderingspraktijk wordt veelal gesproken over 'distress valuation'.<sup>2 3</sup> Het belang van dit onderwerp wordt des te relevanter door de Wet Continuïteit Ondernemingen II<sup>4</sup> die sinds 14 augustus 2014 ter consultatie is voorgelegd. Hierbij wordt in artikel 371 Fw 'Geschillen over waardering, klassenindeling en stemrecht' gerefereerd aan de wijze van waarderen en raadplegen van deskundigen door de rechter-commissaris. Naar verwachting zal hier genoeg discussie over kunnen ontstaan doordat concrete richtlijnen ten aanzien van deze wijze van waarderen ontbreekt.

Binnen verschillende rechtsgebieden komt het regelmatig voor dat partijen een financieel deskundige (bijvoorbeeld een business valuator) inschakelen om de waarde van een onderneming of aandelenbelang vast te stellen. Ook de rechterlijke macht benoemt met enige regelmaat financieel deskundigen voor de beantwoording van ingewikkelde waarderingsvragen. Dit hoofdstuk belicht de complexiteit van het begrip 'waarde', de verschillende waardebegrippen, alsmede verschillende methodes die er zijn om de waarde van een onderneming of een aandelenbelang te bepalen, en met name waarin waarderingsvragen in situaties van discontinuïteit verschillen ten opzichte van 'going-concern'situaties. Aan de hand van een aantal perspectieven wordt hier nader op ingegaan. Dit hoofdstuk gaat uit van niet-beursgenoteerde ondernemingen.

---

1 Hierbij wordt uitgegaan van een onbepaalde voortzetting van de huidige activiteiten van een onderneming en wordt er verond erd dat er geen wezenlijke bedreigingen zijn voor de voortzetting van de activiteiten. Dit impliceert theoretisch een eeuwigdurige geldstroom.

2 Hiermee wordt bedoeld dat de contante waarde van de onderneming onder 'going concern' lager is dan de boekwaarde van de net assets. Oftewel, de situatie doet zich voor dat een onderneming op korte termijn niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen, waardoor reorganisatie of faillissement zich openbaart.

3 Assets: individuele – materiële of immateriële – bezittingen op de balans waarmee geldstromen kunnen worden gerealiseerd.

4 Zie [www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2014/08/14/wetsvoorstel-wet-continuïteit-ondernemingen-ii](http://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2014/08/14/wetsvoorstel-wet-continuïteit-ondernemingen-ii) [geraadpleegd op 26 mei 2016].

## 6.2 Verschil tussen economische waarde en prijs

Economische waarde en prijs worden in de praktijk vaak met elkaar verward met als resultaat dat betrokkenen praten over twee totaal verschillende begrippen. Wanneer wordt gesproken over economische waarde bedoelen we het vermogen van een object (een onderneming) om toekomstige opbrengsten (geldstromen) te kunnen realiseren. Economische waarde is gebaseerd op geld, toekomstgericht en heeft in beginsel weinig met boekhoudkundige grootheden te maken. De waarde die een subject (een koper of verkoper) toekent aan een object hangt af van de situatie en positie waarin hij zich bevindt. Een koper heeft een andere situatie en positie dan een verkoper. Juist door deze verschillende percepties kunnen subjecten waarde toekennen aan een object. Waarde in de handen van de koper is een andere dan in handen van de verkoper. Dit verklaart dan ook waarom waarde niet hetzelfde is als prijs. Indien een koper en een verkoper in exact dezelfde situatie en positie verkeren, zal geen van hen waarde kunnen toevoegen aan hetzelfde object en komt er geen transactie tot stand. Immers, geen enkele koper zal bereid zijn om meer te betalen voor een onderneming dan wat hij verwacht er ooit mee te kunnen verdienen. De waarde die wordt toegekend aan het object dient als richting voor de uitkomst van het transactieproces. De uiteindelijke prijs die wordt betaald voor een object is de uitkomst van dit transactieproces. Nu is toegelicht waarom waarde ongelijk is aan prijs, is direct duidelijk waarom ‘de prijs’ van een onderneming niet kan worden berekend. Deze is namelijk voor iedereen anders. Deze prijs, zoals eerder toegelicht, is de uitkomst van marktwerking: vraag en aanbod. Overigens dient te worden opgemerkt dat voor beursgenoteerde ondernemingen dit niet volledig opgaat aangezien er voor het verhandelen van aandelen van beursgenoteerde ondernemingen een markt is, namelijk de aandelenbeurzen waar continue prijsvorming plaatsvindt. Wat wel kan worden berekend is de economische waarde van een onderneming. Desondanks blijkt dat de praktische uitvoering weerbarstiger is. Veel waarderingsmethoden worden te pas en te onpas door elkaar gehaald. Dit leidt in de praktijk tot uiterst merkwaardige uitkomsten en niet zelden tot langslappende conflicten, waarbij iedere partij overtuigd is van zijn gelijk.

In dit hoofdstuk worden diverse waarderingsmethodes kort toegelicht. Ze lijken allen de economische waarde van een onderneming te berekenen, maar niets is minder waar. Het heden, het verleden, boekhoudkundige grootheden en geldstromen worden in de praktijk eenvoudig door elkaar heen gebruikt en lijken ogenschijnlijk allemaal antwoord te kunnen geven op de vraag “Wat is de waarde van de onderneming?”. In beginsel een heldere en duidelijke vraag die regelmatig wordt gesteld door insolventierechtjuristen en turnaround managers. Wanneer deze vraag aan business valuators wordt gesteld, is de eerste reactie veelal “Welke waarde bedoelt u dan specifiek?” en “Wat is de waarderingscontext?”. Onderstaande opsomming van de diverse waarderingsmethoden waarmee in de praktijk wordt gewerkt, verklaart deze wedervraag.

