

MASTER THESIS



Rendementseisen

Model voor het berekenen van de rendementseis op
eigen vermogen bij MKB bedrijfsoverdrachten

Gedreven door ambitie



www.bonsenreuling.nl

Lichtenvoorde, Eibergen, Deventer

Colofon

Auteur:	Evelien Kirchner 0091561
Datum:	11 juni 2009
Versie:	10
Instelling:	Universiteit Twente Faculteit Management & Governance Afdeling Finance & Accounting
Studie:	Master Business Administration, Track Financial Management
Afstudeercommissie:	Dr. Ir. S.B.H. Morssinkhof Ir. H. Kroon
Externe organisatie:	BonsenReuling Postbus 50 7130 AB, Lichtenvoorde
Externe begeleiders:	Drs. J. E. Officier RA S. Klijn AA

Samenvatting

Bij bedrijfsoverdrachten vervult bedrijfswaardering een belangrijke functie. Bedrijfswaardering gaat over het proces waarin de economische waarde van een onderneming wordt bepaald. Deze ondernemingswaarde wordt gebruikt als uitgangspunt en ter onderbouwing van de transactieprijs voor een onderneming. Elke bedrijfsoverdracht brengt een bepaald risico met zich mee; hoe meer risico er aanwezig is, hoe hoger het geëiste rendement op een investering is (dit is de rendementseis). Daarnaast blijkt dat kleine ondernemingen verschillende en grotere risico's lopen in vergelijking met grote ondernemingen, hierdoor hebben kleine ondernemingen een hoger rendementseis (het small firm effect). Deze risico's blijken negatieve invloed te hebben op de transactieprijs.

Een rendementseis is een vergoeding die een investeerder eist om zijn geld te beleggen in een specifieke onderneming. Deze vergoeding is afhankelijk van de risico's van de onderneming. Deze rendementseis heeft uiteindelijk invloed op de waarde van de onderneming; de waarde van een onderneming kan namelijk volgens bijvoorbeeld de Discounted Cash Flow berekend worden door de kasstromen te delen door de rendementseis. De uitkomst geeft namelijk aan het aantal keren kasstromen de koper bereid is te betalen voor deze onderneming. Wanneer de rendementseis bijvoorbeeld 20% bedraagt, is de koper bereid ($100/20 = 5$) 5 keer de kasstromen te betalen en wanneer deze bijvoorbeeld slechts 10% bedraagt, is de koper bereid ($100/10 = 10$) 10 keer de kasstromen te betalen.

In dit rapport is onderzoek gedaan naar de totstandkoming van rendementseisen op eigen vermogen bij MKB bedrijfsoverdrachten aan derden. Er wordt daarom ook aandacht besteed aan de waarde van het eigen vermogen. De hoofdvraag luidt als volgt:

Uit welke specifieke factoren bestaat het rendementseisenpakket voor MKB sectoren?

Er zijn wel modellen ontwikkeld voor het bepalen van de kostenvoet van het eigen vermogen voor beursgenoteerde ondernemingen, maar niet voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Een aanbeveling is om het CAPM model aan te passen op het extra risico van MKB ondernemingen, door deze te compenseren met een 'small firm premie' (SFP) en een 'risico specifieke ondernemingspremie' (Rs). De small firm premie is een premie voor het compenseren van het extra risico van MKB ondernemingen. De risico specifieke ondernemingspremie is een premie voor unieke eigenschappen van een onderneming die leiden tot een hoger risico bij de verkoop van de onderneming. Geconcludeerd kan worden dat men de rendementseis op eigen vermogen van MKB ondernemingen als volgt kan berekenen:

*** Rendement eigen vermogen = Risicovrij rendement (rf) + Rendement marktrisico (rm) + Small Firm Premie (SFP) + risico Specifieke ondernemingspremie (Rs)**

Op basis van theorieën zijn specifieke MKB value drivers (waardebepalende factoren) voor deze premies vastgesteld en middels interviews is de praktische toepasbaarheid vastgesteld en gekwantificeerd. De value drivers en maatstaven die zijn bepaald aan de hand van het theoretische onderzoek zijn weergegeven in onderstaand model.

Conclusie uit de interviews is dat de twee premies bepaald kunnen worden door middel van onderstaande formules. Elke value driver moet volgens deze formule gekwantificeerd worden met een risicohoogte; wanneer het risico hoog is moet de value driver met 10 vermenigvuldigd worden en wanneer deze laag is moet de value driver met 0 vermenigvuldigd worden.

Small Firm Premie = 2,0 illiquiditeit + 0,17 * risico afhankelijkheid management + 0,13 * risico beperkte risicospreiding + 0,08 * risico marktpositie + 0,12 * risico toetredingsbarrières

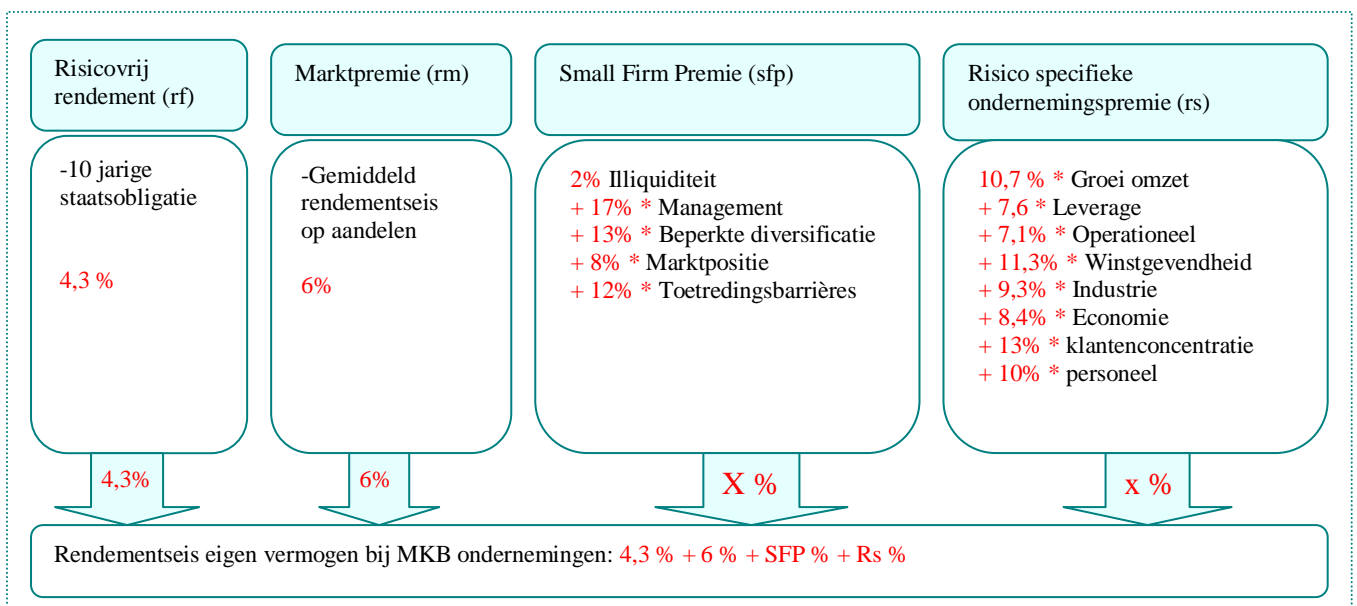
Rs = 0,107 * groei + 0,076 * leverage + 0,071 * operationeel + 0,113 * winstgevendheid + 0,093 * industrie + 0,084 * economie + 0,13 * klanten + 0,10 * personeel

Deze value drivers kunnen aan de hand van de volgende maatstaven bepaald worden:

Premie	Value driver	(Kwantitatieve) Maatstaf
Rf	Risicovrij rendement	Rendement op 10 jarige staatsobligatie
Rm	Marktpremie	Minimaal rendement bij een beursgenoteerde onderneming
SFP	Illiquiditeit	Vast percentage (2%)
SFP	Afhankelijkheid management	Productiviteit management (werkelijk output / geëist output)
SFP	Beperkte risicospreiding	Aantal kernproducten, aantal nevenproducten
SFP	Marktpositie	Marktaandeel
SFP	Toetredingsbarrières	Investeringskosten
Rs	Groei	Netto groei omzet
Rs	Leverage	Vreemd Vermogen / Totale Vermogen
Rs	Operationeel	Vaste kosten / Omzet
Rs	Winstgevendheid	Netto winst marge
Rs	Industrie	Onderneming Return On Assets / Industrie ROA
Rs	Economie	Onderneming ROA / verandering in Bruto Binnenlands Product
Rs	Klantenconcentratie	Omzet door 5 beste klanten / totale omzet
Rs	Personeel	Ziekteverzuim

Tabel 1: Kwantitatieve maatstaven voor de value drivers

Het uiteindelijk model ter berekening van de rendementseis op eigen vermogen bij MKB onderneming ziet er hiermee als volgt uit:



Figuur 1: Rendementsbepaling bij MKB ondernemingen

Dit model kan goed toegepast worden in de praktijk vanwege zijn objectieve en praktische variabelen waarmee een betere bedrijfswaardering kan bepaald worden, omdat alle belangrijke risico's in het model zijn verwerkt. Het model kan voor meer overeenstemming en duidelijkheid zorgen over de totstandkoming van de rendementseis op eigen vermogen.

Summary

Subject

A business transfer is a change in ownership of a company. Within these business transfers, business valuations play an important part. Business valuation is about the process in which the economic value of a company will be determined. This will be done by estimating the future cash flows, estimating the cost of capital, determining the continue value and explaining them by making assumptions. The value of a company will be used eventually for arguing a certain transaction price. Moreover a business transfer bears a certain risk, however the more risk, the higher the required return on equity. So a main conclusion for this research is that small companies have got higher levels of required return than large companies. Moreover it turned out that required returns have got a negative influence on the transaction price at business transfers.

An interesting subject in this financial literature is the small firm effect. This phenomenon shows that investors of small companies gain a higher required return than investors of large companies. This is caused by the bigger risks at small companies.

There are several types of business transfers; there are business transfers within families, transfers to third parties, mergers and liquidations. In business transfers within families, one can transfer the ownership and/or the management. Within these transfers there are playing a lot of emotions. For business transfers with third parties there are several possibilities; Management Buy-Out, Management Buy-In, Investors Buy-In and takeover. A Management Buy-Out is a transfer in which the ownership and management will be transferred to an employee of the company. A Management Buy-In is a transfer in which the ownership and management will be transferred to a person from outside the company. An Investors Buy-In is an exchange of shares in which the investor has got influence on decisions. A takeover is a transfer in which the ownership will be transferred, but the management will be maintained by the managers of the company. Moreover a merger is a collaboration of two companies. At the end liquidation is the situation in which the company will be sold and closed.

Also there are several different kind of buyers; the personal buyer (most of the times family or a manager), the Financial buyer (participation companies) and the strategic buyer (competitors). Those types of buyers do have different characteristics, interests, goals and motivations. The personal buyer thinks that price and emotional related aspects are important. The financial buyer only values the return on investment. At the end the strategic buyer thinks that there is a certain added value because of present synergy advantages.

Research

In this report a research has been done in order to determine the required return on equity for business transfers. The focus will be on business transfers with third parties because this is the most interesting case for determining a certain price. Moreover the determination of the liquidation value is quite simple. Also the determination of the price for a merger can be done quite easy by calculating the exchange ratio of the shares. At the end it became clear during the preliminary research that the determination of the price for a family business transfer is very complex and time consuming. Therefore it is recommended to first start with a basic model and perhaps use it later to develop a model for the more complex family business transfers.

For the model for third parties one can take into account that these transfers contain strategic buyers. These strategic buyers are most of the times medium or large companies which are professional outsiders. These buyers want to have a stronger strategic position and the old generation will not be maintained after the transfer. Advantages of these transfers are the higher transaction price and the better financial payment.

It has been concluded from the preliminary research that several models have been developed for determining the required return on equity; the CAPM model, the APM model, the market model and the dividend growth model. However these models are only applicable for companies which are quoted on the stock exchange. So there are no theoretically accepted quantitative and objective models for non-quoted companies like Small Medium Enterprises.

Because of these reasons, this research will focus on Small Medium Enterprises. There will be gathered quantitative data from the Netherlands (this data differs per country so the model will only be valid in the Netherlands). Therefore, the research question is being formulated as follows:

On which specific factors depends the required return package for the Small Medium Enterprise sector in the Netherlands?

In the Netherlands a company is called a Small Medium Enterprise when the company has a maximum of 249 employees and a maximum of €49 million sales. An important difference between these Small Medium Enterprises and large quoted companies is that large companies have got a price indication by the rate of return of shares, while Small Medium Enterprises do not have a price indication. Other essential differences between Small Medium Enterprises and large companies are higher financing costs, higher required return on equity, limited product diversification, less (investment) possibilities and less visibility on the future. Because there are higher risks for illiquidity of shares, more market inefficiencies and higher operational costs, a business valuation of a Small Medium Enterprise is more complex than those of large companies; this is called the small firm effect. After all, a buyer will require a lower price or a higher compensation (required return on equity).

The motive for this subject is the increasing number of business transfers by an increasing number of ageing Small Business Enterprise owners. Also accountant organization BonsenReuling is interested in how one determines a certain required return. This interest has risen because in this complex world there is a need for basic variables. This results in a bigger need for information about determination factors for the required return. In the conclusion a model for determining the required return on equity for Small Medium Enterprises will follow.

This research question is divided in the following subquestions:

1. What is the relation between business valuation and the required return on equity?

The aim of this question is to clarify the definition business valuation and to look why the return on equity is important.

2. What makes business valuation at Small Business Enterprises specific?

With this question the differences between large and Small Medium Enterprises will be made clear. Unique characteristics of Small Medium Enterprises are explained so it will become clear why the business valuation of Small Business Enterprises is complex and why it is important to develop a specific model for determining the required return on equity for Small Business Enterprises.

3. Which value drivers are influencing the price during the business transfer?

With this question it will become clear which factors are important for the model. There will be done research into the adequate variables that are input for the model and determine the required return on equity.

4. Which methods for determining the required return on equity for Small Business Enterprises are being used in practice?

This question helps to give practical comprehension of the determination of the required return on equity. Differences between theoretical and practical knowledge will be explained. Standards, norms and averages of the market will be addressed.

Business transfers are from economic relevance, because the Netherlands is spending € 150 billion on it each year. Another relevance of this research is the need for adequate knowledge about business transfers of valuers, specialists in business transfers, entrepreneurs and Small Business Enterprises owners. Moreover this research is of scientific relevance because there have been developed models for companies which are quoted on the stock exchange, however there are no models for non-quoted companies.

A recommendation from the literature is to compensate the extra risk which a buyer is experiencing (the small firm effect) with a premium. These higher risks are caused by the illiquidity (negotiability of shares), market inefficiencies and higher transactions costs. Because of these increased risks, the valuation of a company and the determination of the required return on equity is more complex for Small Business Enterprises. According to the literature, this risk can be compensated by increasing the Capital Asset Pricing Model with a 'Small Firm Premium' (SFP); however the calculation of this premium is unknown. The aim of this research is therefore to develop a specific model for companies which are not quoted on the stock exchange, whereby one can determine the required return on equity for Small Business Enterprises.

Recommendations

An important conclusion of this research is that the Capital Asset Pricing Model has to be increased with the 'Small Firm Premium' and a specific company risk premium (Rs). The small firm premium is a premium to compensate the extra risk which Small Business Enterprises bear. The specific company risk premium is a premium for unique properties of a company which means a higher risk in case of selling the company.

Therefore, it will be recommended to determine the required return on equity for Small Business Enterprises as follows:

*** Required return on equity = risk free rate (rf) + market risk premium (rm) + small firm premium (sfp) + specific company risk premium (Rs)**

In this research there is being paid attention to the determination of this small firm premium and the specific company risk premium. To offer more adhesion to determine the required return on equity, there have been developed quantitative and measurable factors (value drivers) for these premiums. The value determinators (value drivers) of the required return on equity and the associated recommended measure to calculate the level of risk are summarized in the following table.

