

# van waarde

uitgave van het NIRV | NOVEMBER 2012

Consument bezoekt steeds vaker  
**vergelijkingsites**



Laatste kans  
om van de  
**Bedrijfsopvolgingsfaciliteit**  
gebruik te maken?

De Stelling: De waarde van ondernemingen staat onder druk door de terughoudendheid van banken

Wordt de waarde van **facebook** ook **waargemaakt**?

## inhoud

- 2 De waarde en de prijs  
Colofon
- 3 Voorwoord  
Chris Denneboom
- 4 De deskundige  
Facebook
- 6 Henny Kuipers  
Het vak van RV'er
- 8 De Klant  
Vergelijkingsite.nl
- 10 De Stelling
- 12 Laatste kans  
Bedrijfsopvolgingsfaciliteit?
- 15 Opmerkelijke overname

## colofon

Van Waarde is een uitgave van het NIRV.

Redactie:  
Chris Denneboom,  
Eindredactie:  
Frank van Ee

Ontwerp/Vormgeving :  
Buro de Beer, Haarlem

Tekstproductie/fotografie:  
De Coalitie, Haarlem

Copyright:  
NIRV

Reacties:  
info@vanwaardemagazine.nl

Een cynicus is iemand die overal de prijs van weet, maar nergens de waarde van kent. Aldus Oscar Wilde. Het begrip Waarde staat ook in deze derde aflevering van ons magazine 'Van Waarde' centraal. Dat gebeurt op verschillende manieren. Onder andere via de casus **Facebook**, waarmee in mei van dit jaar de grootste beursgang van een technologiebedrijf ooit werd gerealiseerd. Ruim vijf maanden na de introductie van Facebook op Wall Street is van de euforie voorafgaand aan die introductie van het aandeel weinig meer over.

## De waarde en de prijs

De klant in dit nummer is Erik Hordijk, directeur van [www.verzekeringssite.nl](http://www.verzekeringssite.nl). Deze zomer nam de Engelse verzekeringsmakelaar The BGL Group een meerderheidsbelang van 85% in [verzekeringssite.nl](http://verzekeringssite.nl). Hordijk wilde met de overname een stap met zijn eigen bedrijf zetten. De essentie van de waardering van de **verzekeringssite** was de analyse van de groei. Verzekeringssites worden immers steeds belangrijker. In Engeland wordt circa 70% van de autoverzekeringen afgesloten, nadat bedrijven en consumenten een vergelijkingsite hebben bezocht.

**De stelling** waarop in dit nummer wordt gereageerd luidt: De waarde van ondernemingen staat onder druk door de terughoudendheid van banken om kredieten te verlenen. Jeroen Brabers, specialist Bedrijfsovername ABN AMRO, en Jan Vis, partner bij Bright Orange Talanton, geven hun mening. Verder vertelt Henny Kuijpers van BOL Accountants Boxmeer over **het vak van RV'er**. Om de cirkel van dit voorwoord rond te maken: "Uiteindelijk gaat het een ondernemer meestal niet zozeer om de waarde, maar om de prijs van zijn bedrijf", is één van de conclusies van Kuijpers.

# Voorwoord



Voor u ligt al weer de derde editie van Vanwaarde. Na een lange tijd neemt het aantal overnames weer toe. Wereldwijd en ook in Nederland. De deal flow indicator van intralinks rapporteert maar liefst een stijging van 23% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Dat is goed nieuws. Zeker als je daar wat sombere berichten vanuit Den Haag over ontwikkeling van koopkracht tegenover zet. Als je daarbij de terughoudendheid van banken inzake het aangaan van nieuwe financieringen optelt, kan je ronduit stellen dat het overnamevak turbulent is.