### 6.3 Bekende waarderingsmethodes

De veelvoud aan waarderingsmethoden die in omloop zijn geeft te denken en onderstreept het belang om nauwgezet vast te stellen hoe over die waarde dient te worden gesproken en hoe deze kan worden berekend. Ook zijn niet alle, in de praktijk gebruikte methoden gebaseerd op de wetenschappelijke theorieën die ten grondslag liggen aan waarden. Echter, eerst is het goed om een onderscheid te maken tussen accounting gebaseerde methoden (de zogenaamde ‘asset approaches’), die zich baseren op boekhoudkundige grootheden en veelal worden gebruikt door accountants, en de economisch gebaseerde methoden (de zogenaamde ‘income approaches’), die zijn gebaseerd op toekomstig te verwachten geldstromen en in de praktijk worden vooral worden toegepast door business valuators en andere corporate finance specialisten. Vervolgens zijn er dan ook nog de zogenaamde ‘market approaches’ die ondernemingen tegen elkaar afzetten aan de hand van zogenaamde vergelijkbare elementen of indicatoren. De accounting-methoden hebben gemeen dat ze gebruikmaken van boekhoudkundige grootheden, zoals de winst volgens de winst- en verliesrekening of boekwaarden volgens de balans. Schematisch kunnen de meest voorkomende waarderingsmethoden en varianten als volgt worden weergegeven:

Asset approaches	Market approaches	Income approaches
6.4.1 Intrinsieke waarde	6.5.1 Comparables	6.6.1 discounted cashflows-methode (DCF)
6.4.2 Rentabiliteitswaarde	6.5.2 Vuistregels	6.6.2 Een voorbeeld van DCF
6.4.3 Verbeterde rentabiliteitswaarde		6.6.2 Adjusted Present Value-method (APV)
6.4.4 Gemengde methode		

Hieronder zullen de belangrijkste methoden en hun varianten op hoofdlijnen worden toegelicht.

### 6.4 Asset approaches

#### 6.4.1 *Intrinsieke waarde*

Het uitgangspunt van de intrinsieke waarde van een onderneming is in beginsel de boekwaarde van alle activa minus de boekwaarde van alle passiva die niet tot het eigen vermogen behoren, en gaat uit van de balans en derhalve van wat in het verleden is gerealiseerd. De intrinsieke waarde hoeft echter niet gelijk te zijn aan de boekwaarde van het eigen vermogen (de zichtbare intrinsieke waarde) wanneer bijvoorbeeld stille reserves aanwezig zijn. De waarde van activa en passiva worden dan gecorrigeerd naar hun ‘fair value’.<sup>5</sup> De activa wordt bijvoorbeeld

<sup>5</sup> In casu betreft dit (de voor niet-beursgenoteerde ondernemingen lastig exact vast te stellen) prijzen of waarden die in markten waarneembaar zijn.

gewaardeerd op vervangingswaarde, bijvoorbeeld onroerende zaken, machines en inventaris op basis van taxatierapporten. Bij het opwaarderen van de activa naar fair value dient een voorziening voor latente belastingverplichting te worden gevormd omdat bij eventuele verkoop van het actief naar alle waarschijnlijkheid een boekwinst zal worden behaald. Behoudens bij gebruik van bepaalde fiscale faciliteiten, zal deze boekwinst in de belastingheffing worden betrokken. Ook dient er herwaardering van de passiva plaats te vinden. Dit betreft met name de voorziening voor latente belastingen, pensioenverplichtingen, de onderhoudsvoorziening en de reorganisatievoorziening. Voor zover dat in de balans nog niet heeft plaatsgevonden, worden deze voorzieningen gewaardeerd tegen de contante waarde van de met betrekking tot deze voorziening te verwachten uitgaven.

#### 6.4.2 *Rentabiliteitswaarde*

De rentabiliteitswaarde sluit aan op de winst- en verliesrekening en kent in principe twee varianten: de eenvoudige en de verbeterde rentabiliteitswaarde. De verbeterde rentabiliteitswaarde houdt rekening met genormaliseerde vermogensverhoudingen, terwijl daarmee bij de eenvoudige rentabiliteitswaarde geen rekening wordt gehouden. In de kern is de eenvoudige rentabiliteitswaarde heel eenvoudig te berekenen, namelijk door de in het verleden behaalde nettowinsten contant te maken tegen de rentabiliteitseis na belastingen.

Vervolgens wordt dit gemiddelde als proxy gebruikt voor de toekomst, waarbij de in het verleden behaalde winst wordt gecorrigeerd voor de zogenaamde normalisatieposten. Dit zijn incidentele of anderszins afwijkende kostenposten. Het resultaat van de normalisatie van het winstniveau is dat voor de afgelopen drie tot vijf jaar een gecorrigeerde nettowinst per jaar is berekend. Een gebruikelijke aanpak is vervolgens om een gemiddelde genormaliseerde nettowinst te berekenen door aan de gecorrigeerde nettowinsten factoren te hangen, waarbij de jongere jaren zwaarder wegen dan de oudere jaren. Uit dat gewogen gemiddelde ontstaat uiteindelijk de genormaliseerde nettowinst.

#### 6.4.3 *Verbeterde rentabiliteitswaarde*

De verbetering die deze methode inhoudt ten opzichte van de 'gewone' rentabiliteitswaarde is dat naast de rentabiliteitswaarde ook de vermogensverhoudingen worden aangepast. Dat houdt in dat er veronderstellingen worden gemaakt ten aanzien van de aflossing van rentedragend vreemd vermogen, gevolgd door een veronderstelde uitkering van eigen vermogen respectievelijk toevoeging van eigen vermogen. Deze veronderstelde onttrekking, respectievelijk toevoeging, wordt geacht te leiden tot een mutatie in het rentedragend vreemd vermogen. De hoogte van de veronderstelde verschuivingen tussen eigen en vreemd vermogen wordt afgeleid uit de gewenste en haalbare vermogensverhoudingen. Vervolgens wordt rentabiliteitswaarde van deze denkbeeldige onderneming berekend.