Premium	Value driver	Quantitative measure (criteria)
Rf	Risk free rate	Return on a 10 years bond
Rm	Market risk premium	Minimum return on the stock exchange
SFP	Illiquidity	Fixed percentage (2%)
SFP	Dependency of management	Productivity of the management (realized output/required output)
SFP	Limited diversification	Number of core products and additional products
SFP	Market position	Market share
SFP	Entry barriers	Investing costs
Rs	Grow	Net grow of sales
Rs	Leverage	Equity / Total Value
Rs	Operational	Fixed costs / total costs
Rs	Profitability	Net profit margin
Rs	Industry	Company Return On Assets / Industry ROA
Rs	Economy	Company ROA / change in Gross Domestic Product
Rs	Dependency on customers	Sales to the 5 best customers / total sales
Rs	Dependency of employees	Sickness absenteeism

Table 2: Quantitative measurements for the value drivers

Motivation

There has been done a research into the value drivers of the different required return on equity components; the value drivers for the risk free rate (rf), the market risk premium (rm), the Small Firm Premium (SFP) and the Risk specific company premium (Rs) have been determined. This has been realized by conducting a scientific research with several interviews in which specialists could indicate which value driver was lacking on the list. Moreover the calculation of these value drivers has been investigated by distributing inquiries to specialists such as Register Valuators, Register Accountants, business transfer brokers and entrepreneurs with experience in business transfers. This was a sample of 10% of the market. With these inquiries specialists have examined how important each value driver is, by valuing each value driver on importance using a scale of 1 to 10. Value drivers that had an average score lower than 5.0 have been eliminated from the model; these were not considered as important. The results about this importance have been expressed in a weight factor (a percentage with which the degree of risk of the value driver must be multiplied). One of the conclusions of this research is that the Small Firm Premium and the Risk specific company premium can be calculated by using those formulas.

Small Firm Premium = 2,0 liquidity risk premium + 0,17 * risk on dependency of management + 0,13 * risk on limited diversification + 0,08 * risk on market position + 0,12 * risk on entry barriers

Rs = 0,107 * risk on growth + 0,076 * risk on leverage + 0,071 * operational risk + 0,113 * risk on profitability + 0,093 * industrie risk + 0,084 * economic risk + 0,13 * risk on dependency of customers + 0,10 * risk on dependency on employees

Also attention has been given to the measurement (criteria) of the level of risk for each factor. This is done by investigating the averages and the norms of the market. When the level of risk is high, the value driver can be multiplied by 10. When the level of risk is low the value driver can be multiplied by 0. A specific division of those criteria is published in the following table:

<u>Level of risk</u>	<u>Productivity</u>	<u>Limited diversification</u>	<u>Market position</u>	<u>Entry barriers</u>	<u>Growth</u>	<u>Leverage</u>
0	< 50%	> 5 core > 1 sub	> 40%	> € 10 billion	> 8%	No debt
1	50-60 %	5 core, > 1 sub	35-40%	€ 5 - € 10 billion	7-8%	1-10% debt
2	60-70 %	5 core, 0 sub	30-35%	€ 1-€ 5 billion	6-7%	10-20% debt
3	70-80%	4 core, > 1 sub	25-30%	€ 500 k – € 1 billion	5-6%	20-30% debt
4	80-90%	4 core, 0 sub	20-25%	€ 100k – € 500 k	4-5%	30-40% debt
5	90-100%	3 core, > 1 sub	15-20%	€ 50k – € 100k	3-4%	40-50% debt
6	100-110%	3 core, 0 sub	10-15%	€ 10k – € 50k	2-3%	50-60% debt
7	110-120%	2 core, > 1 sub	7-10%	€ 5k-€ 10k	1-2%	60-70% debt
8	120-130%	2 core, 0 sub	5-7%	€ 1k – € 5k	0-1%	70-80% debt
9	130-140%	1 core, > 1 sub	2-5%	€ 500 – € 1k	0%	80-90% debt
10	>140%	1 core, 0 sub	<2%	< € 500	< 0 %	> 90 % debt

<u>Level of risk</u>	<u>Operational</u>	<u>Profitability</u>	<u>Industry</u>	<u>Economy</u>	<u>Customer dependency</u>	<u>Employee</u>
0	0 %	> 17%	> 1,8	>4,5	< 1%	> 3.5%
1	1-10%	15-17%	0.6-1.8	4.0-4.5	1-10%	3.5-4.0%
2	10-20 %	13-15%	1.4-1.6	3.5-4.0	10-20%	4.0-4.5%
3	20-30%	11-13%	1.2-1.4	3.0-3.5	20-30%	4.5-5.0%
4	30-40%	9-11%	1.0-1.2	2.5-3.0	30-40%	5.0-5.5%
5	40-50%	7-9%	0.8-1.0	2.0-2.5	40-50%	5.5-6.0%
6	50-60%	5-7%	0.6-0.8	1.5-2.0	50-60%	6.0-6.5%
7	60-70%	3-5%	0.4-0.6	1.0-1.5	60-70%	6.5-7.0%
8	70-80%	1-3%	0.2-0.4	0.5-1.0	70-80%	7.0-7.5%
9	80-90%	< 1 %	0-0.2	0-0.5	80-90%	7.5-8.0%
10	> 90%	Negative	Negative	Negative	> 90 %	> 8%

Table 3: Division of the risks levels

At the end an investigation has been done into the importance of each risk factor and these are given weight factors to the small firm premium and the specific company risk factor. This has been realized by conducting interviews with accountants, register valuers, company brokers and other experience experts. In total 40 experts have been interviewed from which 11 experts have bought a company and 29 of those experts are specialists who support entrepreneurs in their selling/buying process. Those respondents have been involved in a total of 1450 transactions in the year 2007. This means that the sample captures almost 10% of the takeover market because in total there have been 15.000 business transfers in the year 2007 (.1450 / 15.000). During the interviews, experts have been asked to indicate how important they think those risk factors are for determining those premiums.

The average scores for each factor indicates the weight factor for the risk level. Value drivers which scored on average lower than 5.0, are eliminated from the model, because this means that averagely, experts have the opinion that they are unimportant.

From this point of view it can be recommended to determine the required return on equity for Small Business Enterprises by using the following model:

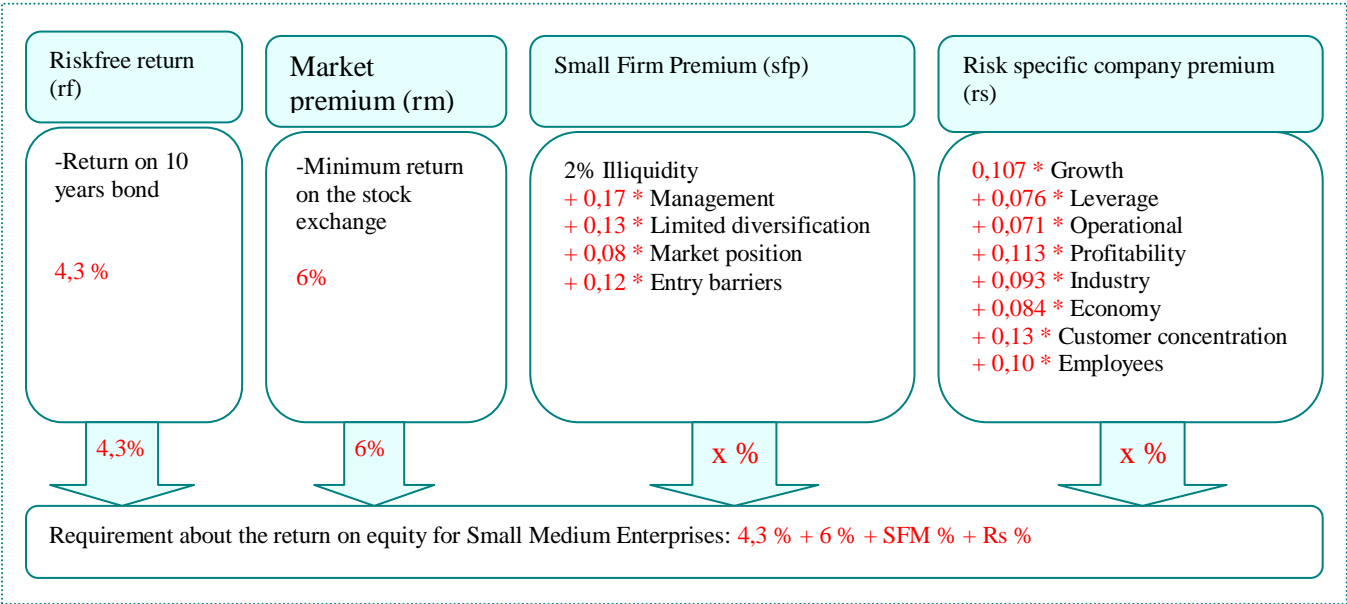


Figure 2: Determination requirement about the return on equity for Small Medium Enterprises

Consequences

This model is applicable in practice because it contains objective and practical variables for which a better business valuation can be determined because all important risks are absorbed in the model. The model gives a good representation of the required return on equity and provides more agreement and clarity about the required return on equity. At the end one can divide 100% by the required return and then the price determination follows. The result of this is how many times the profit the buyer wants to pay for the company. The profit is at the end the return for the buyer for buying the company. When the required return on equity is for example 20% the price is (100/20) 5 times the profit of the company and when the required return is for example only 10% the price is (100/10) 10 times the profit.

While the business value is a central part of business transfers, one should pay also attention to other aspects. For example the seller has requirements about the transaction price (most of the times they want to have a high selling price), but also about the type of buyer, the existence of the company, the maintenance of employees and having a good feeling about the buyer. However a buyer has got other requirements than the price; others are for example about the type of company, the type of branch, the profitability, his financial capacity and the payback period of the business transfer.

The conduction and the results of this research will lead to some further research and refinements. Each year there has to be done research into the averages and means of the risk levels, so one can adapt them to the new circumstances and keep the weight factors up-to-date. Another critical point is that there can be used several measurement methods for the risk factors; however by arguing the choice for the measures there is no problem. A recommendation for further research for this model could be to determine the averages of a certain sector instead of averages on the whole market. When the model is applied for each specific sector there will be determined more specific required returns.

Another possibility for further research is to study the relations between and correlation of the different value drivers to conclude whether or not there have to be applied any corrections in the model. Moreover there is a possibility for further research about the determination of the required return on equity for family business transfers. At the end there is concluded that the model is applicable within the Netherlands, however when one wants to use the model in another country, one must take into account that the weight factors are different and there is a possibility that there are other value drivers involved.

Finally one must take into consideration that business valuation remains subjective, but the more reliable the forecasts and considerations, the less discussion there will be about the price. At the end it can be concluded that business valuation requires a good capacity to make a judgment about the position of the company.

Inhoudsopgave

Samenvatting	2
Summary	4
Inhoudsopgave	10
Lijst van figuren en tabellen	12
Voorwoord	13
1 Introductie	14
<i>1.1 Inleiding</i>	14
<i>1.2 Aanleiding</i>	15
<i>1.3 Probleem-, vraag- en doelstelling</i>	15
<i>1.4 Relevantie</i>	15
<i>1.5 Onderzoeksvragen</i>	16
<i>1.6 Onderzoeksopzet</i>	16
<i>1.7 Onderzoeksmethodologie</i>	17
2 Theoretisch kader	18
<i>2.1 Bedrijfsoverdrachten</i>	18
<i>2.2 Bedrijfswaardering</i>	19
<i>2.3 Rendementseis</i>	20
<i>2.4 Kostenvoet van eigen vermogen</i>	21
<i>2.5 Subconclusie</i>	21
3 Midden en Klein Bedrijven (MKB)	23
<i>3.1 MKB ondernemingen</i>	23
<i>3.2 ‘Small firm effect’</i>	23
<i>3.3 Kostenvoet eigen vermogen bij MKB ondernemingen</i>	24
<i>3.4 Subconclusie</i>	25
4 Value drivers	26
<i>4.1 Rol en betekenis value drivers</i>	26
<i>4.2 Small Firm Premie (SFP)</i>	26
<i>4.3 Risico specifieke ondernemingspremie (Rs)</i>	27
<i>4.4 Subconclusie</i>	30

5	Rendementseisen voor MKB bedrijven	31
5.1	<i>Waarderen in de praktijk</i>	<i>31</i>
5.2	<i>Bandbreedtes</i>	<i>32</i>
5.3	<i>Maatstaven rendementseis eigen vermogen.....</i>	<i>32</i>
5.4	<i>Kwantificering SFP en Rs.....</i>	<i>36</i>
5.5	<i>Subconclusie.....</i>	<i>37</i>
6	Conclusie	39
	Referenties	43
Bijlage 1	Vragenlijst interviews	48
Bijlage 2	Resultaten interviews	49
Bijlage 3	Reflectie	53

Lijst van figuren en tabellen

Figuur 1: Rendementsbepaling bij MKB ondernemingen.....	Pagina 3
Figuur 2: Determination requirement about the return on equity.....	Pagina 8
Figuur 3: Structuur rapport	Pagina 16
Figuur 4: Verschillende vormen bedrijfsoverdrachten.....	Pagina 18
Figuur 5: Relatie waarde onderneming en eigen vermogen.....	Pagina 20
Figuur 6: Opbouw rendementsbepaling bij MKB ondernemingen.....	Pagina 25
Figuur 7: Value drivers voor rendementsbepaling bij MKB ondernemingen.....	Pagina 30
Figuur 8: Rendementsbepaling MKB ondernemingen.....	Pagina 38
Figuur 9: Remndementsbepaling bij MKB ondernemingen.....	Pagina 41
Figuur 10: Normale verdeling value driver afhankelijkheid management.....	Pagina 52
Figuur 11: Normale verdeling value driver driver trackrecord.....	Pagina 52

Tabel 1: Kwantitatieve maatstaven voor value drivers.....	Pagina 3
Tabel 2: Quantitative measurements for the value drivers.....	Pagina 6
Tabel 3: Division of risk levels.....	Pagina 7
Tabel 4: Verschillende bedrijfsoverdrachten en consequenties	Pagina 19
Tabel 5: Verschillen MKB ondernemingen en grote ondernemingen.	Pagina 23
Tabel 6: Risico specifieke onderneming factoren.....	Pagina 27
Tabel 7: Rendementseis per premie.....	Pagina 32
Tabel 8: Rendementseis naar ondernemingseigenschap.....	Pagina 32
Tabel 9: Maatstaven Small Firm Premie.....	Pagina 34
Tabel 10: Maatstaven Risico specifieke ondernemingspremie.....	Pagina 35
Tabel 11: Model Small Firm Premie.....	Pagina 36
Tabel 12: Model Risico specifieke ondernemingspremie.....	Pagina 37
Tabel 13: Value driver per premie.....	Pagina 40
Tabel 14: Resultaten belang value drivers.....	Pagina 51

Voorwoord

Voor u ligt het rapport dat ter afsluiting van mijn studie Bedrijfswetenschappen aan de Universiteit Twente is geschreven. Tijdens mijn studie is mijn interesse in accountancy toegenomen. Daarom leek het mij interessant om mijn afstudeeropdracht te kunnen uitvoeren bij een accountantsorganisatie, om zo alvast enige accountancy ervaring te mogen opdoen en meer praktische zaken te mogen ervaren.

Ik kon bij BonsenReuling aan de slag voor mijn afstudeeropdracht. BonsenReuling is een accountantsorganisatie die gevestigd is in Eibergen, Lichtenvoorde en Deventer. BonsenReuling zocht iemand die een studie kon doen naar de totstandkoming van rendementseisen in de MKB sector en vroeg zich af hoe deze rendementseisen in de praktijk werken. Deze opdracht inspireerde mij omdat het ingaat op bedrijfswaardering en dit onderwerp mij erg aansprak tijdens de master Financial Management. Dit onderwerp bestaat namelijk uit verschillende bedrijfskundige aspecten: financieel management, marktanalyse, interne organisatie, maar ook strategie.

Er is een literatuurstudie uitgevoerd waarbij boeken, tijdschriften en internet zijn geraadpleegd. Daarnaast is er een praktische studie uitgevoerd om de praktijk te achterhalen, waarbij gebruik is gemaakt van interviews met waarderingsspecialisten, maar ook met ervaren ondernemers.

