

# Professionele verbinding waarderen. Hoe doe je dat?

Voor professionals als artsen, accountants en ingenieurs die toetreden tot een partnerorganisatie, is de financiële waardering van hun aandeel een belangrijk vertrekpunt in de onderlinge samenwerking. Deze aandelenwaarde tendeert steeds meer naar de vermogenswaarde door een meer kritische blik op goodwill en risico's. Een ontwikkeling die versterkt wordt door de recente neergang van enkele prominente partnerorganisaties.



**D**e waardering van ondernemingen is een delicate aangelegenheid. Er staat meestal veel op het spel en de financiële impact is groot. Voor partnerorganisaties is dat niet anders. Grotere partnerorganisaties kennen vaak jaarlijks toe- én uittrekkende partners. In dit toetredingsproces speelt finance veelal een belangrijke rol. Bij elke transactie moeten de vennoten immers samen de waarde ervan vaststellen. Menig samenwerking strandt op discussies over de koopsom. Want opvattingen over waarderingen tussen zittende en nieuwe partners lopen vaak sterk uiteen. Deze waarderingwijze is de afgelopen jaren veranderd. In de jaren negentig werden taxaties nog voornamelijk gebaseerd op winstmultiples die meestal naar de kasstroomwaarde tenderden. Later kregen partnerorganisaties meer oog voor de persoonlijke goodwill en het risicoprofiel. Hierdoor daalde de gemiddelde inkoopsom. Deze trend zet zich voort: ook nu kiezen professionele organisaties vaker voor een gematigde waardering. Een groeiend aantal verrekent goodwill zelfs niet langer door de aandelenwaarde louter op de vermogenswaarde te baseren. Grote professionele partnerorganisaties lijken hierin het voortouw te nemen. Zij stellen bewust de bedrijfscontinuïteit voorop door in te zetten op onderlinge solidariteit en verhandelbaarheid van aandelen. Een zienswijze die nauw aansluit bij de veranderde tijdsgeest, waarin professionals zich met andere, meer flexibele samenwerkingsvormen willen verbinden.

Benadering	Omschrijving
Kasstroomwaarde	Waardering op basis van de toekomstige vrije kasstroom die contant wordt gemaakt met een rendementseis
Marktwaarde	Waardering met een multiple vermenigvuldigd met het resultaat van de onderneming, waarbij de multiple als 'rule of thumb' geldt
Vermogenswaarde	Waardering gelijk gesteld aan het (zichtbare) eigen vermogen zoals blijkt uit de commerciële balans van de onderneming

Figuur 1. Waarderingsmethoden

### Kasstroombenadering

Voor de waardering van partnerorganisaties bestaan drie verschillende gangbare benaderingen (figuur 1). De kasstroommethode wordt gezien als de meest zuivere. Hierbij worden bedrijven gewaardeerd op basis van de verwachte vrije kasstroom uit de exploitatie en investeringen, die vervolgens contant wordt gemaakt met behulp van een rendementseis. De rendementseis, of 'weighted average cost of capital' (WACC), wordt primair gebaseerd op het risicoprofiel van de organisatie. Het voordeel is dat deze methode rekening houdt met zowel de toekomstige inkomsten en investeringen als de kapitaalkosten van de onderneming. De rekensom leidt tot de bedrijfswaarde 'cash & debt free': de aandelenwaarde wordt berekend door de kasmiddelen op te tellen en de schulden daarop in mindering te brengen.

De kasstroombenadering vereist een kritische blik op de cijfers. Belangrijk is vooral de financiële prognose die ten grondslag ligt aan de kasstroomberekening. Veelal is een normalisatie nodig. Bijvoorbeeld wanneer de trend in de omzetontwikkeling (te) rooskleurig is of de winstmarge sneller groeit dan de opbrengsten. Kengetallen moeten altijd een logische trend vertonen. Buitengewone, eenmalige kosten of baten en uitgestelde uitgaven kunnen het resultaat flink beïnvloeden. Verder is het belangrijk om de partnervergoeding kritisch te beoordelen. Is deze marktconform? Vennoten houden om fiscale redenen en flexibiliteit de vaste partnervergoedingen vaak laag om zo meer inkomsten via de dividendlijn te kunnen laten lopen. Deze keuze is begrijpelijk, maar de winst wordt zo hoger voorgesteld dan reëel is waardoor de waardering kan worden overschat.