#### 6.4.4 *Gemengde methode (de accountantsmethode)*

Met de gemengde methode worden eerst de intrinsieke waarde en de rentabiliteitswaarde berekend. Van de uitkomst wordt een (gewogen) gemiddelde berekend om de waarde te bepalen. De accounting methodes delen veelal een opmerkelijke veronderstelling met elkaar, namelijk dat de waarde van een onderneming wordt gebaseerd op wat de onderneming in het verleden heeft gepresenteerd. Een merkwaardige benaderingswijze aangezien het verleden misschien indicatief is voor de toekomst maar zeer zeker niet meer dan dat. Tal van voorbeelden zijn op te noemen waarbij het verleden niet zo representatief was voor de toekomst of waarbij de onderneming in handen van ondernemer A aanmerkelijk slechter of beter presteerde dan in handen van ondernemer B. Daarnaast is het fundament van deze waarderingmethoden gelegen in arbitraire factoren zoals afschrijvingen,<sup>6</sup> normalisaties en aangepaste of zelfs gewenste vermogensverhoudingen. Al deze methodes gaan in beginsel niet over geldstromen zoals deze in een discounted cashflows-model<sup>7</sup> (DCF-model) worden gehanteerd dat uiteindelijk de maatstaf is voor economische waarde, maar over boekhoudkundige verslaggeving uit het verleden gebaseerd op conventies en stelsels. Deze gemengde methode hoeft niet altijd representatief te zijn voor het vermogen van de onderneming om toekomstige geldstromen te kunnen genereren.

In het verlengde van de asset approaches kennen we ook andersoortige waarderingmethoden zoals market approaches. Deze worden veelal toegepast in de transactiepraktijk of dienen als ‘sanity check’ voor een op DCF-methode gestoelde waardering, die is gebaseerd op toekomstige verwachtingen. Deze toekomstige verwachtingen worden nogal eens gekenmerkt door een hele positieve blik op de toekomst. Deze verwachtingen afzetten tegen bijvoorbeeld recente transactiemultiples kan hierbij zinvol zijn. Voorbeelden van deze methoden zijn:

### 6.5 Market approaches

#### 6.5.1 *Comparables*

Comparables worden ontleend aan actuele marktgegevens. Vaak betreft het prijzen en refereert de methodiek aan een zogenaamde ‘peer group’<sup>8</sup> analyse waarbij men kijkt waarvoor een vergelijkbare onderneming is verhandeld.

---

<sup>6</sup> Dit is geen geldstroom, maar staat wel als kostenpost in de winst- en verliesrekening vermeld.

<sup>7</sup> Zie § 6.6.1 voor verdere toelichting.

<sup>8</sup> In casu is een peer group een set van bedrijven en/of assets die op basis van bepaalde karakteristieken met elkaar kunnen worden vergeleken. Interessante literatuur hieromtrent is onder andere Dittman en Weiner (2005).

### 6.5.2 *Vuistregels*

Een vuistregel is een makkelijk te leren en makkelijk toe te passen methode voor een normaal gesproken complexe berekening. Vuistregels ontstaan door een maatgevend financieel cijfer, zoals de winst, de omzet of de cashflow te vermenigvuldigen met een factor die typerend is voor een bepaalde branche. Deze factor wordt dan meestal afgeleid van verhoudingen bij vergelijkbare transacties.

### 6.5.3 *De economische benadering*

Nu duidelijk is wat de kenmerken zijn van de zogenaamde asset approaches en market approaches in relatie tot het vaststellen van de waarde van een onderneming, bespreken we de op economische waarde gebaseerde methoden. Het is wederom belangrijk om eerst te onderkennen dat het begrip ‘waarde’ niet per definitie gelijk is aan het begrip ‘prijs’. Aan economische objecten kan waarde worden toegekend indien zij in staat zijn opbrengsten te genereren. De verwachte opbrengsten worden bij voorkeur weergegeven in geldstromen omdat het boekhoudkundig winstbegrip aan allerlei interpretaties onderhevig kan zijn. Door het optellen van alle verwachte geldstromen verkrijgt men de economische waarde van een object. Dit optellen kan echter niet rechtstreeks plaatsvinden omdat het handelen van de mens wordt bepaald door tijdsvoorkeur. Wij willen zo snel mogelijk genieten van de verwachte, betere omstandigheden. Dit betekent dat gebruik moet worden gemaakt van de techniek van het disconteren – contant maken – van geld. Met behulp van het contant maken is het mogelijk toekomstige geldstromen uit te drukken in een waarde van vandaag of een waarde op elk gewenst moment in het verleden.

Het handelend subject, de mens, neemt op een bepaald moment een beslissing die naar verwachting zal leiden tot een beter resultaat. Dit betekent dat de situatie en positie van het subject op het moment van handelen het uitgangspunt vormt. Daarom wordt gezegd dat economische waarde per definitie subjectief is. Wanneer deze economische theorieën in acht worden genomen, blijkt ook de juistheid van waarderingsmethoden die onder de economische benadering vallen. Dit zijn bijvoorbeeld:

## 6.6 **Income approaches**

### 6.6.1 *Discounted cashflows-methode (DCF)*

De discounted cashflows-methode (DCF-methode) baseert de economische waarde van een onderneming op de geldstromen (cashflows) die een onderneming in de toekomst zal genereren. Dit zijn de liquide middelen die jaarlijks beschikbaar komen voor de vermogensverschaffers van de onderneming en kunnen worden aangewend voor aflossingen van rentedragend vreemd vermogen of het uitkeren van dividend. Deze zogenaamde vrije geldstromen (free cashflows) zijn de operationele geldstromen na belastingen die een onderneming genereert en die toekomen aan alle vermogensverschaffers, zowel kredietverschaffers als aandeelhouders.