Het NIRV is volop in beweging. De beroepsgroep van waarderingsdeskundigen heeft de laatste jaren een grote groei doorgemaakt. Het belang van een professionele en gespecialiseerde beroepsgroep op het gebied van bedrijfswaarderingen is in de huidige turbulente economie belangrijker dan ooit. Het NIRV en haar aangesloten leden staan klaar om waarderingsvraagstukken op te lossen, waarbij u kunt vertrouwen op vakbekwame en professionele deskundigen. Dit is van belang zodat potentiële kopers en verkopers bij transacties en partijen in juridische geschillen realistische waardepercepties hebben. Hierdoor kunnen transacties tot stand komen en geschillen afgewikkeld worden, dat is goed voor onze economie.

## **Chris Denneboom**

Voorzitter PR commissie NIRV



# Wordt de waarde van **faceb**

Het aandeel Facebook werd in mei van dit jaar voor 38 dollar naar de beurs gebracht. Met deze beursgang haalde het bedrijf 16 miljard dollar op. De totale waarde werd daarmee geschat op ruim 100 miljard dollar. Met de huidige beurskoers van 20 dollar per aandeel is daar nog ongeveer de helft van over. Hoewel de verwachtingen bij de beursgang zeer hoog gespannen waren, is tot op heden van die verwachtingen weinig terechtgekomen. Ook oprichter Mark Zuckerberg noemt de beursgang van zijn bedrijf inmiddels 'pijnlijk' en 'teleurstellend'. Is Facebook in de toekomst in staat om de hooggespannen verwachtingen alsnog waar te maken?

Met de introductie van Facebook in mei van dit jaar werd de grootste beursgang van een technologiebedrijf ooit gerealiseerd. De stemming voorafgaand aan de beursgang was euforisch. Een stemming die vergelijkbaar was met die voor de beursintroductie van World Online op Beursplein 5. Ook toen leek 'the sky the limit'. Ruim vijf maanden na de introductie van Facebook op Wall Street is van de euforie weinig meer over. De prijs van het aandeel Facebook is inmiddels gedaald naar 20 dollar.

## Is Facebook in staat om de verwachtingen alsnog waar te maken?

Zelf heb ik daarover sterke twijfels. Bij de introductie van het aandeel werd maar liefst 85x het gemiddelde bedrijfsresultaat van de afgelopen jaren betaald. In het bedrijfsleven zijn multiples van 5 tot 10 keer het bedrijfsresultaat gangbaar. En hoewel het bedrijf de eerste jaren hard groeide, lijkt het aantal actieve gebruikers met 900 miljoen wereldwijd te stabiliseren.

De economische waarde van het bedrijf wordt natuurlijk niet bepaald door resultaten uit het verleden maar blijkbaar had de markt bij een beurskoers van 38 dollar per aandeel zeer hoge verwachtingen van de toekomst van het bedrijf. Om de economische waarde te kunnen bepalen zijn de te verwachten vrije geldstroom van het bedrijf en de rendementseis van de belegger van belang. De vrije geldstroom is de geldstroom die jaarlijks beschikbaar komt voor de verstrekkers van het vermogen. Bij een waarde van 100 miljard is, bij een rendementseis van 10% (vergelijkbaar met Google en LinkedIn), een jaarlijkse vrije geldstroom van 10 miljard nodig. Vergelijken we dat met de omzet van 1 miljard dollar per kwartaal bij de introductie van het aandeel dan heeft Facebook nog een hele lange weg te gaan om voldoende cash te genereren en de verwachtingen van haar aandeelhouders waar te maken.

# ook ook waargemaakt?

**Frank van Ee**

Senior overname adviseur  
Alfa Fusies en Overnames



Toen registeraccountant Henny Kuijpers bezig was met de verkoop van een middelgroot bedrijf aan een 'grote jongen', legden de vertegenwoordigers van de potentiële koper een paar indrukwekkende spreadsheets voor hem. Interessant, vond hij. Kuijpers sloeg als een razende aan het rekenen en sloot dankzij de spreadsheets een deal die de verwachtingen van zijn opdrachtgever ver overtrof. Het was zijn eerste kennismaking met de Discounted Cash Flow methode. "Daar moet ik meer van weten", dacht Kuijpers en hij meldde zich prompt aan bij de opleiding tot Register Valuator.