Daarnaast vraagt de balans aandacht. Het uitgangspunt dient een commerciële balans te zijn

vanuit een bedrijfseconomisch oogpunt. Zo kan er sprake zijn van 'stille' reserves. Onroerend goed en financiële activa moeten als niet-operationele activiteiten afzonderlijk en tegen de marktwaarde worden gewaardeerd. Ook een afwijkende debiteuren- of crediteurenpositie kan de waarde vertekenen. Aan de financieringszijde speelt het eigen vermogen of het garantievermogen. Of liever, de schuld. Want eigen vermogen heeft vaak gedeeltelijk een schuld karakter zoals bij preferente aandelen of een achtergestelde aandeelhouderslening. Ook kunnen er 'off balance'-verplichtingen bestaan bij leasecontracten of claims of in geval schulden 'bovenlangs' in een holding zijn aangegaan met zekerheden in de partnerorganisatie.

Maar het is net zo belangrijk om stil te staan bij de WACC. Want hoe lager de rendementseis, hoe hoger de waardering. Verkopende partners zijn nogal eens geneigd de kapitaalkosten te onderschatten. Bij private ondernemingen wordt bij de rendementseis, naast de gebruikelijke aandelenrisicopremie, meestal ook een bedrijfsspecifiek risico onderscheiden. Een geringe omvang leidt tot een extra illiquiditeitspremie voor de beperkte verhandelbaarheid van de aandelen ('small-firm risk'). De kans op bankroet wordt uitgedrukt in een afzonderlijke 'firm-specific risk'. Deze is groter wanneer organisaties vaker projectmatig werken en afhankelijk zijn van een beperkt aantal klanten en partners, of wanneer één partner een groot aandelenbelang heeft of een nieuwe partner een gering aandeel zonder noemenswaardige zeggenschap verwerft.

Fundamenteel is dat de kasstroommethode een partnerorganisatie waardeert als een 'gewoon bedrijf'. Bij professionals genereert de aspirant-partner echter hoofdzakelijk zijn eigen goodwill door de waarde die hij zelf toevoegt – zonder de partners is de organisatie weinig waard. Persoonlijke goodwill is in de praktijk ook nauwelijks overdraagbaar en meestal snel vervlogen. Zeker als ervaren vennoten weggaan, kan meestal niet worden gesproken van een 'going concern' of 'fair market value'. En zeker niet als het vertrek abrupt is of een relatiebeding ontbreekt. Technisch gezien kan in de berekening beter een prognosehorizon van zo'n vier tot zes jaar worden gehanteerd zonder de toepassing van een restwaarde. Als alternatief gebruiken partners voor de persoonlijke goodwill vaak een korting of afslag. Veelal geldt een factor twee die gewoonlijk overeenkomt met de kasstroomuitkomst zonder restwaarde.

---

# management control:

---

De essentiële, onderliggende vraag is natuurlijk wat precies de strategische positie van de partnerorganisatie is. De aandelenwaarde wordt immers grotendeels gedreven door de ondernemingsstrategie. De waarde vloeit direct voort uit de marktontwikkeling, het concurrentievoordeel en het verdienmodel. Daarom is het belangrijk om als partners een scherp inzicht te hebben in hoe de markt vraag zich de komende jaren zal ontwikkelen, hoe de organisatie zich precies onderscheidt van concurrenten en hoe de verdien capaciteit zich in de toekomst zal manifesteren. Hoe positiever het vooruitzicht, groter het concurrentievoordeel en aantrekkelijker het verdienmodel, hoe gunstiger het risicoprofiel en daarmee de waardering. Andersom groeit de kans op financiële problemen wanneer het beeld negatief wordt.