De verwachte vrije geldstromen worden afgezet (gedisconteerd) tegen een rendementseis. Deze rendementseis wordt in de praktijk ook wel de vermogenskostenvoet of disconteringsfactor genoemd. In essentie betreft dit het rendement dat een koper stelt als hij een bepaalde onderneming wil kopen. Met andere woorden: binnen hoeveel jaar hij zijn geld wil terugverdienen?

### Een voorbeeld van DCF

Stel een IT-onderneming heeft op het moment van waarden (31-12-2015,  $t=0$ ) voor de periode 2016-2021 de volgende verwachtingen ten aanzien van de ontwikkeling van de vrije geldstromen (free cashflows, FCF).

(x € 1.000)	$t=1$ 2016	$t=2$ 2017	$t=3$ 2018	$t=4$ 2019	$t=5$ 2020	$t=6$ 2021	$t=7$ 2022 $\infty$
Free cashflow (FCF)	900	950	1050	1000	1100	1150	1173

De vereenvoudigde uitgangspunten van dit voorbeeld zijn:

- De onderneming is gefinancierd met uitsluitend eigen vermogen.
- De boekwaarde van het eigen vermogen betreft € 5 mln per 31-12-2015.
- Een prognoseperiode betreft zes jaar, zijnde 2016 tot en met 2021.
- De groei in de restperiode (alle jaren na 2021) is gelijk aan de inflatie, in dit voorbeeld 2%.
- De liquide middelen per waarderingsdatum worden gekwalificeerd als ‘excess cash’, oftewel overtollige liquide middelen.

De economische waarde van de onderneming wordt dan als volgt berekend:

$$CW = \left( \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{FCF_6}{(1+r)^6} \right) + \left( \frac{FCF_7}{(r-g)} \cdot \frac{1}{(1+r)^6} \right)$$

waarbij:

$CW$  = Contante Waarde, oftewel de huidige waarde van toekomstige geldstromen

$FCF_1 \dots FCF_6$  = Toekomstige vrije geldstromen (FCF, free cashflows) in perioden 2016-2021

$r$  = Geëiste rendement

$g$  = Groei in restperiode (oneindig) gelijk aan inflatie

De rendementseis ( $r$ ) wordt in dit voorbeeld gemakshalve gesteld op 15%. De berekening kan als volgt worden weergegeven:

	$t=1$	$t=2$	$t=3$	$t=4$	$t=5$	$t=6$	$t=7$
(x € 1.000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022-∞
Free cashflow (FCF)	900	950	1050	1000	1100	1150	1173 $t=7$ 9023 $t=∞$ 2.31
Disconteringsfactor $((1+r)^{-t})$ 15%	1.15	1.32	1.52	1.75	2.01	2.31	
Contante waarden (CW)	783	718	690	572	547	497	3.901
CW Planperiode (2016-2021)	3.807						
CW Restperiode (2022 en verder)	3.901 per 31-12-2015						
Ondernemingswaarde	7.708						
Rentedragend vreemd vermogen	-						
Liquide middelen	150 per 31-12-2015						
Waarde 100% van de aandelen	7.858						
Boekwaarde eigen vermogen	5.000						
Goodwill	2.858						

De berekening laat zien dat de waarde van de onderneming € 7,708 mln bedraagt per peildatum (31-12-2015), opgedeeld in een contante waarde van de vrije geldstromen die voortkomt uit de planperiode (de periode waarbij een goede inschatting van de verdien capaciteit kan worden gemaakt en een stabiel niveau van de geldstromen ontstaat aan het einde van de planperiode), € 3,807, en een contante waarde die voortkomt uit de restperiode (de periode na de planperiode; immers, de onderneming wordt verondersteld door te bestaan na de planperiode wat ook past binnen de 'going-concern' gedachte), € 3,901.

Om te komen tot de waarde van de aandelen dienen nog een aantal elementen te worden meegenomen. Allereerst dient het rentedragend vreemd vermogen in mindering te worden gebracht op de ondernemingswaarde (in dit voorbeeld nul). Vervolgens worden de zelfstandige vrucht dragers (elementen die niet dienstbaar zijn aan de operationele activiteiten van de onderneming) erbij opgeteld. In casu zijn dit de overvloedige liquide middelen. De waarde van de aandelen bedraagt in dit voorbeeld € 7,858 mln per de peildatum (31-12-2015).

Wanneer deze economische waarde wordt afgezet tegen de boekwaarde van het eigen vermogen per dezelfde peildatum, blijkt dat er een verschil in waarde is van € 2,858 mln. Dit bedrag kan ook wel worden gekwalificeerd als 'goodwill'<sup>9</sup>. Het sterk vereenvoudigde voorbeeld illustreert – onder de gehanteerde veronderstellingen – dat de boekwaarde van het eigen vermogen sterk kan afwijken van de economische waarde van het eigen vermogen, of anders gezegd dat het zichtbaar eigen vermogen op de balans niet altijd een afspiegeling is van de werkelijke waarde van de aandelen in een onderneming. Dit voor zover het 'going-concern'-waardering betreft.

### 6.6.2 Adjusted Present Value-methode (APV)

Een variant van de DCF-methode is de APV-methode. De APV-methode wordt vooral gebruikt om de operationele geldstromen en de geldstromen van het belastingvoordeel, voortkomend uit de financiering van rentedragende schulden (de zogenaamde tax shield), separaat inzichtelijk te maken en te waarderen. Deze methode maakt inzichtelijk wat de effecten zijn van belastingvoordelen als gevolg

9 In casu het verschil tussen de boekwaarde van het zichtbaar eigen vermogen en de marktwaarde van het eigen vermogen.

van vreemd vermogen. Hierdoor kunnen de effecten van een veranderende financieringsstructuur inzichtelijker worden weergegeven. De waarde van de onderneming is volgens de APV-methode gelijk aan de waarde van de operationele activiteiten vermeerderd met de waarde van financiële neveneffecten, de tax shield<sup>10</sup>. Bij de APV-methode wordt de onderneming in de eerste instantie tegen de kostenvoet van het eigen vermogen (return on equity unlevered) gewaardeerd onder de veronderstelling dat de onderneming in zijn geheel met eigen vermogen is gefinancierd, te vermeerderen met het belastingeffect van financiering en te verminderen met de economische waarde van het vreemd vermogen. Indien de beide methoden juist worden toegepast (gelijke data, gelijke veronderstellingen en gelijke uitgangspunten) zullen de uitkomsten van de DCF-methode en APV-methode identiek zijn.