'Uiteindelijk gaat het altijd  
om **de juiste**  
kennis en kunde'





**Henny Kuijpers**

‘Ik draai al even mee’, zegt Henny Kuijpers haast verontschuldigend. ‘In 1977 ben ik begonnen als assistent-accountant, in 1986 ben ik afgestudeerd als registeraccountant en vanaf 1999 mag ik mezelf Register Valuator noemen. Op dat moment was ik 40. Ik werd als registeraccountant nogal eens gevraagd om een familieoverdracht of andere vormen van bedrijfsverkoop te begeleiden en met de RV-opleiding wilde ik mijn kennis op dat vlak verdiepen en uitbreiden.’

### **Vormde de RV-opleiding de eye opener waar u op had gehoopt naar aanleiding van die DCF-spreadsheets?**

‘Zeker. Je wordt anderhalf jaar grondig bijgespijkerd in vakken als Nederlands recht, fiscaal recht, bedrijfseconomie en vooral waarderingssleer. Ik vond dat zeer waardevol, want het geeft je een breder referentiekader en een uitgebreider instrumentarium.’

### **Heeft uw specialisatie u meer of andersoortig werk gebracht?**

‘Door je deskundigheid krijg je automatisch meer werk. Van de kant van collega’s, die je aanspreken op je expertise, maar ook vanuit doorverwijzingen van banken en dergelijke. Ik werk vooral in het MKB, met veel klantcontacten, en zo’n specialisatie praat zich snel rond. Vooral omdat ik over de hele linie betere deals ben gaan sluiten door mijn bagage als valuator.’

### **Men zegt wel: een accountant kijkt terug, een register valuator kijkt vooruit.**

‘Dat doet afbreuk aan de huidige invulling van het vak van accountant. Het verschil is vooral dat een RV zich meer heeft verdiept in het vak van waarderen. Wij zijn meer beschouwend, zoeken vooral naar value drivers; terwijl accountants zwaarder leunen op rekentechnieken.’

### **Een accountant moet eigenlijk zijn vingers niet branden aan waarderingen?**

Dat hangt erg af van de opdrachtgever én van de accountant. Voor het waarderen van een klein bedrijf is in het algemeen minder specifieke vakkennis nodig dan voor het waarderen van een groter en complexer bedrijf. Uiteindelijk geldt voor elk soort opdracht: je moet er voldoende kennis en kunde voor hebben. De plicht tot zorgvuldigheid en deskundigheid staat ook in de gedrags- en beroepsregels van het NIRV. De fundamentele beginselen van de RA sluiten goed aan op de eigen regels van de RV. Daar liggen hooguit wat klemtoonverschillen.’

### **Hoe maakt u als valuator uw raming van de toekomstige cashflow en financiële positie aannemelijk voor uw opdrachtgever?**

‘Ik zeg altijd: ik kan een hoop, maar ik ben geen helderziende. Als valuator heb je middelen en methodieken, maar de toekomst blijft ongewis. Wanneer je niet voldoende informatie tot je beschikking krijgt, omdat die simpelweg niet voorhanden is, dan moet je hierover duidelijk zijn en wellicht de opdracht teruggeven. In een branche als de bouw werken onze methodieken in de huidige markt lastig. Wil men dan tóch verkopen, dan is het een kwestie van goed onderhandelen. Uiteindelijk gaat het een ondernemer meestal niet zozeer om de waarde, maar om de prijs van zijn bedrijf.’

Het klassieke, romantische begin van de startende ondernemer op een zolderkamer. Erik Hordijk, directeur van verzekeringssite.nl, kan er boeiend over vertellen. Na een jaar kantoor aan huis verhuisde hij in 2000 naar een kantoorgebouw in Haarlem. Inmiddels heeft hij twintig medewerkers in dienst en bezoeken jaarlijks 2,5 miljoen Nederlanders de website waarop onder meer auto-, zorg- en reisverzekeringen worden vergeleken. Deze zomer nam de Engelse verzekeringsmakelaar The BGL Group een meerderheidsbelang van 85% in verzekeringssite.nl. De markt voor vergelijkende websites groeit, in Engeland wordt circa 70% van de autoverzekeringen afgesloten nadat bedrijven en consumenten een vergelijkingssite hebben bezocht. De waardering van verzekeringssite.nl werd mede bepaald door een analyse van de te verwachten groei.