Tot slot wil ik een aantal mensen bedanken. Allereerst gaat mijn dank uit naar mijn begeleiding vanuit de Universiteit Twente, de heren G. Vergeer, S. Morssinkhof en H. Kroon. Ook vanuit de externe organisatie BonsenReuling heb ik de nodige begeleiding mogen ontvangen. Daarvoor gaat mijn dank uit naar de heren J. Officier en S. Klijn, die mij de mogelijkheid hebben geboden om deze interessante opdracht uit te voeren. Natuurlijk gaat mijn dank ook uit naar alle mensen die een bijdrage hebben geleverd aan dit onderzoek, waaronder alle respondenten van mijn interviews. Zonder hen was deze scriptie niet mogelijk geweest.

Ik heb wetenschappelijke maar ook praktische ervaring mogen opdoen met de dagelijkse activiteiten binnen deze accountantspraktijk en ik heb geleerd om mezelf meer in zaken te verdiepen. Na een zeer leerzame periode ligt hier uiteindelijk het resultaat in de vorm van een afstudeerscriptie.

Veel plezier met het lezen van deze masterthesis.

Evelien Kirchner,
Enschede, 11 juni 2009

In dit hoofdstuk wordt de opzet van het onderzoek besproken. Ten eerste komen het onderwerp, aanleiding en relevantie aan bod. Daarna worden de doel- en probleemstelling en de onderzoeksvragen geformuleerd. Tot slot wordt de onderzoeksmethodologie beschreven.

1.1 Inleiding

In de financiële literatuur wordt veel aandacht besteed aan bedrijfswaarderingen. Bedrijfswaardering gaat over het proces waarin de economische waarde van een onderneming wordt bepaald [KOL; 2005]. Deze waardering wordt gebruikt als uitgangspunt en ter onderbouwing van een vraag- en aanbodprijs van een onderneming. De waarde wordt berekend door de geschatte toekomstige kasstromen te kwantificeren en te disconteren met een relevante disconteringsvoet [SRA; 2002]. Door discontering wordt de huidige waarde van de geldstromen, die in de toekomst ontvangen worden, bepaald. Geld is vandaag immers meer waard dan morgen, vanwege risico's zoals inflatie. De disconteringsvoet, ook wel vermogenskostenvoet genoemd, is daarom een belangrijk onderdeel bij bedrijfswaarderingen. Deze kostenvoet bestaat uit de kostenvoet van het eigen vermogen en de kostenvoet van het vreemd vermogen; kosten voor het verkrijgen van vreemd en eigen vermogen [BRE; 2006].

De waarde van een onderneming wordt beïnvloed door verschillende factoren; deze worden value drivers genoemd [KOL; 2005]. Deze factoren zijn eigenschappen die een risico betekenen voor een onderneming doordat deze value drivers de waarde van een onderneming verhogen of verlagen. Een bedrijfsoverdracht is risicovol, aangezien men niet weet hoe de over te nemen partij in de toekomst zal gaan presteren. Bovendien moet worden opgemerkt dat er verschillen zijn in bedrijfswaardering van verschillende ondernemingen. Zo beschikken beursgenoteerde ondernemingen over een prijsindicatie van de marktprijs door de aanwezigheid van een aandelenkoers, maar niet-beursgenoteerde ondernemingen hebben deze indicatie niet waardoor de bedrijfswaardering complexer is. Een ander voorbeeld is de dat de verkoop aan een familielid in een lagere prijs kan resulteren, dan een verkoop aan derden [SRA; 2002]. Vanwege deze verschillen is een onderzoekskader van essentieel belang

Dit onderzoek zal zich richten op bedrijfsoverdrachten van MKB ondernemingen aan derden, niet zijnde familieleden. In Nederland behoort een onderneming tot de MKB sector wanneer er minder dan 250 werknemers werkzaam zijn en de omzet maximaal € 50 miljoen bedraagt [EUR; 2003]. Dit is een zeer ruim begrip, waardoor er verschillende definities binnen verschillende bedrijven worden gehanteerd. Waar wel overeenstemming over bestaat, is dat binnen de MKB andere risico's aanwezig zijn dan bij grote ondernemingen. Dit heeft gevolgen voor de waarderingstechniek binnen de MKB sector en verschilt essentieel met die van grote ondernemingen. Hierdoor wordt de verkoopprijs anders bepaald en komen ook de rendementseisen anders tot stand. De vraag is dus hoe wordt de verkoopprijs bepaald en wat voor rendementseisen heeft een koper? Wat zijn de belangrijkste factoren die de rendementseis beïnvloeden en hoe praktisch hanteerbaar zijn zij?

In dit rapport is een literatuurstudie en een praktijkstudie gedaan. Het eerste deel van de literatuurstudie gaat over de value drivers bij bedrijfsoverdrachten die belangrijk zijn bij MKB ondernemingen. Het tweede deel van de literatuurstudie gaat over de manier waarop deze value drivers gemeten kunnen worden (maatstaven). Tijdens het praktijkonderzoek worden de gewichten gekwantificeerd die aan de verschillende value drivers worden toegekend. Hiermee kan een rendementseis op het eigen vermogen van een onderneming bepaald worden. Wanneer rendementseisen beter bepaald kunnen worden, kunnen waarderingsspecialisten beter een prijs bepalen die kopers bereid zijn om te betalen voor de ondernemer. Zo kan de verkoper beter op deze eisen van de koper ingaan en kan men effectiever en efficiënter te werk kan gaan.

1.2 Aanleiding

De aanleiding voor dit onderwerp is het toenemende aanbod van bedrijven. Een van de oorzaken voor deze toename is dat veel MKB eigenaren tot de 'babyboom generatie' behoren. Deze generatie is nu tussen de 55 en 65 jaar oud en zal de pensioengerechtigde leeftijd behalen, waardoor zij de onderneming zullen verkopen.

Tot slot is BonsenReuling geïnteresseerd in een kwantitatief en objectief model ter berekening van de rendementseis op eigen vermogen. BonsenReuling is een accountantspraktijk gevestigd in Eibergen, Lichtenvoorde en Deventer. Zij adviseren MKB ondernemingen over verschillende onderwerpen, zoals bijvoorbeeld belastingen, jaarverslagen en bedrijfsoverdrachten. Vanwege deze advisering omtrent bedrijfsoverdrachten, zijn zij geïnteresseerd in de totstandkoming van de rendementseis in de praktijk. Deze interesse is ontstaan doordat er in deze meer complexe wereld tegenwoordig behoefte is aan onderbouwde variabelen. Welke variabelen zijn van belang en hoe kunnen deze verwerkt worden in een model? Hoe kan BonsenReuling nog effectiever en efficiënter te werk gaan? Bovendien heeft BonsenReuling onlangs een Corporate Finance afdeling opgericht, vanwege het groeiende aantal bedrijfsoverdrachten. Deze nieuwe afdeling is nieuwe Corporate Finance informatie aan het verzamelen, omdat bedrijfswaardering en bedrijfsoverdrachten een specialistisch karakter heeft en niet tot de oorspronkelijke kernactiviteiten van BonsenReuling behoort. BonsenReuling heeft mij benaderd om een onderzoek uit te voeren naar de bepaling van rendementseisen bij MKB ondernemingen zodat zij cliënten in de toekomst beter kunnen adviseren.

1.3 Probleem-, vraag- en doelstelling

De markt is aan het veranderen, de economie is aan het veranderen, bedrijven zijn aan het veranderen, de bevolking is aan het veranderen, strategieën veranderen; alles verandert. Het probleem dat in dit onderzoek aan de orde komt, is de behoefte aan informatie over waardebepalende factoren voor rendementseisen. In de literatuur zijn er een aantal modellen te vinden voor het bepalen van de rendementseis op eigen vermogen bij beursgenoteerde ondernemingen. Er is weinig bekend over het bepalen van deze rendementseis op eigen vermogen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen in de praktijk. De vraagstelling van dit onderzoek is daarom:

Hoe kwantificeert men de relevante factoren voor de bepaling van de rendementseis voor MKB ondernemingen?

De doelstelling van dit onderzoek is dan ook het ontwikkelen van een model dat de rendementseis op het eigen vermogen voor MKB ondernemingen kan bepalen.

1.4 Relevantie

Maatschappelijk is dit onderwerp relevant, omdat er elk jaar in Nederland ongeveer €15 miljard wordt besteed aan bedrijfsoverdrachten [NIV; 2007]. Bovendien zal dit onderzoek een beter investeringsklimaat stimuleren omdat meer informatie over rendementseisen kan helpen om onderhandelingsprocessen te optimaliseren. Ook zullen de 'ouderwordende eigenaren' binnen de MKB sector geïnteresseerd zijn naar de resultaten. Anders dan deze, is relevantie te vinden bij de uitvoering van bedrijfsoverdrachten door valuators, overnamespecialisten en MKB eigenaren. Dit onderzoek zal een handreiking zijn voor de waarderingspraktijk. De theorie zal onderzocht en gewogen worden in de praktijk.

Wetenschappelijk gezien is dit onderzoek relevant omdat tijdens het vooronderzoek bleek dat er veel literatuur bestaat over het bepalen van de kostenvoet van het eigen vermogen voor beursgenoteerde ondernemingen, echter weinig literatuur over het bepalen van deze kostenvoet voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Door het gebrek van deze informatie is het tot nu toe onmogelijk om rendementseisen te kwantificeren. Daarom zal dit onderzoek voor nieuwe relevante informatie zorgen.

1.5 Onderzoeksvragen

De hoofdonderzoeksvraag is als volgt geformuleerd:

Uit welke specifieke factoren bestaat het rendementseisenpakket voor MKB sectoren?

Deze onderzoeksvraag is onderverdeeld in de volgende deelvragen:

1. Wat is de relatie tussen bedrijfswaardering en rendementseisen?

Deze vraag heeft tot doel het begrip bedrijfswaardering te verklaren en te definiëren op basis van de literatuur. Er zal een literatuurstudie worden uitgevoerd naar bedrijfswaardering, waarin een theoretisch raamwerk geschetst wordt omtrent de relatie tussen bedrijfswaardering en rendementseisen. De beantwoording van deze onderzoeksvraag vindt plaats in hoofdstuk twee.

2. Wat maakt bedrijfswaardering bij MKB ondernemingen specifiek?

De focus ligt hier op de verschillen tussen MKB ondernemingen en grote ondernemingen. De vraag heeft tot doel de MKB sector nader te onderzoeken en belangrijke eigenschappen in kaart te brengen die de waardering en de complexiteit van een MKB onderneming beïnvloeden. Hiermee wordt de relevantie van een specifiek model voor het berekenen van de rendementeis op eigen vermogen voor MKB ondernemingen benadrukt. Het antwoord op deze vraag is te vinden in hoofdstuk drie.

3. Welke value drivers beïnvloeden de prijs bij een koop/verkoop van een onderneming?

Deze vraag beoogt te achterhalen welke factoren belangrijk zijn voor het model rendementsbepaling binnen MKB ondernemingen. Er wordt onderzoek gedaan naar geschikte variabelen voor de toepassing van het model. Deze uitkomst is input voor het uiteindelijke model. Door middel van theorieën worden bepalende factoren voor de rendementeis onderzocht. Deze vraag wordt beantwoord in hoofdstuk vier.

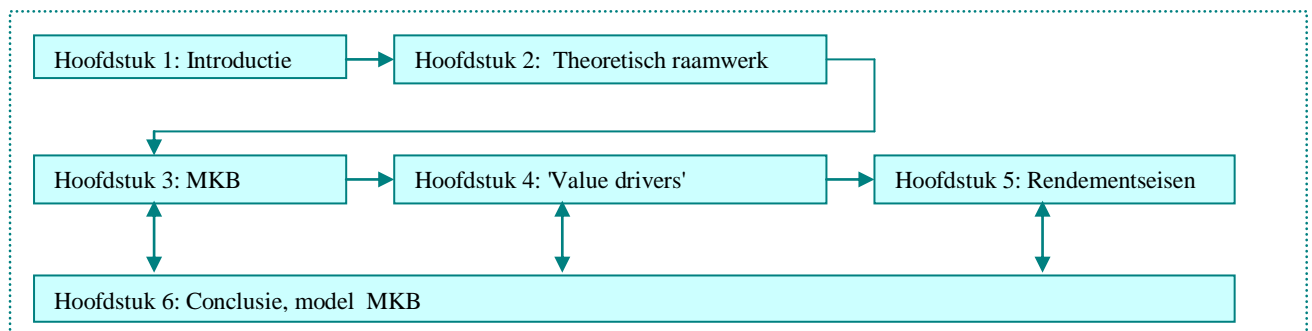
4. Wat voor rendementseisen hanteert men bij MKB ondernemingen in de praktijk?

De vraag heeft tot doel inzicht te verkrijgen in de bepaling van de rendementseisen op eigen vermogen in de praktijk. Verschillen tussen theorieën en praktijk komen aan bod. Door middel van interviews met waarderingsspecialisten wordt getracht de praktische kant te verduidelijken. Zo wordt er gezocht naar gehanteerde standaarden, gemiddelden en technieken in de markt. De resultaten uit het theoretische onderzoek worden in de praktijk getoetst, door de relevantie van de verschillende factoren te bepalen en te kwantificeren. De beantwoording van deze onderzoeksvraag vindt plaats in hoofdstuk vijf.

In de conclusie zal ter beantwoording van de hoofdonderzoeksvraag een model ontwikkeld worden waarmee de rendementeis op het eigen vermogen kan worden berekend voor MKB ondernemingen. In dit model worden de onderbouwde variabelen uitgewerkt en gekwantificeerd.

1.6 Onderzoekopzet

De structuur van dit rapport ziet er als volgt uit:



Figuur 3: structuur rapport

1.7 Onderzoeksmethodologie

Dit onderzoek is een wetenschappelijk onderzoek waarin empirische feiten en theorieën worden onderzocht. Op basis van specifieke waarnemingen tijdens de interviews wordt geprobeerd een algemeen model te ontwikkelen; dit is daarom een inductief onderzoek. Omdat er beperkte informatie over dit onderwerp aanwezig is, heeft dit onderzoek een exploratieve benadering waarin kwantitatieve en kwalitatieve data wordt verzameld.

Er is gekozen om interviews uit te voeren met waarderingsspecialisten om meer inzicht in de praktijk te verkrijgen. Uit vooronderzoek bleek namelijk dat praktijk en theorie erg kunnen verschillen. Deze waarderingsspecialisten kunnen met hun kennis en ervaring meer informatie geven over hoe een rendementseis in de praktijk tot stand komt. Het betreft hier een onderzoek waarbij eenmalig personen achteraf (one-post) worden geïnterviewd over hun ervaringen met bedrijfsoverdrachten.

De onderzoekseenheden zijn personen/ondernemingen die rendementseisen inhoud geven en kwantificeren (specifieke overnamemakelaars, Registervaluators en Registeraccountants). Hierbij zijn twee groepen te onderscheiden. Er zijn waarderingsspecialisten geïnterviewd die ondernemingen begeleiden met een bedrijfsoverdracht. Daarnaast zijn er ondernemers geïnterviewd die een bedrijf gekocht hebben. De keuze voor deze twee groepen is gedaan omdat beide groepen verschillende perspectieven hebben en verschillende ervaringen kunnen hebben. De waarderingsspecialisten zijn random gekozen uit de populatie 'overname makelaars en adviseurs voor MKB ondernemingen' via de brancheverenigingen BOBB en DCFA. De ondernemers zijn benaderd via de geïnterviewde waarderingsspecialisten.

Er zijn in totaal 163 waarderingsspecialisten en ondernemers telefonisch benaderd met de vraag of zij mee wilden werken aan een face-to-face interview. Er hebben uiteindelijk 29 waarderingsspecialisten en 11 ondernemers meegewerkt aan het interview (totaal aantal respondenten is daarom 40). De bedrijven waar deze 29 waarderingsspecialisten voor werken hebben in totaal 1450 bedrijfsoverdrachten begeleid. Omdat in 2007 er in totaal 15.000 bedrijfsoverdrachten hebben plaatsgevonden zijn de resultaten van dit onderzoek gebaseerd op (1450/15.000) bijna 10% van de totale bedrijfsoverdrachten-markt. Hiermee kan het onderzoek betrouwbaar en representatief bevonden worden.