### **6.7 Situaties waarin de insolventierechtjurist en turnaround manager wordt geconfronteerd met waarden**

Vooraf juristen worden vanuit verschillende hoedanigheden geconfronteerd met waarden, waaronder fusies en overnames, aandeelhoudersgeschillen of ontbinding van de huwelijksgemeenschap waarin een onderneming een rol speelt. In dergelijke situaties speelt de onderneming de hoofdrol en kan de 'going-concern'-gedachte veelal worden gehanteerd. Turnaround managers zullen met een 'going-concern'-gedachte veel minder vaak worden geconfronteerd. Wanneer er sprake is van 'distress' gaan de gebruikelijke waarderingsmodellen en veronderstellingen niet zonder meer op. Wanneer dit wel zou gebeuren kan dit leiden tot een sterke overschatting van de berekende waarde. Distress kan door verschillende redenen worden veroorzaakt, die allen kunnen leiden tot de noodzaak tot een turnaround, liquidatie of in het ergste geval een faillissement. Redenen hiervoor kunnen zijn:

1. De onderneming is overgefinancierd met vreemd vermogen waardoor het niet meer kan voldaan aan haar aflossings- en/of renteverplichtingen.
2. De onderneming wordt geconfronteerd met structureel dalende omzetten.
3. De onderneming wordt geconfronteerd met structureel dalende marges.
4. De onderneming wordt geconfronteerd met een structureel hoger kostenpatroon.
5. De onderneming heeft structureel te veel dividend uitgekeerd waardoor de onderneming is uitgehold.

Uiteraard zijn bovenstaande oorzaken niet allesomvattend en kan een combinatie van oorzaken ook reden zijn tot distress. Ook hoeven deze oorzaken niet per definitie te leiden tot een situatie van distress. Indien de onderneming toegang heeft tot voldoende kapitaal of in staat is om een gedeelte van haar assets (bezittingen) te verkopen, kan een situatie van distress (tijdelijk) worden voorkomen. De praktijk is vaak weerbarstiger. Een onderneming die tendert naar een situatie van distress heeft veelal beperkt – of onder zeer ongunstige voorwaarden – toegang tot kapitaal. Ook het liquideren van bezittingen gebeurt dan onder tijdsdruk waardoor niet de

---

<sup>10</sup> Doordat betaalde rente op vreemd vermogen in mindering mag worden gebracht op de belastbare winst van een onderneming, vallen de vrije geldstromen hoger uit. Dit effect wordt de tax shield genoemd.

waarde wordt gerealiseerd die gelijk is aan de contante waarde van de geldstromen die zouden kunnen voortkomen uit deze bezittingen. En al zou een gedeeltelijke verkoop van bezittingen slagen, dan is de vraag wat dit betekent voor de continuïteit van de onderneming in zijn geheel. Er zijn situaties te bedenken waarbij de gebruikelijke waarderingsmodellen op basis van 'going-concern' niet zonder meer kunnen worden toegepast. Een aantal voorbeelden uit de praktijk waarbij 'going-concern' waarden van de 'assets in place'<sup>11</sup> en de bestaande financieringsverhoudingen niet meer mogelijk zijn:

1. De onderneming is onder toezicht geplaatst bij Bijzonder Beheer van een bank. De bank heeft pandrecht op de aandelen en stelt een turnaround manager aan om te bepalen of additioneel krediet ter beschikking kan worden gesteld om te reorganiseren en zo een nieuwe, vruchtbare strategie te bepalen. Kan dit krediet worden verstrekt op basis van het nieuwe strategieplan?
2. De aandeelhouders van een onderneming in zwaar weer hebben een turnaround manager aangesteld om de onderneming door te verkopen aan een investeringsmaatschappij. Wat is een 'faire' prijs?
3. Voor een eventueel faillissement is op basis van een pre-pack-aanvraag een stille bewindvoerder aangesteld die onderzoekt of een doorstart na faillissement een haalbaar scenario is. Wat is de waarde van de onderneming op dit moment en na een sanering?
4. Een onderneming is gefailleerd. De curator vermoedt dat er sprake is van paulianeus handelen. Zijn bepaalde activiteiten verkocht onder normale marktomstandigheden?
5. Een onderneming is gefailleerd. De curator probeert een zo hoog mogelijke boedelopbrengst te realiseren. Wat is de waarde van bepaalde assets?

Het zal duidelijk zijn dat in eerdergenoemde voorbeelden de omstandigheden waaronder de onderneming als geheel dient te worden gewaardeerd allesbehalve 'going-concern' is. Belanghebbenden van een waardering dienen zich te vergewissen van een aantal elementen wanneer zij of een waardering krijgen gepresenteerd, of een opdracht tot waardering geven in een situatie van distress. Hoe wordt gewaardeerd is voor een groot deel afhankelijk van de gradatie van levensvatbaarheid van de onderneming. Hierbij dient onderscheid te worden gemaakt in 'economic distress' en 'financial distress'. Economic distress ziet toe op ondernemingen die worden geconfronteerd met een sterk dalende verdien capaciteit, waarbij financial distress toeziet op ondernemingen die moeilijk kunnen voldoen aan de aflossingsverplichtingen uit hoofde van aangetrokken vreemd vermogen. Het kan zo zijn dat een onderneming die economic distress ervaart, niet per definitie ook financial distress ervaart.