## Consument bezoekt steeds vaker vergelijkingsSsites

### Waarom de keus voor een Engelse partij?

We waren op zoek naar een partij met een vergelijkende visie en cultuur. Daarnaast ging het bij deze transactie niet om een grote zak geld. Ik wilde juist met mijn bedrijf een stap zetten. Daarom was de waarde in feite secundair. BGL heeft de kennis en middelen om die stap te realiseren. Daarbij hebben we gekeken naar de toekomstige cashflow. Wanneer je die contant maakt, is dat een goede indicatie van de waarde. Ik blijf overigens voor 15% aandeelhouder.

### Welke rol speelde de RV'er in het proces?

De Hooge Waerder is sinds 2000 mijn accountantskantoor. Chris Denneboom, de RV'er van het kantoor, maakte een aantal modellen met toekomstige projecties. Daar hebben we de waarde aan gekoppeld. Vervolgens hebben we met andere partijen gepraat of ze die blik op

de toekomst deelden. We waren daardoor in staat een redelijk model los te laten op de verandering van de markt en welke middelen er voor ons nodig waren om die verandering mogelijk te maken.

De zolderkamer  
was leuk, maar  
het is veel leuker  
om met collega's  
samen te werken.

### Tevreden?

Heel tevreden. We hebben uit een aantal gegadigden de beste partij gekozen. BGL heeft een identieke visie op de markt en er is een klik met de collega's in Engeland. De zolderkamer was leuk, maar het is veel leuker om met collega's samen te werken.





**Jeroen Brabers***Specialist Bedrijfsovername ABN AMRO*

Ik denk dat de meeste lezers van dit blad het er wel over eens zijn dat de waarde van een bedrijf wordt bepaald door de contante waarde van de toekomstige kasstromen. En dat deze kasstromen vooral aan de actiefzijde van de balans worden gecreëerd en niet zozeer aan de passiefzijde. De kern is mijns inziens dat de waarde niet onder druk staat door financiële problemen, maar door operationele problemen die leiden tot omzetverlies en margedruk en diensgevolge tot lagere operationele cashflows. Om alleen de banken de schuld te geven van deze operationele problemen vind ik te makkelijk. Ik zie in bepaalde sectoren ook nog hele mooie bedrijven die zich echt onderscheiden van de concurrentie en daardoor wel degelijk een stabiele marge kunnen combineren met groei! Dit neemt niet weg dat ik ook wel zie dat niet alleen de waarde, maar vooral de prijzen onder druk staan. De hele grote LBO transacties (met veel vreemd vermogen, red.) verlopen moeizaam omdat de aandelen- en obligatiemarkt op slot zitten. En bij kleine bedrijven wordt de koopsom niet zo zeer bepaald door fancy waarderingmethoden maar door de simpele optelsom: wat is de eigen inbreng van de koper; wat wil de verkoper laten zitten en wat wil de bank financieren? Door de crisis op de huizenmarkt is bijvoorbeeld veel overwaarde verdwenen, waardoor met name potentiële MBO of MBI kandidaten minder kunnen inbrengen. De verkoper ziet door tegenvallende resultaten zijn pensioen verdampen en laat dus minder zitten. En ja, banken zijn inderdaad voorzichtiger geworden door het oplopen van de stroppenpot.