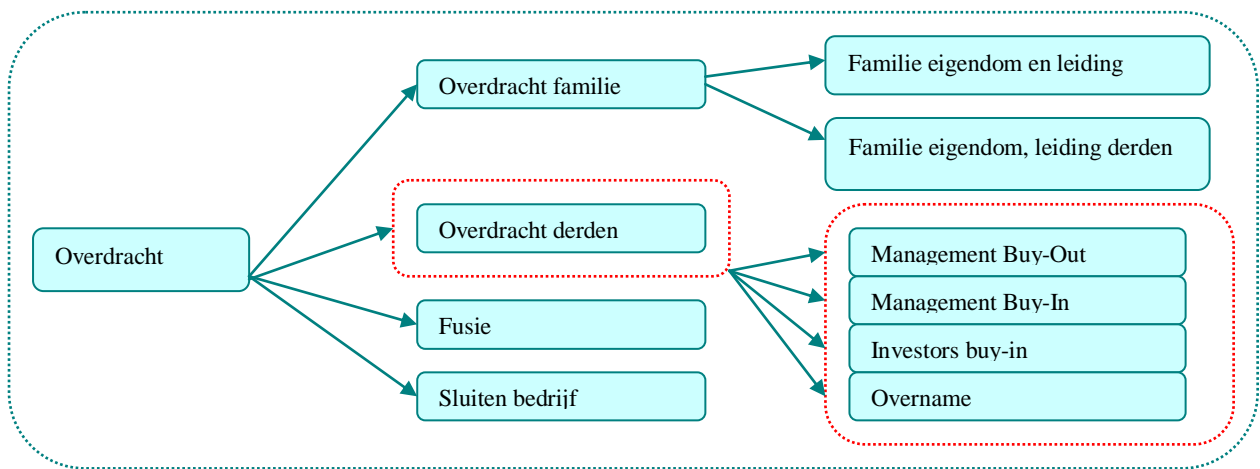
De face-to-face interviews zijn uitgevoerd om meer inzicht te krijgen in bedrijfsoverdrachten en waarderingen in de praktijk. Daarnaast heb ik tijdens de interviews geprobeerd de value drivers te kwantificeren door na te gaan hoe belangrijk elke factor is. De interviews zijn daarom in twee delen te onderscheiden; bedrijfswaardering in de praktijk en de kwantificering van de value drivers. Het eerste deel was ter inleiding en ter verschaffing van praktische informatie over bedrijfsoverdrachten. De vragenlijst van deze interviews is te vinden in bijlage 1. Het tweede deel van de interviews bestond uit het voorleggen van een lijst met de vastgestelde value drivers uit hoofdstuk 4. De respondenten konden aangeven hoe belangrijk zij elke factor vonden, door ze een cijfer te geven tussen de 0 en 10 en door hun keuze te beargumenteren. De resultaten en de betrouwbaarheid van dit onderzoek zijn weergegeven in bijlage 2.

Gebleken is dat de resultaten betrouwbaar zijn; de resultaten berusten zich namelijk op circa 10% van de totale bedrijfsoverdrachten-markt en op een random gekozen steekproef uit de overnamemarkt. Daarnaast kan dit onderzoek op elk willekeurig tijdstip en op elke willekeurige locatie opnieuw worden uitgevoerd door de lijst met value drivers opnieuw aan respondenten voor te leggen. Ook kunnen de aangegeven vragen gesteld worden om te kijken of er in de toekomst andere patronen of andere belangrijke conclusies zijn te ontdekken.

In dit hoofdstuk worden theorieën over bedrijfswaardering beschreven. De begrippen bedrijfswaardering en rendementseisen worden op basis van een wetenschappelijke literatuur studie gedefinieerd en toegelicht. Tot slot zal een antwoord worden gegeven op deelvraag 1: wat is de relatie tussen bedrijfswaardering en rendementseisen?

2.1 Bedrijfsoverdrachten

In 2007 vonden er circa 15.000 bedrijfsoverdrachten plaats in Nederland. Financiële managers verwachten in 2010 circa 18.000 bedrijfsoverdrachten [NIV; 2007]. Een bedrijfsoverdracht wordt gezien als een verzamelterm voor het overdragen van een bedrijf. Wanneer een onderneming verkocht wordt of wanneer men een onderneming koopt wordt dit een bedrijfsoverdracht genoemd. Er zijn verschillende soorten bedrijfsoverdrachten; zie figuur 4.



Figuur 4: verschillende type bedrijfsoverdrachten [NIV; 2007]

Overdrachten binnen de familie

Uit cijfers blijkt circa 40% van alle bedrijfsoverdrachten een familieoverdracht betreft [NIV; 2007]. Bij een familieoverdracht kan men de leiding en/of eigendom overdragen aan een familielid. Tegenwoordig zijn deze familieoverdrachten lastiger geworden vanwege veranderende gewoonten en complexe onderhandelingen [BOO; 1995].

Overdracht aan derden

Uit cijfers blijkt circa 25% van alle bedrijfsoverdracht een overdracht aan derden betreft [NIV; 2007]. Er zijn vier verschillende bedrijfsoverdrachten aan derden te onderscheiden; Management Buy-Out, Management Buy-In, Investors Buy-In en een overname. Een Management Buy-Out is een overdracht waarbij de eigendom en leiding wordt overdragen aan een medewerker van de onderneming [NIV; 2007]. Een Management Buy-In is een overdracht van eigendom en leiding aan een persoon buiten de organisatie [NIV; 2007]. Een Investors Buy-In is een uitgifte van aandelen waarbij de investeerder invloed heeft op beslissingen [NIV; 2007]. Een overname daarentegen is een overdracht waarbij het eigendom wordt overgenomen, maar de leiding in handen blijft van de huidige managers [NIV; 2007]. Bij een overname zijn de ondernemingsactiviteiten van belang en bij Management-Buy-In is het rendement van belang.

Fusie

Uit cijfers blijkt circa 10% van alle bedrijfsoverdrachten bestaan uit een samenwerkingsverband met derden; een fusie [NIV; 2007]. Meestal hebben de fuserende partijen een vergelijkbare omvang. Redenen voor fusies zijn synergievoordelen of kostenvoordelen wanneer beide partijen 'samenwerken'.

Sluiten bedrijf

Ook al lijkt sluiting geen bedrijfsoverdracht, het is wel de laatste optie die overblijft wanneer een onderneming niet verkoopbaar blijkt te zijn. Uit cijfers blijkt dat circa 25% van alle bedrijfsoverdrachten resulteren in het sluiten van het bedrijf; een liquidatie [NIV; 2007]. Vaak zijn dit ondernemingen die zeer ongunstig zijn en/of slecht te verkopen zijn.

Elke soort bedrijfsoverdracht heeft zijn eigen type koper; een persoonlijke koper (familie, manager), een financiële koper (participatiemaatschappij) en/of een strategische koper (concurrent) [SRA; 2002]. Dit onderscheid in type koper is belangrijk omdat deze kopers verschillende eigenschappen, belangen, doelen en motivaties hebben welke van invloed zijn op de prijs en de waardering van een onderneming. Zo zal de persoonlijke koper emoties en prijs ongerelateerde aspecten belangrijk vinden. De financiële koper vindt alleen het aangeboden rendement op een investering belangrijk. Zij zullen doorgaans niet de dagelijkse gang van zaken in de onderneming gaan leiden, echter hebben wel invloed op beslissingen door de bestuursfunctie. Strategische kopers daarentegen zijn kopers die overtuigd zijn dat er extra waarde aanwezig is door aanwezige synergievoordelen [SRA; 2002]. Hierbij kan men denken aan concurrenten en leveranciers. Wanneer de koop van de onderneming extra waarde (synergievoordelen) oplevert, zal deze koper meer geïnteresseerd zijn en zal men een hogere prijs willen betalen. Overige verschillen tussen de typen kopers zijn weergegeven in tabel 4.

	Persoonlijke koper (familie, MBI)	Financiële koper (IBI, MBO)	Strategische koper (fusie en overname)
Koper	Klein	Middelgroot	Middelgroot tot groot
Aanleiding tot koop	Onderneming blijft in familie	Gespreide vermogenspositie	Versterking strategische positie
Betalingstermijn	Laat	Normaal	Snel
Verkoopprijs	Laag	Normaal	Hoog
Behouden van identiteit	Groot	Minder groot	Klein

Tabel 4: kenmerken type kopers en bedrijfsoverdrachten [SRA; 2002]

Aan de hand van de arceringen in figuur 4 is te zien dat dit onderzoek zich richt op bedrijfsoverdrachten aan derden. De reden hiervoor is dat het tot nu toe onbekend is hoe de prijs bij een MKB bedrijfsoverdracht aan derden berekend kan worden. Kleine ondernemingen blijken complexer te zijn en wanneer de overdracht aan een derde plaatsvindt, spelen onvoorspelbare emotionele aspecten bijna geen rol. Een andere reden voor de keuze is dat de liquidatiewaarde en de fusiewaarde eenvoudig te berekenen zijn en reeds bekend zijn. Tot slot blijkt uit vooronderzoek dat het bepalen van een rendementseis bij familieoverdrachten per situatie zeer verschilt en hierdoor het ontwikkelen van een algemeen model complex, tijdrovend of zelfs onmogelijk zal zijn. Daarom is het aan te raden om eerst een basismodel te ontwikkelen, welke eventueel later gebruikt kan worden als basis voor de rendementseisbepaling bij meer complexere familieoverdrachten.

Een bedrijfsoverdracht bestaat uit verschillende stappen; het schrijven van een ondernemersplan, het verkoopklaar maken, het opstellen van een informatiememorandum, een zoekproces, onderhandelingen, due diligence, bedrijfswaardering van de fiscale en juridische afwikkeling, financiering en de overdracht [SRA; 2002]. In dit onderzoek wordt aandacht besteed aan de bedrijfswaardering; dit is namelijk een belangrijk stap bij bedrijfsoverdrachten.

2.2 Bedrijfswaardering

Een bedrijfswaardering wordt gebruikt als uitgangspunt en ter onderbouwing van een vraag- en aanbodprijs. De waarde van een bedrijf voor de koper wordt berekend door de toekomstige kasstromen contant te maken naar de huidige waarde met een disconteringsvoet, de WACC [KOL; 2005]. Tijdens het waarderen worden toekomstige kasstromen, kapitaalkosten en de 'continue waarde' geschat, en worden er prognoses gemaakt [TUL; 1994]. Geconcludeerd kan worden dat bedrijfswaardering een complexe economische calculatie is.

Daarnaast is een bedrijfswaardering van nature subjectief; de uitkomst wordt bepaald door uitgangspunten en factoren die in de waardering worden meegenomen. Daarnaast kan iedereen tot andere toekomstige kasstromen en waardes komen; het is maar net hoe men de bepaling beargumenteert. Dit komt door een verschil in waardeperceptie tussen koper en verkoper.

Er zijn veel verschillende waarderingmethoden ontwikkeld zoals de intrinsieke waarde, de rentabiliteitsmethode, de market comparable methode en de Discounted Cash Flow methode. Het verschilt per situatie en bedrijf welke waarde het meest geschikt is. In dit onderzoek komt alleen de Discounted Cash Flow Methode aan bod, omdat deze volgens de theorie het meest geschikt is. Volgens deze methode wordt de waarde berekend door de toekomstige kasstromen te delen door de gemiddelde vermogenskostenvoet (WACC); het gemiddelde van de kosten voor het vreemd en voor het eigen vermogen.

2.3 Rendementseis

Een rendementseis is het percentage rendement dat een koper wil ontvangen voor een investering in een onderneming [GEU; 1997]. Hoe hoger het risico van een investering, hoe hoger het geëiste rendement. Een voorbeeld van een rendementseis is het minimale rendement dat een koper bij een alternatieve investering kan ontvangen [BRE; 2006]. Factoren die invloed hebben op deze rendementseisen zijn alternatieve beleggingsmogelijkheden, het verwachte inflatiepercentage en de verhandelbaarheid van aandelen van een onderneming. Omdat deze factoren invloed hebben op de rendementseis en de waarde van dit rendement kunnen verhogen of verlagen, worden zij value drivers genoemd. Deze value drivers worden verder toegelicht in hoofdstuk vier. De rendementseisen hebben invloed op de uiteindelijke verkoopprijs. Als een koper een rendement eist van 20%, zal de waarde van een onderneming lager liggen, dan wanneer de koper slechts 10% eist. Een onderneming moet immers meer betalen voor het eigen vermogen.

De waarde van de onderneming kan volgens figuur 5 als volgt berekend worden:

*** Ondernemingswaarde = Toekomstige kasstromen / WACC (vermogenskostenvoet)**

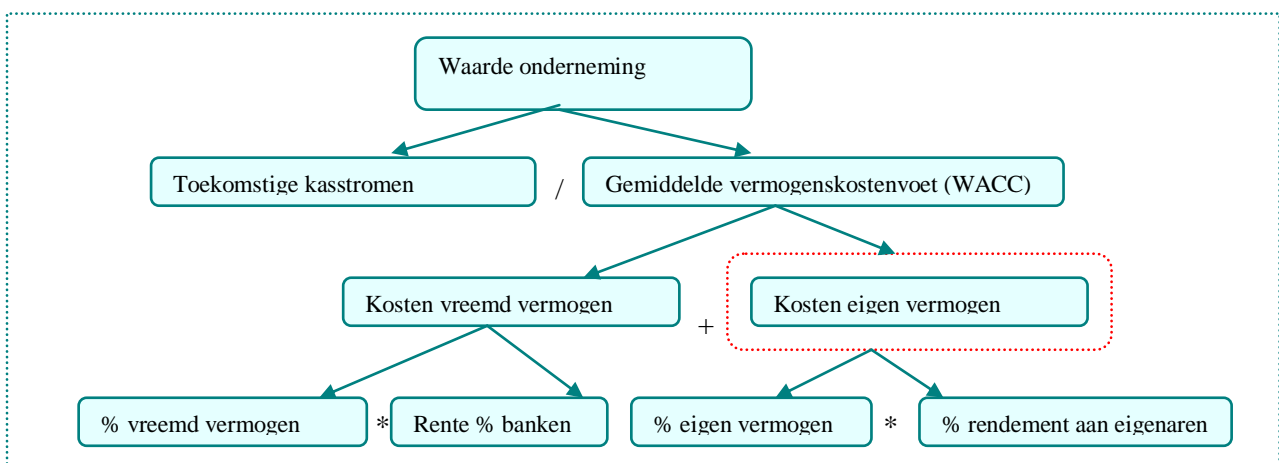
*** WACC = $rd * D/V + re * E/V$**

Rd = kostenvoet vreemd vermogen

D/V = vreemd vermogen / totaal vermogen

Re = kostenvoet eigen vermogen

E/V = eigen vermogen / totaal vermogen



Figuur 5: Relatie waarde onderneming en eigen vermogen [BRE; 2006]

Ter verduidelijking van de relatie tussen rendementseis en bedrijfswaardering is hieronder een voorbeeld uitgewerkt (voorbeeld 1).

Voorbeeld 1:

- Wanneer een koper een rendementseis heeft van 20% is de prijs ($100\% / 20\% = 5$) vijf keer de kasstromen.
- Wanneer een koper een rendementseis heeft van 10% is de prijs ($100\% / 10\% = 10$) tien keer de kasstromen
- Relatie: wanneer de rendementseis hoger is, is de waarde lager

Een koper die een hogere rendementseis heeft, biedt daarom uiteindelijk een lagere prijs. Bovendien wordt een lagere verkoopprijs sneller terugverdiend door de koper; een kortere 'payback time'.

Zoals in figuur 5 is weergegeven, is de rendementseis een onderdeel van de WACC. Omdat is geconcludeerd dat de WACC een belangrijk onderdeel is in de berekening van de waarde van een onderneming, kan ook worden geconcludeerd dat er een sterke relatie is tussen de rendementseis en de ondernemingswaarde. Wanneer de WACC laag is, is de ondernemingswaarde hoog; de noemer is immers kleiner.