Bijvoorbeeld wanneer de operationele resultaten (EBIT) nog hoger zijn dan de rente- en aflossingsverplichtingen, kan de onderneming nog worden voortgezet en aan haar financieringsverplichtingen voldoen. Voor een turnaround manager of een insolventierechtjurist vergt het aanpakken van een van deze vormen van distress een andere aanpak.

---

<sup>11</sup> In casu de bestaande assets (een 'as-is'-situatie).

Wanneer turnaround managers of insolventierechtjuristen worden geconfronteerd met een waardering van een onderneming als beschreven in voorbeeld 1, 2 en 3, zullen zij in het gepresenteerde waarderingsmodel beducht moeten zijn dat de 'going-concern'-gedachte niet zonder meer kan worden gevolgd. Enerzijds omdat de kans bestaat dat de onderneming binnen een aantal jaar niet meer bestaat en alle geprognosticeerde geldstromen na die gebeurtenis wegvallen, anderzijds doordat de periode van distress enorm veel invloed kan hebben op het bereiken van een stabiele periode voorafgaand aan het ingaan van de restwaardeperiode, die veelal een groot gedeelte van de totale waarde vormt. Waarderen onder de omstandigheden zoals in voorbeeld 4 en 5 kent weer een andere benadering. Hier is geen sprake meer van 'going-concern' en deze zal feitelijk ook niet meer in dezelfde handen kunnen ontstaan. Hier wordt veelal de liquidatiewaarde toegepast. Deze liquidatiewaarde kan het best worden bekeken vanuit de gedachte dat er sprake is van een waarde die voortkomt uit het verschil tussen de boekwaarde van een asset en de marktwaarde van de asset(s). Ook hier dient de belanghebbende voorzichtig te zijn. Allereerst dient onderscheid te worden gemaakt tussen zogenaamde cash assets (indien deze er nog zijn) en non-cash assets, waarbij de laatste categorie het meest opbrengstgevoelig zullen zijn. Waar onder normale omstandigheden sprake is van een verkoop van de onderneming inclusief alle immateriële vaste activa, blijft dit bij een gedwongen scenario veelal beperkt tot de verkoop van materiële vaste activa. Bijvoorbeeld, de pandhouder wint haar positie uit en dwingt daarmee feitelijk een snelle verkoop van deze assets af. Wanneer er sprake is van een dergelijke 'fire sale'<sup>12</sup> leidt dit veelal tot een lagere prijs doordat zowel het aantal bieders op de assets beperkt is als de tijdspanne waarin dit moet plaatsvinden. De ervaring leert dat met name curatoren met dit dilemma kampen. De onderneming bevindt zich dan in een hevige vorm van distress en kan niet meer zelfstandig beslissen over een ordentelijk verloop van het liquidatieproces. Hierbij dient ook in ogenschouw te worden genomen dat de directe en indirecte kosten van het faillissement moeten worden meegenomen in de waardeberekening.

Maar er is ook een ander scenario denkbaar waarbij de liquidatiewaarde kan worden toegepast. Indien de situatie van distress nog enigszins beheersbaar is kan het zo zijn dat de liquidatiewaarde van de assets hoger is dan de going concernwaarde, die feitelijk de contante waarde van de toekomstige vrije geldstromen vertegenwoordigt. Er is sprake van een werkelijk rendement dat structureel onder de rendementseis van de vermogensverschaffers ligt. In een dergelijke situatie kan er meer tijd worden uitgetrokken om de assets onder zo gunstig mogelijke voorwaarden te verkopen teneinde de verkoopopbrengst te maximaliseren. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat in het verkoopproces sommige assets van de onderneming nog steeds positieve geldstromen weten te realiseren. De waarde van deze geldstromen dient ook mee te worden genomen in het bepalen van de hoogte van de uiteindelijke liquidatiewaarde.

---

12 Een verkoop van assets onder de omstandigheden van distress waardoor de opbrengst veelal beperkt is en met hoge kortingen wordt verkocht.

### 6.8 Waarderen van ondernemingen in situaties van distress

Er is veel geschreven over hoe ondernemingen kunnen worden gewaardeerd in situaties van distress, zowel via wetenschappelijke literatuur<sup>13</sup> als via empirische onderzoeken. Het doel van deze behandeling van het waarderen van ondernemingen in distress is niet om middels uitvoerige wijze de verschillende methoden te behandelen, maar om handreikingen te bieden die leiden tot een oplettende blik wanneer waarderingsmethoden in situaties van distress worden toegepast. Indien waarderingsmethoden op basis van een DCF-methode worden gebruikt in situaties van distress, stelt de literatuur dat deze modellen dienen te worden aangepast met de specifieke risico's die een onderneming in distress loopt en meer in het bijzonder het risico op 'default'.<sup>14</sup> In beginsel is dit voor de hand liggend, maar de uitwerking en wijze waarop dit wordt gedaan verschilt nogal.

Een aantal waarderingsmethoden die veel worden toegepast en beschreven zijn (e.g. Damodaran, 2009; Ignatov, 2006; Gilson, Hotchkiss en Ruback, 2000):

1. De 'Modified DCF'-benadering.
2. De 'Going Concern DCF with distress adjustments'-benadering.
3. De 'Adjusted Present Value'-benadering.
4. De 'Simulatie'-benadering.
5. De 'Relative Valuation'-benadering\*.