De waarde van ondernemingen  
staat onder druk door de  
**terughoudendheid**  
**van banken** om kredieten  
te verlenen

**Jeroen Brabers****Jan Vis**

**Jan Vis**

*Partner bij Bright Orange Talanton*

Deze stelling moet geformuleerd zijn door iemand die veel naar prijzen kijkt, maar weinig van waarde weet. Ook het vermengen van investeringsbeslissing en financieringsbeslissing klinkt er in door: een bekende beginnersfout. Redeneren vanuit een gezonde theoretische basis schept helderheid. De economische waarde van een onderneming komt tot stand doordat het bedrijf naar verwachting in de toekomst een operationele vrije geldstroom kan genereren. Zonder geld-genererend vermogen geen waarde. De vraag hoeveel die toekomstige geldstroom vandaag waard is, kan alleen worden beantwoord door de potentiële koper. Waarde is niet gebonden aan een object, maar aan een subject dat belang stelt in het te verkrijgen object. Aangezien huidige goederen meer waard zijn dan toekomstige, zal de koper door het vaststellen van een vermogenskostenvoet de contante waarde van de verwachte vrije geldstroom willen weten. In tegenstelling tot wat sommigen beweren, is ook het vaststellen van die vermogenskostenvoet een subjectieve aangelegenheid. Doordat de koper door de transactie waarde zal willen toevoegen, zal de overeen te komen prijs lager liggen dan de te verkrijgen waarde. Als laatste komt nu de vraag naar de financiering aan de orde. Als banken niet kunnen of willen financieren, komt de transactie niet tot stand. Het is echter onzin te beweren dat het niet kunnen betalen van de prijs verband houdt met de waarde van het object.





Laatste kans  
om van de  
**Bedrijfsopvolgingsfaciliteit**  
gebruik te maken?

Sinds 1 januari 2002 bestaat er een fiscale bedrijfsopvolgingsfaciliteit (BOF) om bedrijven bij vererving of schenking voort te laten bestaan. Onlangs oordeelde de rechtbank van Breda dat deze regeling discriminerend is ten opzichte van mensen die privévermogen erven. De Belastingdienst gaat in beroep tegen deze uitspraak. In dit artikel zullen we kort de werking van de BOF uitleggen. De uitkomst van het hoger beroep is nog niet duidelijk, maar zeker is dat de Belastingdienst gewone erfenissen en schenkingen niet onder dezelfde regeling zal willen laten vallen. Reparatiwetgeving zal dan het gevolg zijn, waarbij de kans bestaat dat de hele regeling zal komen te vervallen. Voor sommige ondernemers kan het dus zeer lonend zijn om de BOF, of de BOR zoals deze tegenwoordig heet, zo spoedig mogelijk uit te voeren.

### Achtergrond van de BOR

Op 1 januari 2002 is de bedrijfsopvolgingsfaciliteit ingevoerd. De achterliggende reden was dat wanneer ondernemingen vererven, de continuïteit in sommige gevallen onder druk kon komen te staan omdat er succesbelasting betaald moest worden terwijl dit geld niet beschikbaar was omdat het allemaal vast zat in het bedrijf. Vooral familiebedrijven kampten hiermee. De wetgever vond het belangrijk dat de continuïteit van deze bedrijven gewaarborgd werd omdat zij belangrijk zijn voor de economie en voor de totale werkgelegenheid in Nederland.

Per 1 januari 2010 is de Bedrijfsopvolgingsfaciliteit (BOF) aangepast naar de Bedrijfsopvolgingsregeling (BOR) deze aanpassing was vooral een verruiming van de regeling.

### Hoe werkt het?

Als een onderneming overgedragen wordt door schenking of vererving, dan kan de verkrijger vrijstelling krijgen voor de erf- of schenkbelasting voor zover de waarde niet hoger is dan €1.006.000. Is de waarde hoger, dan is het bedrag boven €1.006.000 voor 83% vrijgesteld van erf- of schenkbelasting. Voor de 17% die wel belast wordt kan rente dragend uitstel van betaling worden gekregen voor maximaal 10 jaar. In deze regeling wordt ook nog onderscheid gemaakt tussen de zogenaamde going concernwaarde en de liquidatiewaarde. Als blijkt dat de verwachte liquidatieopbrengst hoger zal zijn dan de

waarde van de onderneming bij voortzetting, dan is het verschil tussen de hogere liquidatiewaarde en de going concernwaarde ook vrijgesteld van erf- of schenkbelasting. Voorwaarden voor deze regeling zijn dat wanneer de onderneming wordt verkregen door vererving, de overledene minimaal 1 jaar eigenaar van de onderneming moet zijn geweest. Indien de onderneming geschonken wordt geldt een termijn van 5 jaar.