2.4 Kostenvoet van eigen vermogen

Zoals in figuur 5 was te zien, bestaan vermogenskosten (WACC) uit eigen vermogen en vreemd vermogen. Eigen vermogen wordt verschaft door eigenaren en investeerders, terwijl vreemd vermogen door overige kapitaalverschaffers wordt verschaft, zoals bijvoorbeeld banken. Een onderneming betaalt rendement en dividend voor eigen vermogen aan aandeelhouders en eigenaren en rente aan banken voor vreemd vermogen [LEA; 2005]. Een ander verschil is dat vreemd vermogen onder andere voorwaarden ter beschikking gesteld wordt en eigen vermogen risicovoller is [JAN; 1999]. Zo kunnen banken aanspraak maken op de rente terwijl eigen vermogen verschaffers dit niet kunnen. De rendementseisen die een onderneming betaalt voor eigen vermogen zijn daarom hoger dan de kosten voor vreemd vermogen, eigen vermogen is immers risicovoller [SLO; 1996]. Ook de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen speelt een belangrijke rol bij de berekening van de WACC. Ondernemingen zijn nooit volledig gefinancierd met vreemd vermogen, omdat banken een bepaalde solvabiliteit eisen. Om de maximale waarde van een onderneming te verkrijgen, moet daarom de optimale vermogensstructuur (de laagste WACC) berekend worden [BRE; 2006].

Door middel van de arcering die in figuur 5 is weergegeven, is te zien dat dit onderzoek zich richt op de totstandkoming van deze kostenvoet eigen vermogen. De kosten voor vreemd vermogen (rente) worden bepaald en vastgesteld door de bank, echter de totstandkoming van de kosten voor eigen vermogen is complexer. In de literatuur zijn vier modellen genoemd waarmee de kostenvoet van het eigen vermogen van beursgenoteerde ondernemingen kunnen worden bepaald; het Capital Asset Pricing model, het marktmodel, het Arbitrage Pricing Model en het dividend groei model. Echter deze modellen blijken niet bruikbaar te zijn voor MKB ondernemingen, omdat er voor MKB ondernemingen geen goede bèta of aandeelkoers beschikbaar is, er geen sprake is van een markt(portfolio) en specifieke risico's niet worden gecompenseerd.

2.5 Subconclusie

Ter afsluiting van dit hoofdstuk worden in deze paragraaf kort de belangrijkste punten samengevat en wordt deelvraag 1 beantwoord: *wat is de relatie tussen bedrijfswaardering en rendementseisen?*

Dit onderzoek richt zich op bedrijfsoverdrachten aan derden waarbij aandacht wordt besteed aan bedrijfswaarderingen. Een bedrijfswaardering is een complexe economische berekening die bestaat uit het schatten van toekomstige kasstromen, het schatten van de continue waarde en het analyseren van deze resultaten.

Een rendementseis is het percentage rendement dat een koper wil behalen op de investering. Deze rendementseis is hoger wanneer de onderneming meer risico loopt. Er kan geconcludeerd worden dat rendementseisen invloed hebben op de prijs; hoe hoger de rendementseis, hoe lager de prijs.

Daarom kan geconcludeerd worden dat er een sterke relatie is tussen bedrijfswaardering en rendementseisen; hoe hoger de rendementseis, hoe lager de waarde.

Om de rendementseis op eigen vermogen voor beursgenoteerde ondernemingen te bepalen zijn er in de literatuur reeds een aantal modellen ontwikkeld. Echter deze modellen zijn niet bruikbaar voor MKB ondernemingen vanwege het ontbreken van bèta, aandelenkoersen en compensatie voor verschillende risico's. Daarom wordt in dit onderzoek aandacht besteed aan de ontwikkeling van een model ter berekening van de rendementseis eigen vermogen voor een MKB onderneming.

3 Midden en Klein Bedrijven (MKB)

In dit hoofdstuk komen de verschillen tussen MKB bedrijven en grote ondernemingen aan bod zodat duidelijk wordt dat waarden binnen het MKB complex is. Uiteindelijk zal er een antwoord worden gegeven op deelvraag 2: Wat maakt bedrijfswaardering bij MKB ondernemingen specifiek? Hierdoor wordt duidelijk waarom het relevant is om een specifiek model te ontwikkelen voor het bepalen van rendementseisen voor MKB ondernemingen.

3.1 MKB ondernemingen

MKB ondernemingen zijn ondernemingen met maximaal 249 werknemers, maximaal €49 miljoen omzet en een jaarlijks balanstotaal van maximaal €42 miljoen [MKB; 2008]. Ongeveer 99% van alle ondernemingen in Nederland behoren tot de MKB sector [EUR; 2003]. In 2007 waren er in Nederland in totaal 750.000 MKB ondernemingen en werkten er ongeveer 4.4 miljoen werknemers binnen deze sector [MKB; 2008]. Binnen het MKB wordt er een onderverdeling gemaakt in micro, kleine en middelgrote ondernemingen. Ondernemingen met maximaal 9 personeelsleden behoren tot de micro-ondernemingen, ondernemingen met minimaal 10 en maximaal 49 werknemers behoren tot de kleine ondernemingen en ondernemingen met minimaal 50 en maximaal 249 werknemers behoren tot de middelgrote ondernemingen [MKB; 2008]. MKB is een ruim begrip, daarom is er besloten om dit onderzoek te richten op ondernemingen met minimaal 50 tot maximaal 249 werknemers (middelgrote ondernemingen) vanwege de grote belangstelling hiernaar en de interessante conclusies die hieruit kunnen voortvloeien.

Er zijn essentiële verschillen tussen grote en kleine ondernemingen, waardoor men verschillende risico's loopt bij het kopen van een MKB onderneming. Deze worden toegelicht in paragraaf 3.2.

3.2 'Small firm effect'

Naast verschillende definities zijn er vele verschillen tussen MKB ondernemingen en grote ondernemingen. Deze zijn weergegeven in onderstaande tabel.

Eigenschap	MKB	Grote onderneming
Financieel		
Jaarlijkse omzet [ANG; 2007]	< € 50 miljoen	> € 50 miljoen
Netto resultaat [ANG; 2007]	< € 10 miljoen	> € 10 miljoen
Vermogenskosten [PRA; 1998]	Meer eigen vermogen	Meer vreemd vermogen
Toekomst [KEI; 2005]	Korte termijn zicht (5 jaar)	Lange termijn zicht (10 jaar)
Verkrijgen hoge lening [PRA; 1998]	Niet makkelijk, garanties	Makkelijker
Transactiekosten [SLO; 1996]	Hoog	Laag
Interne omgeving		
Personeelsleden [PRA; 1998]	< 50	> 50
Scheiding eigendom en management [BAS; 2006]	Niet	Wel
Productdifferentiatie (aantal producten) [ANG; 2007]	Weinig	Veel
Specifieke afdelingen (ICT, HRM etc.) [ANG; 2007]	Weinig	Veel
Aandelen	Beperkt verhandelbaar	vrij verhandelbaar op beurs
Management	Zeer belangrijk, soms onvervangbaar	Vervangbaar
Externe omgeving		
Informatie over de organisatie op de markt [CAR; 2000]	Weinig	Veel
Marktpositie	Klein	Groot
Concurrentie/bedreiging van nieuwe toetreders	Groot, lage toetredingsbarrières	Laag, hoge toetredingsbarrières
Afhankelijkheid van omgeving [BAS; 2006]	Groot	Klein
Gevoeligheid voor marktveranderingen [SLO; 1996]	Zeer gevoelig	Gevoelig
Aandeelhouder [PRA; 1998]	Investeert in een onderneming	Investeert in een portfolio
Vergelijkbaarheid met anderen [TUL; 1994]	Slecht	Goed
Transactie duur bij overdracht [CAR; 2000]	Lang	Kort
Aantal liquidaties en faillissementen op markt [KEI; 2005]	Relatief veel	Relatief weinig

Tabel 5: Verschillen tussen MKB en grote ondernemingen

Deze eigenschappen hebben invloed op de risico's bij een MKB onderneming. Deze risico's zorgen ervoor dat de investeerder een hogere rendementseis heeft dan een investeerder van een grote onderneming die minder risico's loopt. Dit verschijnsel staat in de literatuur beter bekend als het 'small firm-effect'. De belangrijkste oorzaken voor dit small effect zijn illiquiditeit, afhankelijkheid van het management, beperkte diversificatie, marktpositie en toetredingsbarrières. Deze worden in het volgende hoofdstuk verder toegelicht.

3.3 Kostenvoet eigen vermogen bij MKB ondernemingen

Door de verschillen tussen grote ondernemingen en MKB ondernemingen zijn verschillende waarderingmodellen niet toepasbaar op MKB ondernemingen. Dit vanwege het gebrek aan informatie over MKB ondernemingen omtrent de bèta (gevoeligheidsindicator voor ondernemingen op de beurs) en lange termijn inzicht van ondernemingen. Hierdoor zijn de meeste modellen niet bruikbaar omdat deze informatie vereist is. Ook moeten andere eigenschappen en risico's mee worden genomen in de waardeanalyse.

Als men toch een model wil gebruiken, kan het CAPM model worden aangepast aan het small firm-effect. Dit model gaat ervan uit dat risico van een investeerder gedeeltelijk weg gediversifieerd kan worden door te beleggen in een portfolio met meerdere aandelen [SLO; 1996]. Volgens het CAPM model kan men de kostenvoet voor eigen vermogen als volgt berekenen:

$$* E(r) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

$E(r)$ = verwacht geëist rendement

R_f = rendement op een risicovrije investering (inflatieverwachtingen en verwachte reële rente)

β = bèta (gevoeligheid van de onderneming voor veranderingen in de markt)

$[E(R_m) - R_f]$ = marktrisicopremie (prijs voor risico bij investering in een niet risicovrije investering)

Dit CAPM model kan aangepast worden aan het small firm-effect door een bèta van een vergelijkbare beursgenoteerde onderneming te hanteren [SLO; 1996]. Echter uit vooronderzoek blijkt dat er niet altijd een goede vergelijkbare beursgenoteerde onderneming te identificeren is of dat dit moeilijk is. Elke onderneming is namelijk anders en daarom zijn ondernemingen niet goed vergelijkbaar.

Een andere mogelijkheid is om het CAPM model aan te passen aan het small firm-effect, door de risico's die men loopt bij MKB ondernemingen te compenseren door de rendementseis te verhogen met een '**small firm premie**'; een premie ter compensatie voor het investeren in een MKB onderneming [SLO; 1996]. Tevens kan de rendementseis worden verhoogd met een premie voor het investeren in een specifieke onderneming (**Risico specifieke ondernemingpremie**) die specifieke risico's heeft. Hiermee kan geconcludeerd worden dat de rendementseis als volgt berekend kan worden:

$$* R_e = R_f + R_m + SFP + R_s$$

R_e = Rendement eigen vermogen

R_f = Risicovrij rendement (staatsobligatie)

R_m = Marktrisico rendement (premie voor het investeren in de markt)

SFP = 'Small Firm Premie'

R_s = 'Risico specifieke ondernemingspremie'

Echter in de literatuur is geen duidelijkheid over hoe deze small firm premie bepaald kan worden. Verschillende onderzoeken geven verschillende toelichtingen op deze premies, maar het blijft onduidelijk uit welke factoren deze premies bestaan, hoe deze factoren gemeten moeten worden en hoe de waarde van deze premies berekend kan worden. Daarom wordt in de volgende hoofdstukken beschreven hoe een onderzoek naar de bepalende factoren voor deze premies opgezet kan worden.

3.4 Subconclusie

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op deelvraag 2: *Wat maakt bedrijfswaardering bij MKB ondernemingen specifiek?* MKB ondernemingen zijn ondernemingen met minimaal 50 en maximaal 249 personeelsleden en een omzet van maximaal €49 miljoen.

Het waarderen van een MKB onderneming is complexer dan het waarderen van een grotere onderneming, vanwege de verschillende en hogere risico's zoals illiquiditeit van aandelen, de afhankelijkheid van het management, beperkte diversificatie, marktpositie en toetredingsbarrières. Door deze risico's wordt er een hoger rendement geëist; dit wordt ook wel het small firm effect genoemd. Dit extra risico kan worden gecompenseerd door de rendementseis te verhogen met een 'small firm premie' (premie voor het investeren in een MKB onderneming) en een 'Risico specifieke ondernemingspremie' (premie voor het investeren in een specifieke onderneming). Het rendement op eigen vermogen van MKB kan vervolgens als volgt berekend worden:

Risicovrij rendement (rf)	Marktpremie (rm)	Small Firm Premie (sfp)	Risico specifieke ondernemingspremie (rs)
-Premie voor inflatie -Real' rendementseis *10 jarige staatsobligatie	-Premie voor een aandeel *Minimaal rendementseis op de beurs	-Premie voor een MKB onderneming *Nog onbekend	-Premie voor een specifieke onderneming * Nog onbekend

Figuur 6: Opbouw rendementbepaling bij MKB ondernemingen

Zoals weergegeven in figuur 6, is het onbekend uit welke factoren deze premies bestaan. De vraag is daarom dan ook welke factoren (value drivers) de waarde van deze premies bepalen. Deze vraag wordt beantwoord in hoofdstuk vier.

In dit hoofdstuk wordt een theoretisch onderzoek gedaan naar value drivers. De verschillende 'value drivers' van de small firm premie en de risico specifieke ondernemingspremie komen aan bod. Er wordt achterhaald welke waardebepalende factoren belangrijk zijn voor het model rendementsbepaling bij MKB ondernemingen. Uiteindelijk geeft dit hoofdstuk een antwoord op deelvraag 3: Welke value drivers beïnvloeden de prijs?

4.1 Rol en betekenis value drivers

Omdat er veel rekenmethoden zijn en er veel verschillende factoren in de methode worden meegewogen, is er behoefte aan een betrouwbaar model dat ervoor zorgt dat de uitkomsten meer overeenkomen. Daarom wordt hier aandacht geschonken aan de waarde analyse en de rendementseis van eigen vermogen. Een waardeanalyse van de onderneming bestaat met name uit het onderzoeken van deze waardebepalende factoren (value drivers). Value drivers zijn factoren die de waarde van een object beïnvloeden. In de algemene zin kunnen value drivers allerlei variabelen zijn (zowel financieel als niet-financieel). Zo zijn value drivers van een huis bijvoorbeeld de grondprijs, de locatie en de status van het huis. In dit hoofdstuk wordt er onderzoek gedaan naar de value drivers van de verschillende onderdelen van de rendementseis; risicovrij rendement, marktpremie, small firm premie en risico specifieke ondernemingspremie.

De value drivers van het risicovrij rendement en de marktpremie zijn reeds bekend. De value drivers van een risicovrij rendement zijn de inflatie en het reële rendement van een staatsobligatie [BRE; 2006]. De value driver van de marktpremie wordt bepaald door het algemeen risico dat op de markt speelt; bijvoorbeeld een risico op een laag conjunctuur [BRE; 2006].

Echter de value drivers van de small firm premie en de risico specifieke ondernemingspremie zijn minder eenvoudig vast te stellen en zijn daardoor tot nu toe nog onbekend. Zoals in hoofdstuk drie is besproken, zijn er verschillende factoren die het small firm effect veroorzaken en die de waarde beïnvloeden. De small firm premie zal bestaan uit algemene factoren waar alle MKB ondernemingen risico van ondervinden. De risico specifieke ondernemingspremie zal bestaan uit alle overige specifieke eigenschappen van een onderneming die invloed hebben op de waardering en daarom een risico vormen voor deze onderneming specifiek. Echter in de literatuur zijn tientallen eigenschappen op te noemen en daarom moet er goed gekeken worden naar het belang van elke factor.

In dit hoofdstuk zal daarom een analyse worden gedaan naar alle factoren die in de literatuur genoemd worden als zijnde van invloed op de waardering van een onderneming. Ook zal per value driver worden aangegeven wanneer er sprake is van een hoog risico en wanneer van een laag risico. Voor de kwantificering van de premies verderop in het onderzoek is de conclusie dat wanneer er sprake is van een hoog risico, dit gekwantificeerd moet worden met een factor 10 en wanneer er sprake is van een laag risico, dit gekwantificeerd moet worden met een factor 0.

4.2 Small Firm Premie (SFP)

Zoals in hoofdstuk 3 is geconcludeerd zijn de belangrijkste oorzaken en daarom de waardebepalende factoren voor de small firm premie illiquiditeit, afhankelijkheid management, beperkte diversificatie, marktpositie en toetredingsbarrières. Deze factoren worden hieronder toegelicht.

Illiquiditeit

Er is er geen handel in aandelen van niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dit is een algemeen risico voor elke MKB onderneming. Omdat de verkoop van aandelen meer tijd en geld kost, moet er een illiquiditeitspremie in acht worden genomen. Deze illiquiditeitspremie wordt bepaald door de gelijkmatigheid van de verkoop, de aandeelhoudersstructuur en de sector waarin de onderneming actief is [SLO; 1996].