\* dit is een benadering op basis van correcties op multiples en wordt voor dit doel buiten beschouwing gelaten

Deze waarderingsmethoden hebben als kenmerk dat ze allemaal onderkennen dat de 'going-concern' gedachte niet zonder meer opgaat in situaties van distress, of op zijn minst dat de onderliggende 'going-concern' veronderstellingen dienen te worden aangepast in de waardeberekening. In de voormelde waarderingsmethoden worden voornamelijk kansverdelingen ten aanzien van de mogelijkheid tot het ontstaan van distress toegepast in verschillende elementen van de waardering. Of er wordt gewerkt met het doorrekenen van scenario's, waarbij de kans op distress wordt gesimuleerd.<sup>15</sup> De daadwerkelijke uitwerking is complex en vergt een grondige kennis van waarderen. De kern van deze specifieke waarderingsmethoden is dat de cashflow van een bepaalde periode ( $t$ ) wordt gecorrigeerd met de kans op distress. Dit kan op basis van literatuur als volgt worden toegelicht (Damodaran, 2002):

$$FCF_t * (1 - \text{probability of distress/bankruptcy})$$

Een andere manier van benaderen om te komen tot de economische waarde van het eigen vermogen in situaties van distress is dat de eerder berekende DCF-waarde van het eigen vermogen onder de 'going-concern' veronderstelling wordt gecorrigeerd met de kans op distress, waarbij de verkoopwaarde van de assets

<sup>13</sup> Een aantal voorbeelden zijn overgenomen van Damodaran (2002).

<sup>14</sup> In casu het risico dat een onderneming loopt om niet meer aan haar aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen.

<sup>15</sup> Monte Carlo simulaties of Real Options simulaties.

onder een distress situatie wordt opgeteld indien de onderneming toch voortijdig faillieert. Vaak is dit een percentage van de boekwaarde van de assets of van de economische waarde van het eigen vermogen. Dit kan op basis van literatuur als volgt worden toegelicht (Damodaran, 2002):

$$DCF(\text{Equity Value}) * (1 - \text{probability of distress}) + \text{distress sale value of equity} * \text{probability of distress}$$

De wijze waarop de kans op distress kan worden berekend is belangrijk maar complex, en in het bijzonder voor niet-beursgenoteerde bedrijven. Veelal worden kwantitatieve – en in mindere mate kwalitatieve modellen – hiervoor gebruikt. Voor dit doel wordt hier niet verder op ingegaan. In de praktijk wordt ook vaak gewerkt met de berekende DCF-waarde onder de ‘going-concern’veronderstelling waarbij de weg naar herstel wordt meegenomen in de waardeberekening. Hierbij wordt dan onder andere meegenomen hoe het niveau van vreemd vermogen zich zal ontwikkelen tijdens dit herstel. Wanneer het vreemd vermogen gaandeweg zal afnemen als het beter gaat met de onderneming, zullen ook de vermogenskosten voor de eigen vermogen en vreemd vermogen verschaffers afnemen. Ten slotte nemen dan de rente- en aflossingsverplichtingen af en daardoor ook het risico voor de eigen vermogen verschaffers. Het zal duidelijk zijn dat waarden van ondernemingen in situaties van distress complex is, en dat veel afhangt van de veronderstellingen die worden gehanteerd en de realiteit die hierbij hoort. Meer in bijzonder is belangrijk dat een consequente rekenkundige verwerking van de veronderstellingen in de waarderingsmodellen wordt doorgevoerd.

## 6.9 Een praktijkvoorbeeld

Een curator is benoemd in het faillissement van Vennootschap A (hierna te noemen: A). De activiteiten van A waren in het verleden gericht op infrastructureel onderhoud voor een aantal bedrijven waarmee onderhoudscontracten waren afgesloten. A heeft op 1 december 2014 een koopovereenkomst met Vennootschap B (hierna te noemen: B) gesloten, waarbij de materiële vaste activa, de materialen en de activiteiten van A zijn overgegaan op B voor een koopprijs van € 250.000 (exclusief btw). Deze koopprijs is verrekend met de vordering van B op A per 1 december 2014. De curator verzoekt de waardeerder een globale waarde-indicatie te geven van de door A aan B overgedragen vermogensbestanddelen per 1 december 2014.

Op basis van de informatie die de waardeerder van de curator heeft ontvangen, bleek het aannemelijk te veronderstellen dat met de verkoop van de bedrijfsactiviteiten per 1 december 2014, feitelijk de onderneming (‘samenstel van activa’) is verkocht aan B in plaats van enkel een aantal activa. Temeer ook omdat personeelsleden waren overgenomen door B. Dit deed vermoeden dat met de overname door B, naast activa en personeel, feitelijk ook (een aantal van) de contracten met bedrijven waren overgenomen. Indien inderdaad sprake is van verkoop van de

onderneming dient te worden gekeken naar de waarde op basis van ‘going concern’ van de overgedragen operationele activiteiten. Indien zou worden uitgegaan van enkel de overdracht van activa door A is de ‘directe opbrengstwaarde’ per 1 december 2014 (het ‘waarderingsmoment’) leidend.

De directe opbrengstwaarde wordt in de praktijk veelal gelijkgesteld aan de liquidatiewaarde (beëindigen van de bedrijfsactiviteiten) en is gelijk aan de nominale waarde van het over te dragen activum, na aftrek van eventuele te maken kosten. Indien echter zou worden uitgegaan van een going concernwaarde, dan is de indirecte opbrengstwaarde leidend. Met indirecte opbrengstwaarde wordt de contante waarde bedoeld van de aan een samenstel van activa toe te rekenen geschatte vrije geldstromen – inclusief de eindwaarde – die kunnen worden verkregen met de (voortzetting van de) bedrijfsactiviteiten.

Bij de bepaling van een eventuele indirecte opbrengstwaarde dient te worden uitgegaan van de toekomstige verdien capaciteit en de daarmee gepaard gaande risico’s bezien vanuit B (beschouwende partij). Het gaat daarbij om de verwachtingen, omstandigheden en informatie die B had rondom 1 december 2014 (het waarderingsmoment). Gezien de aard van de (bestaande) activiteiten van B, zou kunnen worden gesteld dat B als een strategische koper zou kunnen worden aangemerkt. Indien dit het geval is, zou bij de bepaling van de indirecte opbrengstwaarde rekening gehouden kunnen worden met synergievoordelen die B kan realiseren door overgenomen activiteiten van A te integreren in een bestaande organisatie. Indien B niet kan worden aangemerkt als een strategische koper, zou bij de bepaling van de indirecte opbrengstwaarde van A moeten worden uitgegaan van de ‘stand-alone’<sup>16</sup> situatie.