## Marktwaaardebenadering

Veel partnerorganisaties vinden de kasstroombenadering complex. De berekening is niet eenvoudig en leidt vaak tot discussie. Zeker als er geregeld partners in- en uitreden zoals bij grotere professionele organisaties. Daarom krijgt in de praktijk veelal de marktwaaarde- of multiple-benadering de voorkeur. Hierbij wordt het resultaat vermenigvuldigd met een factor die is afgeleid van vergelijkbare transacties in de markt. Doorgaans wordt als basis het gemiddelde bedrijfsresultaat voor rente en belastingen genomen van drie opeenvolgende jaren. Meestal geldt een relatieve multiple van rond drie. Dus als het gemiddelde bedrijfsresultaat een miljoen euro is, bedraagt de waarde drie miljoen euro. Doorgaans varieert de factor tussen twee en vier. Ook hier is de waarde 'cash & debt free' en dienen voor de koopprijs de kasmiddelen en schulden te worden gecorrigeerd, nadat de balans van nabij is bekeken.

## HOE HET FOUT KAN GAAN

Toetredende partners van een middelgroot adviesbureau met een lange historie kopen een aantal vertrekkende, succesvolle partners uit tegen een hoge waardering. Ook wordt de koopsom direct verrekend. De uitkoop wordt gefinancierd met een banklening in een nieuwe holding. Wanneer de marktpositie onder druk komt en door minder opdrachten de omzet van de advieswerkzaamheden terugvalt, beginnen de aflossingen en rente al snel te knellen. Een bijstorting van de overgebleven compagnons is onvoldoende om het tekort te vullen. Het kantoor kan het tij niet meer keren en bezwijkt onder de schuldenlast. Een aantal levensvatbare onderdelen maakt een doorstart.



Een gemiddelde multiple van circa drie is niet willekeurig. Als we eenvoudigweg de kasstroomwaarde simuleren op basis van een variërende, gebruikelijke omzetgroei en WACC ligt de bedrijfswaarde van een doorsnee partnerorganisatie tussen 2,4 en 4,5 maal het bedrijfsresultaat met een gemiddelde van ongeveer drie (figuur 2). Ook deze simulatie gaat uit van een kortingsfactor van twee, waarbij compagnons gezien de persoonlijke goodwill de helft van de waarde afrekenen. Dat betekent dat voor de koopsombepaling van een gemiddelde partnerorganisatie een multiple van drie vaak een goed startpunt is en hier beter alleen van kan worden afgeweken in geval van bijzondere omstandigheden.

Een terugkerende misvatting is om naar multiples van vergelijkbare bedrijven aan de beurs te verwijzen. Want de relatieve multiple voor een kleine, private partnerorganisatie verschilt door haar aanmerkelijk grotere risico's. Een simpele rekensom laat zien hoe de rendementseis van bijvoorbeeld een klein ingenieursbureau al snel twee keer zo hoog kan zijn als die van een beursgenoteerde concurrent. Daarom wordt in de praktijk voor kleinere partnerorganisaties de multiple van beursbedrijven

doorgaans door twee gedeeld. Wanneer het beursbedrijf bijvoorbeeld een bedrijfswaarde heeft van twaalf keer het bedrijfsresultaat, kan de gemiddelde kleinere partnerorganisatie meestentijds worden gewaardeerd op rond zes keer het resultaat. Dit nog zonder rekening te houden met persoonlijke goodwill, kasmiddelen en schulden. Het voordeel van de marktwaardemethode is haar eenvoud. Toch blijft het voor aspirant-partners zaak dat zij goed blijven opletten. De twee belangrijkste vragen zijn: is de multiple reëel en geven de cijfers ook een goed beeld van de toekomstige waarde? Nadelen zijn het negeren van investeringen en de gevoeligheid voor schommelingen in het resultaat. Eén uitzonderlijk jaar kan de waardering sterk beïnvloeden. Ook hier moeten de winst- en verliesrekening en de balans goed onder de loep worden genomen en moeten cijfers eventueel worden genormaliseerd – resultaten in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Daarmee is de marktmethode aanmerkelijk subjectiever dan gedacht en per saldo niet veel eenvoudiger dan de kasstroommethode.