Afhankelijkheid management

MKB ondernemingen zijn vaak afhankelijker van een manager, zeker wanneer het management uit een beperkt aantal personen bestaat. Managers beschikken vaak als enige over de contacten met klanten en hebben een goede relatie met afnemers en toeleveranciers [BDO; 2004]. Zonder deze personen zal de onderneming minder goed functioneren en kunnen klanten en leveranciers verloren gaan. Hoe beter de kwaliteit van een manager, hoe hoger de afhankelijkheid. Wel verschilt dit erg tussen ondernemingen. Bij een hoge afhankelijkheid is dit risico 10 en bij geen afhankelijkheid is het risico 0.

Beperkte diversificatie

MKB ondernemingen hebben beperktere productdiversificatie, omdat zij minder groot zijn en minder mogelijkheden hebben [SLO; 1996]. MKB ondernemingen hebben slechts enkele kernproducten, terwijl grote ondernemingen een uitgebreide productportfolio bezitten. Hierdoor lopen MKB ondernemingen meer risico wanneer een product niet goed verkocht wordt [HLG; 2006]. Wanneer er veel diversificatie is, is het risico 0 en wanneer er weinig diversificatie plaatsvindt, is het risico 10.

Marktpositie van de onderneming

Alle MKB ondernemingen zijn in omvang minder groot dan grote beursgenoteerde ondernemingen en hebben daarom minder capaciteitsmogelijkheden, wat meer risico oplevert voor MKB ondernemingen dan voor grote beursgenoteerde ondernemingen. Wanneer men een groot marktaandeel heeft, is men meer zeker van toekomstige resultaten [HLG; 2006]. Bij een groot marktaandeel is het risico 0 en bij een klein marktaandeel is het risico 10.

Toetredingsbarrières tot de markt van de onderneming

Toetredingsbarrières hinderen nieuwe ondernemingen activiteiten te ontplooiën in een bestaande bedrijfstak [SLO; 1996]. Belangrijke toetredingsbarrières zijn benodigde technologische kennis, reputatie, schaalvoordelen, octrooien, kennis en relaties in de markt, investeringen in materiële vaste activa en vergunningen. Het blijkt dat ondernemingen die in de praktijk met lage toetredingsbarrières te maken hebben risicovoller zijn, omdat de concurrentie dan groter is [SLO; 1996]. Een lage toetredingsbarrière in een branche kan een belangrijke risicofactor voor een onderneming zijn. Bij een lage toetredingsbarrière is het risico 10 en bij een hoge toetredingsbarrière is het risico 0.

4.3 Risico specifieke ondernemingspremie (Rs)

Uit de literatuur blijkt dat men 19 specifieke ondernemingsfactoren kan onderscheiden. Deze factoren worden weergegeven in tabel 6 en worden hieronder toegelicht.

Macro factoren	Economisch risico
	Industrieel risico
	Branche
Financieel	Winstgevendheid
	Groei omzet
	Operationeel
	Leverage
	Track record
	Volatiliteit
Interne organisatie	Afhankelijkheid klanten
	Afhankelijkheid leveranciers
	Afhankelijkheid technologie
	Afhankelijkheid personeel
Micro factoren	Reputatie
	Locatie
	Patenten
	Multi-eigendomstructuur
	Controle en procedures

Tabel 6: Risico specifieke onderneming factoren

Economisch risico

Een onderneming is ook afhankelijk van wat de economie doet. Wanneer het slecht gaat met de economie zal er minder geconsumeerd worden [HLG; 2006]. In een hoog conjunctuur zal het beter gaan met de onderneming. Het Bruto Binnenlands Product is een indicatie voor de economie. Wanneer er sprake is van een hoog conjunctuur is het risico 0, terwijl bij laag conjunctuur het risico 10 is.

Industrieel risico

De industriële sector waarin een onderneming opereert is ook een belangrijke factor voor de premie. Elke sector heeft andere risico's. Een voorbeeld is de automobielenindustrie die erg slecht presteert momenteel en daarom is het risicovoller om een onderneming in deze sector te kopen. Deze prestaties van de onderneming kunnen worden vergeleken met de gemiddelde prestaties in de sector. Als de prestaties van een onderneming hoger zijn dan de prestaties van de industrie is het risico 0, terwijl als de prestaties lager zijn dan de industrie is het risico 10.

Branche

Een onderneming is ook werkzaam in een bepaalde bedrijfstak; de branche. Trends en ontwikkelingen worden per branche goed bijgehouden door brancheverenigingen en banken zoals bijvoorbeeld de ABN AMRO [ABN; 2008]. Een belangrijke risicofactor van een onderneming is de sectorbèta; echter dit betreft een indicator die is gebaseerd op Amerikaanse statistieken. Deze factor meet de gevoeligheid van de branche op marktontwikkelingen. Wanneer de branche het slecht doet, is het risico 0. Wanneer de branche het economisch erg goed doet en stabiel blijft, is het risico 10.

Winstgevendheid

Winstgevend ondernemingen lopen minder risico dan verliesgevend ondernemingen [HLG; 2006]. Wanneer een onderneming winst maakt zal het immers goed gaan met de onderneming. Bij ondernemingen met een hoge winstmarge is het risico 0 en bij een negatieve marge is het risico 10.

Groei omzet

Wanneer de omzet elk jaar groeit zal een onderneming steeds meer omzet maken en dit is positief voor de financiën van de onderneming [BDO; 2004]. Wanneer de omzet elk jaar sterk groeit, is het risico 0. Wanneer er een daling in de omzet plaatsvindt, is het risico 10.

Operationeel risico

Operationeel risico is de verhouding tussen de vaste kosten van de onderneming en de omzet. Deze ratio geeft een indicatie van het risico op een faillissement [JAC; 2008]. Wanneer een onderneming zijn vaste kosten niet meer kan betalen gaat de onderneming failliet. Wanneer er veel vaste kosten zijn is het risico 10 en wanneer er geen vaste kosten zijn is het risico 0.

Leverage

De verhouding tussen vreemd vermogen en het totale vermogen van een onderneming is een belangrijke factor; dit is de leverage [BRE; 2006]. Wel kan deze financieringsverhouding op lange termijn veranderd worden door de koper. Echter het vinden van de optimale kapitaalstructuur is erg moeilijk. Wanneer de leverage hoog is, zal er meer kans zijn op een faillissement en is het risico 10. Wanneer er geen vreemd vermogen in de onderneming aanwezig is (unleveraged), is de kans op faillissement (de onderneming kan zijn lening niet terugbetalen) minder groot en is het risico 0.

Trackrecord

Historisch financiële ontwikkelingen zoals groei, omzet en winst zijn belangrijke gegevens om de financiële prestaties van een onderneming te beoordelen en deze zijn belangrijk voor de financiële prognoses [KOL; 2005]. Zonder gegevens over het verleden is er minder inzicht in de toekomst. Dit wordt een track record genoemd en dit is een bewijs van wat een onderneming in de toekomst kan gaan presteren [KOL; 2005]. Wanneer er een uitgebreid trackrecord aanwezig is, is het risico 0. Echter wanneer er geen trackrecord aanwezig blijkt te zijn, is het risico 10.

Volatiliteit

De volatiliteit is de mate van fluctuatie van de nominale waarde van een aandeel (eigen vermogen of beursaandeel) [BRE; 2006]. Wanneer deze waarde weinig verschillen vertoont gedurende een periode is de volatiliteit laag; waarden die extreme verschillen vertonen, hebben een hoge volatiliteit [BRE; 2006]. Deze volatiliteit moet worden vergeleken met die van andere ondernemingen. Bij een relatief grote volatiliteit is het risico 10 en bij een relatief lage volatiliteit is het risico 0.

Afhankelijkheid klanten

Wanneer er een groot percentage van de jaarlijkse omzet slechts door een aantal klanten binnengehaald wordt, is er een groot risico wanneer deze klanten de onderneming verlaten [SLO; 1996]. Wanneer een aantal klanten zorgen voor de meeste verkoopopbrengsten is het risico 10. Wanneer zij slechts voor een klein deel van de omzet zorgen is het risico 0.

Afhankelijkheid leveranciers

De afhankelijkheid van leveranciers kan een belangrijke rol spelen voor de continuïteit van de onderneming. Indien een leverancier van een onderneming wegvalt, kan er een continuïteitsgevaar zijn [BDO; 2006]. Wanneer ondernemingen afhankelijk zijn van slechts één leverancier is het risico 10 en wanneer er sprake is van meerdere leveranciers is het risico 0.

Afhankelijkheid technologie

Binnen ondernemingen worden verschillende technologieën gebruikt die verschillen in complexiteit. Wanneer de onderneming afhankelijk is van een ingewikkelde technologie of wanneer de technologie snel veroudert, is het risico 10 [HLG; 2006]. Wanneer er geen technologieën gebruikt worden is het risico 0.

Afhankelijkheid personeel

Wanneer er een belangrijk personeelslid aanwezig is waar de onderneming niet zonder kan, zullen de resultaten tegenvallen wanneer deze persoon de onderneming verlaat [JAC; 2008]. Dit risico vertoont veel overeenkomsten met de afhankelijkheid van management in de small firm premie, het verschil is echter dat personeel een andere invloed heeft op de prestaties van een onderneming dan managers. De kwaliteit en prestaties van het personeel kunnen bepaald worden aan de hand van het ziekteverzuim; bij een hoog ziekteverzuim is het risico 10 en bij geen ziekteverzuim is het risico 0.

Reputatie

Een onderneming met een goede naam, imago en reputatie zal doorgaans stabielere verwachtingen en meer trouwe klanten hebben dan een onderneming die niet hierover beschikt [BDO; 2006]. Wanneer een onderneming een goede reputatie heeft opgebouwd is het risico 0, terwijl wanneer er sprake is van een slechte reputatie is het risico 10.

Locatie

Vroeger zaten ondernemingen in het centrum gevestigd maar tegenwoordig zijn zij meer op industrieterreinen aan de rand van een stad gevestigd. Het verschilt per type onderneming wat de beste locatie is [BDO; 2004]. Wanneer een onderneming op een ideale locatie is gevestigd, is het risico 0 en wanneer de onderneming op een slechte locatie zit, is het risico 10.

Patenten

Wanneer een onderneming veel certificaten, licenties of patenten in zijn bezit heeft, is het verzekerd van een stabiele toekomst, waarin minder concurrentie wordt verwacht dan wanneer zij dit niet hebben. Echter het verschilt per branche of patenten van belang zijn of niet. Wanneer men geen patenten heeft in bepaalde sectoren is het risico 10 en wanneer men veel patenten heeft is het risico 0.

Multi-eigendomstructuur

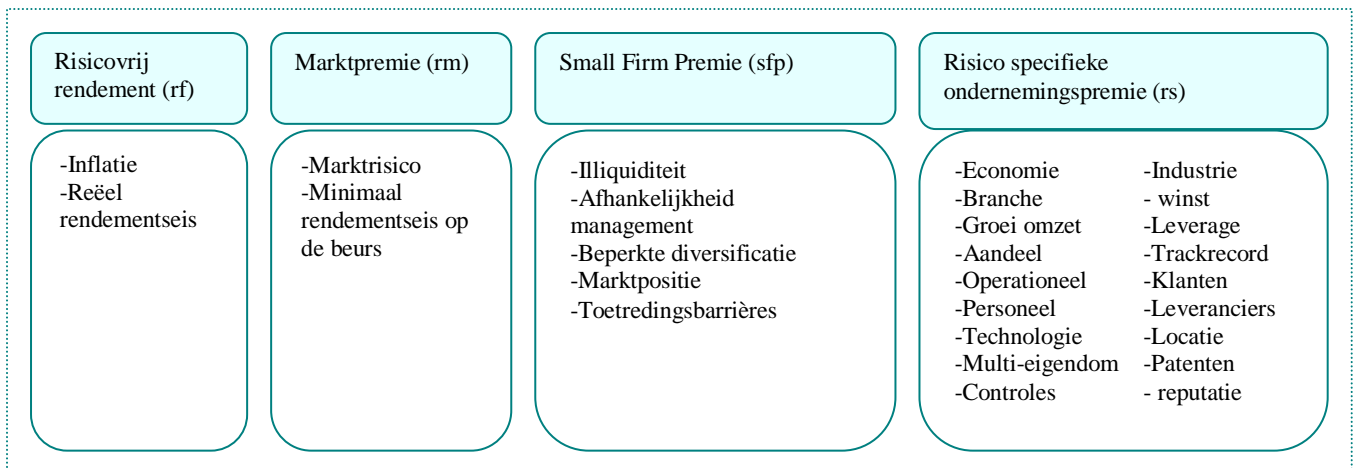
Wanneer er meerdere eigenaren aanwezig zijn in de onderneming is dit een groot risico bij de verkoop van een onderneming, omdat beslissingen door meerdere personen genomen moeten worden [KOL; 2005]. Bij veel eigenaren is dit risico daarom 10 en bij slechts één eigenaar is dit risico 0.

Controle en procedures

Managers moeten een goede grip hebben op de onderneming voor meer zekerheid en controle op de onderneming. Goede manieren hiervoor zijn controle systemen en procedures die managers kunnen gebruiken om meer overzicht en controle te krijgen op systemen, procedures, personeel en andere belangrijke onderdelen binnen een organisatie [BUT; 2007]. Wanneer er een goed draaiend uitgebreid (controle)systeem bestaat is het risico 0, wanneer deze niet bestaat is het risico 10.

4.4 Subconclusie

In dit hoofdstuk wordt een antwoord gegeven op deelvraag 3: *welke value drivers beïnvloeden de prijs?* Value drivers zijn factoren die de waarde van een object beïnvloeden. Door middel van deze prijsbepalende factoren kan worden nagegaan hoe de economische waarde van een onderneming verhoogd kan worden. Dit is interessant tijdens prijsonderhandelingen, omdat een waardeanalyse bestaat uit het onderzoeken van deze waardebepalende factoren (value drivers). In dit hoofdstuk is onderzoek gedaan naar de value drivers van de vier onderdelen van de rendementseis; het risicovrij rendement, de marktpremie, de small firm premie en de risico specifieke ondernemingspremie. Figuur 6 geeft een schematisch overzicht van deze value drivers. In dit model wordt het risico in kaart gebracht op een schaal van 0 tot 10. Wanneer er sprake is van een hoog risico zal dit in het model gekwantificeerd worden met een factor 10 en wanneer er sprake is van een laag risico zal dit gekwantificeerd worden met een factor 0.



Figuur 7: Value drivers rendementbepaling bij MKB ondernemingen

Echter de vraag is: *wat het verschil is tussen rendementseisen volgens de theorie en in de praktijk?* Dit komt aan de orde in het volgende hoofdstuk. Daarnaast zal er een model worden ontwikkeld waarmee de rendementseis eigen vermogen berekend kan worden. Dit zal worden gedaan door figuur 6 uit te bouwen door na te gaan hoe belangrijk elke value driver is, dit te kwantificeren in een wegingsfactor en maatstaven te geven voor de bepaling van de risicohoogte.

5 Rendementseisen voor MKB bedrijven

In dit hoofdstuk worden de value drivers die in het vorige hoofdstuk zijn behandeld getoetst in de praktijk. Daarnaast wordt er een beeld geschetst van de bepaling van rendementseisen in de praktijk en komen de verschillen tussen theorie en praktijk aan de orde. Door middel van de interviews zal ook onderzoeksvraag 4 beantwoord worden: wat voor rendementseisen hanteert men bij het waarderen van een MKB onderneming in de praktijk?

5.1 Waarderen in de praktijk

De value drivers die in hoofdstuk vier aan bod zijn gekomen, worden in dit hoofdstuk onderzocht op de mate van belang. Dit is gedaan door middel van interviews met waarderingsspecialisten. Aan het eind van dit hoofdstuk zal er een kwantitatieve invulling van de risicohoogte gegeven worden, worden er standaarden ter bepaling van de risicohoogte gegeven (maatstaven) en worden de wegingsfactoren gepresenteerd voor het uiteindelijk model. Echter eerst worden hieronder belangrijke conclusies gedaan die tijdens de kwalitatieve vragen naar voren kwamen omtrent belangrijke verschillen tussen de theorie en de praktijk.