Daarnaast geldt bij toepassing van de BOR ook een voortzettingsvereiste. De verkrijger dient de onderneming minimaal vijf jaar voort te zetten of in het geval van een BV of NV de aandelen minimaal vijf jaar in zijn of haar bezit te houden. Tenslotte dient het ook te gaan om een objectieve onderneming.

Dat wil zeggen dat er wel bedrijfsactiviteiten uitgevoerd worden. Ondernemingen die alleen beleggingsactiviteiten hebben kunnen geen gebruik maken van deze regeling.

### Er gaat mogelijk wat veranderen

Op 13 juli 2012 heeft de rechtbank van Breda bepaald dat de BOR discriminerend is.

De inzet van de rechtszaak was dat een man een erfenis had ontvangen in de vorm van voormalig ondernemingsvermogen.

Hij wilde hierop ook de BOF toepassen. Op basis van het gelijkheidsbeginsel betoogde hij dat de regeling ook op zijn verkrijging van toepassing moest zijn. De rechter gaf hem hierin gelijk. De Belastingdienst heeft op 27 augustus aangegeven in beroep te gaan



tegen deze uitspraak. Inmiddels heeft een groot aantal belastingplichtigen bezwaar ingediend tegen een aanslag erf- of schenkbelasting. Staatsecretaris Weekers heeft inmiddels besloten om de bezwaren waarin een beroep wordt gedaan op de genoemde uitspraak aan te wijzen als massaal bezwaar. De regeling van massaal bezwaar houdt in dat de daarvoor in aanmerking komende bezwaren worden aangehouden in afwachting van de uitkomst van een beperkt aantal procedures die door de staatssecretaris zijn geselecteerd. Mocht de Belastingdienst in de beroepsprocedure aan het kortste eind trekken, dan zal er reparatiewetgeving komen. Een beperking of afschaffing van de BOR zou dan denkbaar zijn.

### **Conclusie**

Mocht u momenteel voor een opvolgingsvraagstuk staan, dan is het nader onderzoeken van de BOR zeker de moeite waard. In het kader van uw vermogensplanning

en het optimaal fiscaal plannen van een eventuele nalatenschap kan de BOR veel voordeel opleveren. De juiste expertise hierbij inschakelen is een must. Alleen al het bepalen van de juiste liquidatiewaarde en going concernwaarde kan veel voordeel opleveren. Bij kapitaalintensieve ondernemingen is het niet ongebruikelijk dat de liquidatiewaarde hoger is dan de going concernwaarde. De uitkomst van de beroepsprocedure van de Belastingdienst is nog onbekend. Wanneer voor uw situatie de BOR toepasbaar is, dan zou het een gemiste kans zijn als de regeling beperkt wordt of afgeschaft.

*Chris Denneboom is werkzaam als Corporate Finance adviseur en gerechtelijk deskundige bij De Hooge Wearder.*

# opmerkelijke overname



'NedCar' gered kopten de kranten begin oktober. Een opmerkelijke overname door het Eindhovense bedrijf VDL van de onderneming waar tot voor kort van het merk Mitsubishi auto's werden gemaakt. De Limburgse autofabriek kan met de deal vanaf medio 2014 Mini's voor BMW gaan bouwen. Op termijn zijn de banen van de 1500 medewerkers gegarandeerd. 'De VDL Groep wil met deze overname haar positie op de internationale automotieve markt verder versterken,' meldt de onderneming in een verklaring. Per 1 januari 2013 wordt het bedrijf een onafhankelijke autoproducent en zal het onder de naam VDL NedCar in opdracht van derden auto's produceren. Met BMW als eerste klant.

[www.nirv.nl](http://www.nirv.nl)