	10,0%	4,0	4,4	4,9	5,5	6,4	7,6
	12,5%	3,2	3,4	3,7	4,1	4,5	5,1
WACC	15,0%	2,7	2,8	3,0	3,2	3,5	3,8
	17,5%	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0
	20,0%	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5
		0%	1%	2%	3%	4%	5%

Groei

Figuur 2. Simulatie multiple partnerorganisatie

### Vermogenswaardebenadering

Om de problemen met de kasstroom- en marktwaardebepaling te omzeilen, wordt steeds vaker de vermogenswaarde of intrinsieke waarde gehanteerd. Hierin is de aandelenwaarde gelijk aan het eigen vermogen. Dit betekent dat een partner instapt zonder goodwill te betalen en ook in de toekomst zal uittreden zonder goodwillvergoeding. De vermogenswaarde komt rechtstreeks uit de balans. Als het eigen vermogen in de boeken bijvoorbeeld vijfhonderdduizend euro bedraagt, is de aandelenwaarde eveneens vijfhonderdduizend euro. Vaak wordt het eigen vermogen voortijds door extra dividend 'afgeroomd' en uitgekeerd aan de zittende compagnons tot een normaal niveau of omgezet in cumulatief preferente aandelen of een aandeelhouderslening.

Daarmee wordt ook de instapwaarde lager voor de aspirant-partner. Toch blijft ook bij de vermogenswaarde de balans belangrijk want het eigen vermogen is vaak minder 'feitelijk' dan wordt gedacht. Het uitgangspunt is de commerciële balans, niet de boekwaarden, waarbij het gaat om het 'zichtbare' eigen vermogen. Want het eigen vermogen kan te hoog worden weergegeven als bijvoorbeeld in de debiteuren oninbare vorderingen zitten, goodwill op de balans staat of in het verleden verbouwings- of onderzoekskosten zijn gekapitaliseerd die in het economisch verkeer geen waarde hebben. Tegelijkertijd kunnen mogelijk te veel voorzieningen zijn genomen waardoor de vermogenswaarde weer wordt onderschat. Ook kunnen kantoorpanden en deelnemingen te laag in de boeken staan. Daarbij heeft net als bij de kasstroommethode een deel van het eigen vermogen wellicht juist een schuld karakter. De meest gehoorde kritiek op de vermogenswaarde is dat de uitkomst niets zegt over de toekomstige waardeontwikkeling. Het eigen vermogen is immers een momentopname bij de toe- of uittreding van een partner, gebaseerd op de behaalde resultaten in het verleden. Voor de meeste professionele organisaties die waarderen op vermogenswaarde is deze waterscheiding juist de bedoeling, zodat nieuwe partners niet gaan betalen voor de goodwill die zij vermoedelijk zelf grotendeels zullen toevoegen. De waarde van professionele organisaties komt immers voort uit het netwerk, de opdrachten en de know-how van de toekomstige vennoten, die door de jaren heen steeds minder is toe te rekenen aan voormalige partners. <

## VERMOGENSWAARDE

Een groot accountantskantoor hanteert voor de aandelenwaarde de vermogenswaarde. Een nieuwe partner betaalt dus zijn deel in het eigen vermogen. Daarmee wordt goodwill onderling niet verrekend. De lage koopsom maakt de toetreding van nieuwe vennoten én de uitstap van senior partners eenvoudiger. Het uitgangspunt is dat een partner wordt benoemd op zijn toegevoegde waarde voor het kantoor, niet op zijn vermogen om een koopsom te financieren. Daarbij moet elke vennoot een lening aan de zaak verstrekken. Hiermee financiert de organisatie haar activiteiten en wordt partners de mogelijkheid geboden om bijvoorbeeld zelf een oudedagsreserve te creëren, omdat zij met de organisatie geen financiële waarde opbouwen.