Uit de interviews kwam naar voren dat de gehanteerde waarderingmethode per situatie verschilt. Zo blijkt uit de interviews dat ongeveer de helft van de respondenten geen gebruik maakt van de Discounted Cash Flow methode, omdat deze niet begrepen wordt door de cliënt vanwege zijn complexiteit. Wel blijkt dat deze DCF methode het vertrekpunt is van een waardering in de praktijk. Bedrijfswaardering is subjectief, echter hoe reëler de prognoses en de uitgangspunten, hoe objectiever de waarde van de onderneming. Het blijkt dat een goede objectieve waardeanalyse van essentieel belang is, omdat de specialist de verkoper moet overtuigen van zijn berekende waarde. Het model dat in dit onderzoek ontwikkeld zal worden, zal meer kennis en inzicht hierover geven. Een andere interessante conclusie is dat er patronen zijn te ontdekken in de sector over de voorkeur aan waarderingmethode. Zo wordt bijvoorbeeld de rentabiliteitsmethode gehanteerd voor stabiele handelsmaatschappijen en de zakelijke dienstverlening, terwijl de Discounted Cash Flow methode wordt gehanteerd voor groeiende ondernemingen en kapitaalintensieve ondernemingen. Redenen hiervoor zijn dat in de DCF methode de nadruk wordt gelegd op de toekomstige verwachte kasstromen door de kasstromen contact te maken met behulp van de disconteringsvoet, terwijl bij de rentabiliteitsmethode hogere winsten berekend worden wanneer er sprake is van gelijke winsten.

Ook blijkt uit de interviews dat de value drivers belangrijk zijn. Daarnaast moet men zich goed inleven in de unieke situatie van de onderneming; elke situatie is anders en elke onderneming heeft andere value drivers. Anders dan rendementseisen blijken ook de wens tot overdracht van de koper, de sector waarin de onderneming actief is, de type onderneming, synergievoordelen met de onderneming, de winstgevendheid van de onderneming, de financieringscapaciteit van de mkoper en de terugverdientijd van de investering invloed te hebben op de prijs die de koper bereid is voor de onderneming te betalen [INTERVIEWS]. Aan de andere kant blijken anders dan een hoge verkoopprijs, ook de wensen omtrent de type koper, het voortbestaan van de onderneming, de wens tot behoud van het personeel en het hebben van een goed gevoel over de koper invloed te hebben op de prijs waarvoor de verkoper bereid is zijn onderneming te verkopen [INTERVIEWS].

Tot slot blijkt uit de interviews dat rendementseisen meestal in de praktijk gaan om bandbreedtes en vuistregels. De meeste waarderingsspecialisten maken gebruik van standaarden en gemiddelden in de markt. Wanneer een onderneming veel risico's heeft, zal de rendementseis bij de minimale bandbreedte liggen en wanneer een onderneming weinig risico's heeft, zal de rendementseis bij de maximale bandbreedte liggen. Daarnaast kan geconcludeerd worden dat er geen specifieke berekening van de rendementseis door waarderingsspecialisten gehanteerd wordt vanwege het gebrek aan een goed model en de relatief weinig beschikbare kennis. Dit is ook waarschijnlijk een reden geweest voor de relatief hoge response bij dit onderzoek en de grote interesse in dit onderzoek. Daarom zal nu eerst onderzoek worden gedaan naar enkele bandbreedtes voor de rendementseisen.

5.2 Bandbreedtes

Zoals reeds is aangegeven spelen bandbreedtes een belangrijke rol voor waardering in de praktijk. Daarom is er onderzoek gedaan naar deze bandbreedtes voor de rendementseis op eigen vermogen. Deze resultaten zijn per onderdeel van de rendementseis weergegeven in tabel 7. Deze tabel laat onder andere zien dat de small firm premie minimaal 2% en maximaal 7% bedraagt in de praktijk. Deze informatie kan gebruikt worden voor het model ter berekening van de rendementseis.

Opbouw rendementseis	Minimaal rendementseis	Maximaal rendementseis	Gemiddeld rendementseis
Risicovrij rendement (rf) (10jaar staatsobligaties) [HFD; 2008]	4%	6%	4,5%
Marktpremie (rm) (portfolio) [HFD; 2008]	2%	8%	5%
Small firm premie (sfp) [BDO; 2008]	2%	7%	4%
Specifieke ondernemingspremie (rs) [BDO; 2008]	0%	9%	5%
Kostenvoet vreemd vermogen (leningen banken) [BDO; 2008]	-	-	6%

Tabel 7: Rendementseis per premie

Daarnaast is er een overzicht van de bandbreedtes voor de rendementseis naar ondernemingseigenschappen weergegeven in tabel 8. In deze tabel is te zien dat de rendementseis erg verschilt per onderneming. Omdat de spreiding van deze procenten erg groot is, blijkt dat het erg belangrijk is om een goede indicatie van de rendementseis te hebben. Wanneer er een hogere rendementseis gehanteerd wordt, zal de waarde van een onderneming lager liggen. Daarom is het van belang dat er een model voor het berekenen van de rendementseis ontwikkeld wordt. Ook blijkt nogmaals uit deze tabel dat de rendementseisen voor kleine ondernemingen hoger zijn dan voor grote ondernemingen. Hieruit blijkt dat een model voor kleine ondernemingen van belang is.

Eigenschap	Minimaal rendementseis	Maximaal rendementseis	Gemiddelde rendementseis
Beurs			
Niet beursgenoteerde onderneming [BDO; 2008]	12,5%	30%	18%
Beursgenoteerde onderneming [BDO; 2008]	6%	12%	9,5%
Grootte			
Niet beursgenoteerd kleine onderneming [BDO; 2008]	18%	30%	21%
Niet beursgenoteerd middelgrote onderneming [BDO; 2008]	13%	18%	16%
Niet beursgenoteerde grote onderneming [BDO; 2008]	12%	14%	12,5%
Risico			
Laag risico onderneming [BDO; 2004]	12%	15%	12,5%
Middelmatig risico [BDO; 2004]	15%	20%	16%
Hoog risico [BDO; 2004]	20%	25%	21%
Zeer hoog risico [BDO; 2004]	25%	30%	25%
Specifiek			
Gevestigd, goede handelspositie, goed management, stabiele inkomens en voorspelbare toekomst [SCH; 1982]	6%	10%	-
Gevestigd, concurrerende omgeving, goed management, stabiele inkomens en voorspelbare toekomst [SCH; 1982]	11%	15%	-
Sterke concurrerende industrie, weinig kapitaal investeringen, slecht management, goede inkomens [SCH; 1982]	16%	20%	-
Klein, afhankelijk van vaardigheden van belangrijk personeel OF groot, cyclische industrie, onvoorspelbaar [SCH; 1982]	21%	25%	-
Klein, persoonlijke service, eigenaar en manager [SCH; 1982]	26%	30%	-

Tabel 8: Rendementseis naar ondernemingseigenschap

5.3 Maatstaven rendementseis eigen vermogen

In deze paragraaf zal verder worden ingegaan op hoe men de risicohoogte van de verschillende value drivers precies kan bepalen.

Voor het risicovrije rendement wordt in de praktijk het rendement op de huidige tienjarige staatsobligatie gehanteerd. Dit Deze koers was in het najaar van 2008 4,3% [Financieel Dagblad, 30-09-08].

Voor het tweede onderdeel, de markt risicopremie, wordt in de praktijk het minimale rendement dat een investeerder op de beurs ontvangt gehanteerd. Ook voor deze premie geldt dat de risicohoogte niet verschilt. Dit rendement was in het najaar van 2008 6% [INTERVIEWS].

Voor de volgende twee premies is voor elke value driver nagegaan wat een goede kwantificeerbare maatstaf is en hoe men het beste de risicohoogte kan bepalen.

Illiquiditeit

Er kan niet goed beoordeeld worden voor elke onderneming in hoeverre de aandelen verkoopbaar zijn. Goede maatstaven en criteria voor deze value driver zijn daarom ook niet vast te stellen. Uit de interviews komt dan ook naar voren dat in de praktijk iedereen een vast percentage hanteert voor illiquideitsrisico, namelijk 2%.

Afhankelijkheid management

Dit is een moeilijk te kwantificeren factor. De afhankelijkheid van het management bestaat uit verschillende subjectieve factoren en daarom is het moeilijk om een objectieve kwantitatieve factor te vinden. Zo is het moeilijk in te schatten in hoeverre de klantencontacten afhankelijk zijn van een bepaalde manager. Aan de andere kant zijn de kwaliteiten van een manager ook moeilijk te bepalen; dit criterium zal verschillen per type onderneming. Een mogelijke kwantificeerbare maatstaf is de arbeidsproductiviteit van het management. Deze wordt bepaald door het percentage gerealiseerde output te delen door het percentage geëiste output.

Beperkte diversificatie

De belangrijkste oorzaak voor het ontstaan van beperkte diversificatie is dat MKB ondernemingen een minder uitgebreid productportfolio hebben. Doordat er minder kernproducten in het assortiment zitten, wordt het risico niet verspreid over meerdere producten. Een goede maatstaf is het aantal kernproducten en het aantal overige producten (nevenactiviteiten) van een onderneming.

Marktpositie

De marktpositie is al een goede maatstaf voor de risicohoogte. De risicohoogte wordt daarom dan ook aanbevolen voor het bepalen van het marktaandeel van een onderneming.

Toetredingsbarrières

Een van de meest belangrijke toetredingsbarrières voor MKB ondernemingen betreft de investeringen in activa. Daarom is ook gekozen voor investeringskosten als maatstaf voor de bepaling van de risicohoogte van toetredingsbarrières.

SFP

Vervolgens worden criteria voor de risicohoogte per value driver bepaald zodat men makkelijker een rendementseis kan berekenen. Aan de hand van statistische MKB gegevens van verschillende brancheverenigingen en sectorstudies zijn bandbreedtes bepaald. Hiermee kan de risicohoogte worden bepaald. Er is gekozen om gebruik te maken van meerdere statistische bronnen om zo een objectief en uitgebreid model te ontwikkelen. Er is gebruik gemaakt van data van het Centraal Bureau voor de Statistiek, Rabobank en de ABN AMRO bank. Deze data geven een duidelijke spreiding en duidelijke bandbreedtes van de hoogte van de verschillende maatstaven. Er is echter weinig wetenschappelijke informatie over de relatie tussen risico en de small firm factoren. Daarom is gekozen voor een lineaire relatie en een gelijkmatige verdeling van het risico binnen de bandbreedtes. Resultaten van de risicoverdeling van de small firm premie zijn weergegeven in tabel 9.

Value driver	Afhankelijkheid management	Beperkte diversificatie	Marktpositie	Toetredingsbarrières
Risicohoogte	Productiviteit management	Aantal producten	Marktaandeel	Investing in activa
0	< 50%	> 5 kern > 1 sub	> 42%	> € 820.000
1	50-60 %	5 kern, > 1 sub	34-38 %	€ 740.000 - € 820.000
2	60-70 %	5 kern, 0 sub	30-34 %	€ 660.000- € 740.000
3	70-80%	4 kern, > 1 sub	26-30 %	€ 580.000 – € 660.000
4	80-90%	4 kern, 0 sub	22-26 %	€ 500.000 – € 580.000
5	90-100%	3 kern, > 1 sub	18-22 %	€ 420.000 – € 500.000
6	100-110%	3 kern, 0 sub	14-18 %	€ 340.000 – € 420.000
7	110-120%	2 kern, > 1 sub	10-14 %	€ 260.000- € 340.000
8	120-130%	2 kern, 0 sub	6-10 %	€ 180.000 – € 260.000
9	130-140%	1 kern, > 1 sub	2-6 %	€ 100.000 – € 180.000
10	>140%	1 kern, 0 sub	<2 %	< € 100.000

Tabel 9: Verdeling van de risicohoogte voor de small firm premie

Zo blijkt uit bovenstaande tabel dat wanneer de productiviteit van het management 82% is, deze value driver met 4 moet worden vermenigvuldigd (risicohoogte is 4) en wanneer een onderneming bijvoorbeeld 3 kernproducten heeft en geen subproducten, deze value driver met 6 moet worden vermenigvuldigd.

Deze maatstaven zijn ook bepaald voor de value drivers van de risico specifieke ondernemingspremie. Echter uit de interviews blijkt dat niet alle genoemde value drivers voor deze premie even belangrijk zijn. Zoals eerder gezegd, bestond het eerste deel van het interview uit het kwantificeren van het belang van elke value driver door de factoren een cijfer van 0 tot 10 te geven. Omdat er grote verschillen zijn tussen de uitkomsten van de verschillende factoren en omdat geconcludeerd kan worden dat 19 factoren te veel zijn voor een model, zijn de factoren die gemiddeld minder dan 5.0 scoorden (zie bijlage 2) uit het model geëlimineerd; deze bleken immers minder belangrijk. Er kan geconcludeerd worden dat alleen de value drivers economie, industrie, winstgevendheid, groei, operationeel, leverage, afhankelijkheid klanten en afhankelijkheid personeel belangrijk zijn. Deze conclusie wordt later in het hoofdstuk verder toegelicht en nader verklaard bij de kwantificering van de wegingsfactoren van de premies.

Economisch risico

Een onderneming is afhankelijk van wat de economie doet en hoe een onderneming presteert ten opzichte van de economie. Dit kan op verschillende manieren bepaald worden. Een van de belangrijkste indicator voor de economie is het Bruto Binnenlands Product; de totale waarde van alle geproduceerde goederen/diensten in een jaar. Om te beoordelen of de onderneming beter presteert dan de economie moet gekeken worden naar de hand van de verhouding tussen de Return On Assets en het Bruto Binnenlands Product.

Industrieel risico

Dit risico geeft een indicatie van hoe de betreffende sector opereert ten opzichte van andere sectoren. Prestaties zijn echter niet alleen gebaseerd op winst, omzet of financiële middelen maar ook op basis van bezittingen zoals gebouwen en machines. Er is gekozen om de Return on Assets (winst/totale bezittingen) te nemen als maatstaf. Wanneer de onderneming ROA vergeleken wordt met die van de industrie, kan worden vastgesteld of de onderneming goed presteert (ROA onderneming / ROA industrie).

Winstgevendheid

De winstgevendheid kan bepaald worden aan de hand van de netto winstmarge. Dit is de winst ten opzichte van de totale omzet van de onderneming.

Groei omzet

De groei van de omzet wordt vastgesteld door de omzet van het huidige boekjaar te vergelijken met de omzet van de voorgaande periode. Het percentage van dit verschil ten opzichte van de omzet van de voorgaande periode is de groei in omzet.

Operationeel

Het operationele risico geeft aan hoe snel een onderneming failliet kan gaan. Een van de belangrijkste oorzaken voor het failliet gaan van een onderneming is dat de onderneming zijn vaste kosten niet meer kan betalen. Dit risico kan daarom bepaald worden door de vaste kosten te delen door de totale kosten.

Leverage

De leverage is ook al een goede maatstaf; dit is de verhouding tussen het vreemd en het totaal vermogen van een onderneming.

Afhankelijkheid klanten

De onderneming is afhankelijk van zijn klanten wanneer slechts een beperkt aantal klanten verantwoordelijk is voor het grootste deel van de omzet. Daarom is als maatstaf de klantenconcentratie gekozen, waarbij gekeken wordt naar hoeveel procent van de totale omzet verklaard wordt door de vijf grootste klanten.

Afhankelijkheid personeel

De kwaliteit van het personeel heeft vele gevolgen op de resultaten van een onderneming; een betere productiviteit, een hogere verkoop, een groei in omzet maar ook op bijvoorbeeld het ziekteverzuim. Een goede prestatie-indicator en maatstaf voor het personeel blijkt het ziekteverzuim te zijn. Wanneer er een hoog ziekteverzuim is, is de productiviteit ten eerste lager maar ook blijkt dat wanneer er een laag ziekteverzuim is, er doorgaans een betere werksfeer is.

Rs

Ook de criteria voor deze value drivers zijn bepaald aan de hand van statistische MKB gegevens van onder andere het Centraal Bureau voor de Statistiek, Rabobank en de ABN AMRO bank. Hieruit zijn ook bandbreedtes bepaald waardoor de risicohoogte van 0 tot 10 bepaald kon worden. Ten slotte is ook hier gekozen voor een lineaire relatie tussen het risico en de verschillende maatstaven en is het risico gelijkmatig verdeeld binnen de bandbreedtes. De resultaten van de risicoverdeling van de risico specifieke ondernemingspremie zijn weergegeven in tabel 10.