Uitgaande van de betaalde koopprijs van € 250.000 voor de overgenomen activiteiten van A, zal bij een vrije geldstroom van € 32.500 in 2015 de waarde van de operationele activiteiten exact gelijk zijn aan de koopprijs van € 250.000 ( $FCF/(r-g)$ ).<sup>17</sup> In casu was werkelijke geldstroom vele malen hoger dan € 32.500. Bij bovenstaande berekening dient overigens te worden aangetekend dat geen rekening is gehouden met investeringen in nettowerkkapitaal (met name voorraad, debiteuren en crediteuren). Dergelijke investeringen zal B – uitgaande van een going concernsituatie – uiteraard wel moeten nemen bij overname van de activiteiten van A. Deze investeringen verhogen als het ware de initiële investering (koopprijs) van € 250.000 en verlagen daarmee het goodwillbedrag.

Dit voorbeeld dient enkel ter illustratie hoe de waarderingsmethode, evenals de waarderingscontext van invloed is op de waardeberekening. In casu betrof de conclusie dat op basis van de uitgangspunten het aannemelijk was dat B door de overname van een aantal activa en de lopende contracten van deze activiteit van A de facto de onderneming had overgenomen op ‘going-concern’basis, waarbij het aannemelijk bleek dat de indirecte opbrengstwaarde hoger was dan de koopprijs van € 250.000. Het spreekt voor zich dat andere aannames een andere uitkomst tot gevolg zouden hebben gehad.

<sup>16</sup> Bij het begrip ‘stand-alone’ waarde wordt als uitgangspunt een zelfstandige (autonome) voortzetting van de activiteiten verondersteld.

<sup>17</sup> Zie § 6.6.1 voor de formule van de restperiode  $FCF/(r-g)$ , waarbij in dit voorbeeld het rendement  $r = 15\%$  en de groei van de FCF werd gelijkgesteld aan de inflatie ( $g = 2\%$ ), waardoor  $32.500 / (0,15 - 0,02) = 250.000$ .

## 6.10 Conclusie

In hoofdstuk 6 zijn veelvoorkomende methoden besproken die in de praktijk worden gehanteerd om de waarde van een onderneming of aandelenbelang te berekenen. Hierbij dient te worden opgemerkt dat niet elke methode is gebaseerd op de grondslagen van economische waarde. De insolventierechtjurist en turnaround manager dienen zich ervan bewust te zijn wat de uitgangspunten en veronderstellingen zijn van de methode waarmee zij worden geconfronteerd, en in het bijzonder of de uitkomst voortkomt uit boekhoudkundige grondslagen, economische grondslagen of prijzen. Pas dan kan een juiste interpretatie worden gegeven aan de berekende uitkomst.

## 6.11 Tips en Tricks voor de praktijk

Hoewel in dit hoofdstuk globaal verschillende waarderingsmethoden zijn beschreven, zijn dit bij lange na nog niet alle beschikbare waarderingsmethoden. Meer nieuwe inzichten en methoden zijn en worden ontwikkeld. Het betreft slechts een kleine en globale opsomming van de in de praktijk beschikbare methoden. Door het gebruik van de verschillende waarderingsmethodes en het hanteren van verschillende veronderstellingen komen verschillende individuen tot verschillende waarden. De waarde van een onderneming is derhalve geen universele grootte. Ook waar het waarden in situaties van distress betreft is oplettendheid geboden. Ook hier zijn meerdere varianten beschikbaar en uitvoerig beschreven in de literatuur. Toch zullen sommige methoden beter aansluiten dan de andere. Het is allereerst belangrijk om te allen tijde de situatie waarvoor dient te worden gewaardeerd in ogenschouw te nemen. Indien geen rekening wordt gehouden met de waarderingsomstandigheden, of wanneer de vraagstelling leemtes achterlaat ten aanzien van de gewenste waarderingsmethode, of de meest geëigende waarderingsmethode in de betreffende situatie, blijft er ruimte voor gefundeerde meningsverschillen ten aanzien van de uitkomst.

Een aantal belangrijke vragen die de insolventierechtjurist en turnaround manager kan stellen wanneer zij wordt geconfronteerd met waarderings in situaties van distress zijn bijvoorbeeld:

- Hoe is de kans op distress meegenomen en berekend in de waardeberekening?
- Hoe is het werkelijk rendement ten opzichte van het geëist rendement van de eigen en vreemd vermogensverschaffers?
- Zijn er in de waardering scenario's opgesteld die inzichtelijk maken hoe de distress zich kan ontwikkelen?
- Zijn de assets afzonderlijk gewaardeerd waarmee inzichtelijk wordt of een verkoopopbrengst gelijk, lager of hoger is aan de contante waarde van de geldstromen voortkomende uit de betreffende assets?
- Onder die veronderstellingen is de restwaarde van de waardeberekening tot stand gekomen?

Het uitsluitend stellen van de vraag “Wat is de waarde van de onderneming?” lijkt zo voor de hand liggend maar indien dit gebeurt in een situatie van distress zal de uitkomst ernstig worden overschat, en in sommige gevallen onderschat. Ook de ‘going-concern’gedachte dient kritisch te worden getest. Indien hier vanaf wordt geweken is belangrijk te weten hoe de aanpassingen dienen te worden verwerkt in waarderingsmodellen. Wel zal het duidelijk zijn dat op DCF-gebaseerde waarderingsmodellen in veel situaties van distress kunnen worden toegepast, mits rekening wordt gehouden met de specifieke omstandigheden. Dit hoofdstuk geeft hiervoor een handreiking.