<u>Value driver</u>	<u>Economie</u>	<u>Industrie</u>	<u>Winst</u>	<u>Groei</u>	<u>Operationeel</u>	<u>Leverage</u>	<u>Klanten</u>	<u>Personeel</u>
<u>Risicohoogte</u>	<u>ROA/BBP</u>	<u>ROA onderneming / ROA industrie</u>	<u>Netto winst-marge</u>	<u>Omzet groei</u>	<u>Vaste kosten / totale kosten</u>	<u>Debt / totale vermogen</u>	<u>Omzet 5 beste klanten / totale omzet</u>	<u>Ziekte-verzuim</u>
0	>4,5	> 1,8	> 17%	> 8%	0 %	Geen debt	< 1%	< 3.5%
1	4.0-4.5	0.6-1.8	15-17%	7-8%	1-10%	1-10% debt	1-10%	3.5-4.0%
2	3.5-4.0	1.4-1.6	13-15%	6-7%	10-20 %	10-20% debt	10-20%	4.0-4.5%
3	3.0-3.5	1.2-1.4	11-13%	5-6%	20-30%	20-30% debt	20-30%	4.5-5.0%
4	2.5-3.0	1.0-1.2	9-11%	4-5%	30-40%	30-40% debt	30-40%	5.0-5.5%
5	2.0-2.5	0.8-1.0	7-9%	3-4%	40-50%	40-50% debt	40-50%	5.5-6.0%
6	1.5-2.0	0.6-0.8	5-7%	2-3%	50-60%	50-60% debt	50-60%	6.0-6.5%
7	1.0-1.5	0.4-0.6	3-5%	1-2%	60-70%	60-70% debt	60-70%	6.5-7.0%
8	0.5-1.0	0.2-0.4	1-3%	0,1-1%	70-80%	70-80% debt	70-80%	7.0-7.5%
9	0-0.5	0-0.2	< 1 %	0%	80-90%	80-90% debt	80-90%	7.5-8.0%
10	Negatief	Negatief	Negatief	Negatief	> 90%	> 90 % debt	> 90 %	> 8%

Tabel 10: Verdeling van de risicohoogte voor de risico specifieke ondernemingspremie

5.4 Kwantificering SFP en Rs

Zoals eerder aangegeven is het belang van alle value drivers onderzocht. In de interviews konden respondenten aangeven op een schaal van 0 tot 10, hoe belangrijk men elke value drivers vond. De resultaten zijn weergegeven in bijlage 2.

Een belangrijke conclusie uit het onderzoek is dat niet alle value drivers even belangrijk waren. Zo zijn de Rs factoren die gemiddeld maximaal 5.0 scoorden uit het model geëlimineerd. Deze keuze is gemaakt omdat 20 factoren zeer veel bleek te zijn, niet alle resultaten betrouwbaar blijken en zo uiteindelijk het model niet te complex en uitgebreid wordt. Uiteindelijk zijn er slechts 8 van de 20 factoren overgebleven. Hieronder worden de wegingsfactoren van deze value drivers bepaald. .

In tabel 11 zijn de resultaten van het belang van de small firm value drivers weergegeven. De getallen in de tweede kolom 'score', zijn de gemiddelde scores van de interviews, zie ook bijlage 2. In de derde kolom is het percentage van het belang van deze value driver ten opzichte van de totale score van deze premie berekend. In de laatste kolom is de wegingsfactor van de value driver bepaald. Een belangrijke conclusie uit de interviews was dat in de praktijk veel wordt gewerkt met bandbreedtes. Zo is gebleken in tabel 7 dat de small firm premie minimaal 2% en maximaal 7% is. Omdat al eerder bleek dat de illiquiditeit 2% bedraagt, betekent dit dat de overige vier small firm factoren minimaal 0 en maximaal 5% opleveren. Omdat de value drivers worden vermenigvuldigd met een bepaald risicohoogte, namelijk tussen 0 en 10 (zie tabel 9), betekent dit dat bij een maximale score van 5%, het percentage met $[5/10]$ 0,5 vermenigvuldigd moet worden.

<u>Small firm factor</u>	<u>Score</u>	<u>Percentage (score / totale score)</u>	<u>Wegingsfactor</u>
Illiquiditeit	-	-	2%
Management	9,6	33,33%	$(33.3 * 0.5) = 0,17$
Beperkte diversificatie	7,7	26,67%	$(26.67 * 0.5) = 0,13$
Marktpositie	4,8	16,67%	$(16.67 * 0.5 =) 0,08$
Toetredingsbarrières	6,7	23,33%	$(23.33 * 0.5 =) 0,12$
Totale Score:	28,8	100% van 0,5	-

Tabel 11: Model voor berekenen Small Firm Premie

Uit tabel 11 kan geconcludeerd worden dat de Small Firm Premie als volgt berekend kan worden:

*** Small Firm Premie = 2,0 illiquiditeit + 0,17 * risicohoogte afhankelijkheid management + 0,13 * risicohoogte beperkte risicospreiding + 0,08 * risicohoogte marktpositie + 0,12 * risicohoogte toetredingsbarrières**

Voorbeeld:

Wanneer de productiviteit bijvoorbeeld 82% bedraagt, er 2 kernproducten en 2 subproducten aanwezig zijn, het marktaandeel 31% bedraagt en de activa investering om toe te treden € 100.000 bedraagt, zal de small firm premie $(2\% + 0,17 * 4 + 0,13 * 7 + 0,08 * 2 + 0,12 * 9 =)$ 4,83% bedragen.

Op dezelfde wijze is ook de risico specifieke ondernemingspremie berekend. De respondenten konden op een schaal van 0 tot en met 10 aangeven hoe belangrijk zij elke factor vinden. In tabel 7 is gebleken dat deze premie minimaal 0% en maximaal 9% is.

Omdat de wegingsfactor bij een maximaal risico (10) 9% is, wordt elke factor met $(9\% / 10 =)$ 0,9 vermenigvuldigd. De resultaten van de risico specifieke ondernemingspremie zijn weergegeven in tabel 12.

<u>Risico specifieke ondernemingspremie</u>	<u>Score</u>	<u>Percentage (score / totale score)</u>	<u>Wegingsfactor</u>
Economie	6,2	9,3%	(9.3 * 0.9 =) 0,084
Industrie	6,9	10,4%	(10.4 * 0.9 =) 0,093
Winst	8,3	12,6%	(12.6 * 0.9 =) 0,113
Groei	7,9	11,9%	(11.9 * 0.9 =) 0,107
Operationeel	5,3	7,9%	(7.9 * 0.9 =) 0,071
Leverage	5,7	8,4%	(8.4 * 0.9 =) 0,076
Klanten	9,6	14,5%	(14.5 * 0.9 =) 0,130
Personeel	7,2	11%	(11 * 0.9 =) 0,100
Totale Score	66,4	100% van 0,9	

Tabel 12: Model voor berekenen Small Firm Premie

Uit deze tabel kan een formule worden bepaald voor het berekenen van de Risico specifieke ondernemingspremie:

$$* R_s = 0,084 * \text{risicohoogte economie} + 0,093 * \text{risicohoogte industrie} + 0,113 * \text{risicohoogte winstgevendheid} + 0,107 * \text{risicohoogte groei} + 0,071 * \text{risicohoogte operationeel} + 0,076 * \text{risicohoogte leverage} + 0,13 * \text{risicohoogte klanten} + 0,10 * \text{risicohoogte personeel}$$

Voorbeeld:

Wanneer bijvoorbeeld ROA/BBP 2.2 is, ROA/ROA industrie 0.75 is, de netto winstmarge 2%, de groei van de omzet 4.5%, vaste/totale kosten is 7.5%, de leverage 25%, de 5 beste klanten 75% van de omzet genereren en het ziekteverzuim 7.8% is, zal de risico specifieke ondernemingspremie $(0,084*5 + 0,093*6 + 0,113*8 + 0,107*4 + 0,071*1 + 0,076*3 + 0,13*8 + 0,10*9 =)$ 4,55% bedragen.

5.5 Subconclusie

In deze paragraaf wordt antwoord gegeven op deelvraag 4: *Wat voor rendementseisen hanteert men bij MKB ondernemingen in de praktijk?* Bij een bedrijfsoverdracht aan derden blijkt dat het verschilt per situatie welke waarderingmethode er wordt gehanteerd. Ook is gebleken dat hoe reëler de prognoses en uitgangspunten zijn, hoe minder discussie er over de vraagprijs ontstaat. Waarderen vereist een goed inlevingsvermogen in de positie van de onderneming.

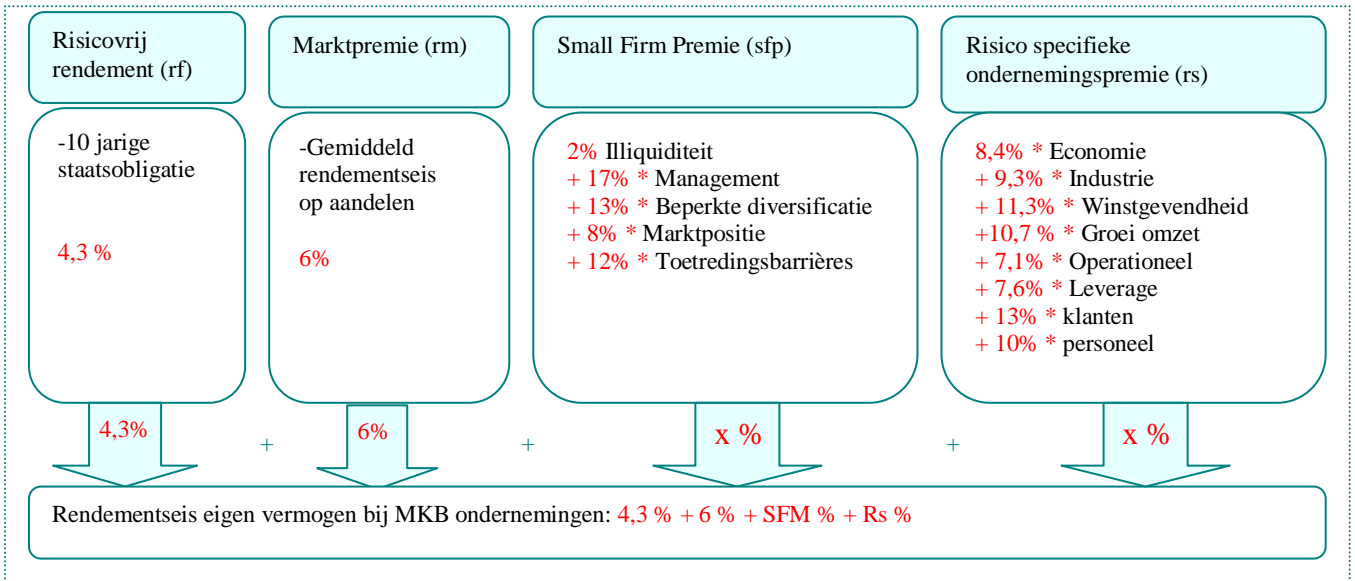
Echter prijs is niet de enige belangrijke factor. Het type koper, het voortbestaan van de onderneming, het behoud van personeel en een goed gevoel hebben over de koper blijken ook belangrijke prijsbepalende factoren van de verkoper te zijn. Voor de koper zijn het type onderneming, het type branche, de winstgevendheid, de financieringscapaciteit en de terugverdientijd van de investering belangrijke prijsbepalende factoren.

Daarnaast blijkt dat rendementseisen in de praktijk worden bepaald aan de hand van bandbreedtes. Dit zijn gemiddelden en standaarden die op de markt gelden voor de rendementseis. Uit onderzoek is gebleken dat de small firm premie tussen 2% en 7% ligt en dat de risico specifieke ondernemingspremie tussen de 0% en 9% ligt. Deze bandbreedtes zijn in het uiteindelijk model ter berekening van de rendementseis verwerkt.

Ook zijn in dit hoofdstuk de maatstaven per value driver en de bijbehorende criteria ter berekening van de risicohoogte ervan vastgesteld, zie tabel 9 en 10. Deze criteria is vastgesteld door middel van statistische gegevens van onder andere het Centraal Bureau van de Statistiek, branche-informatie van de ABN AMRO en de RABO Bank.

Tot slot is er onderzoek gedaan naar de wegingsfactoren van de verschillende value drivers. Dit is gedaan door tijdens de interviews aandacht te besteden aan het belang van de verschillende value drivers, zie tabellen 11 en 12. Uit de interviews blijkt dat niet elke value driver even belangrijk is.

Het uiteindelijke model ter bepaling van de rendementseis bij en MKB ondernemingen dat de conclusie is voor dit onderzoek is weergegeven in figuur 8:



Figuur 8: Rendementbepaling bij MKB ondernemingen

In dit hoofdstuk zal een conclusie worden gedaan omtrent het model waarmee het rendement op eigen vermogen voor MKB ondernemingen bepaald kan worden.

In dit rapport is verslag gedaan van een onderzoek naar de totstandkoming van rendementseisen bij bedrijfsoverdrachten. De hoofdvraag luidde:

Uit welke specifieke factoren bestaat het rendementseisenpakket voor MKB sectoren?

Het doel van dit onderzoek is het ontwikkelen van een model waarmee de rendementseis op het eigen vermogen voor MKB ondernemingen bepaald kan worden. Het model biedt een handreiking voor de praktijk omdat onderzocht is welke elementen relevant zijn voor de bepaling van de rendementseis op eigen vermogen. De aanleiding is de grotere behoefte aan informatie over bepalende factoren van rendementseisen door vergrijzing en een complexe wereld.

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste resultaten samengevat, de onderzoeksvragen besproken en conclusies en aanbevelingen gedaan. Uiteindelijk wordt de hoofdvraag van dit onderzoek beantwoord.

1. Wat is de relatie tussen bedrijfswaardering en rendementseisen?

Bedrijfsoverdrachten worden steeds belangrijker. Dit onderzoek richt zich op bedrijfsoverdrachten aan derden. Bij bedrijfsoverdrachten speelt bedrijfswaardering een belangrijke rol. Een waardering is een moeilijke economische berekening die bestaat uit het berekenen van toekomstige kasstromen en vermogenskosten, het bepalen van de 'continuing value' en het analyseren van deze veronderstellingen. Er zijn verschillende waarderingmethoden hiervoor ontwikkeld. In dit onderzoek is echter alleen de Discounted Cash Flow methode behandeld. Deze methode berekent de ondernemingswaarde door de toekomstige kasstromen te delen door de disconteringsvoet (een rendementseis voor het eigen en vreemd vermogen). Een rendementseis is het percentage rendement dat een koper wil behalen op de overdracht. Deze rendementseis is hoger wanneer de onderneming meer risico loopt; men wil een compensatie voor het verhoogde risico. Er kan geconcludeerd worden dat er een sterke relatie is tussen de bedrijfswaardering en rendementseisen; hoe hoger de rendementseis, hoe lager de waarde. Deze uiteindelijke ondernemingswaarde wordt gebruikt als basis voor een prijsbepaling bij een bedrijfsoverdracht.

Om de rendementseis op eigen vermogen voor beursgenoteerde ondernemingen te bepalen zijn er in de literatuur reeds een aantal modellen ontwikkeld. Echter deze modellen zijn niet bruikbaar voor MKB ondernemingen vanwege het ontbreken van een goede bèta, aandelenkoersen en compensatie voor verschillende risico's. Daarom wordt in dit onderzoek aandacht besteed aan de ontwikkeling van een model ter berekening van de rendementseis eigen vermogen voor een MKB onderneming.

2. Wat maakt bedrijfswaardering bij MKB ondernemingen specifiek?

Dit onderzoek richt zich op MKB ondernemingen. Dit zijn ondernemingen met maximaal 249 personeelsleden en waarbij de omzet maximaal €49 miljoen is. Er kan geconcludeerd worden dat het MKB ondernemingen specifieke kenmerken kent, waardoor de bedrijfswaardering anders verloopt. Motivaties voor deze conclusies zijn de verschillende en hogere risico's waarmee MKB ondernemingen te maken hebben; onder andere de illiquiditeit van aandelen, beperkte diversificatie en marktpositie. Door deze risico's wil een koper minder betalen en wordt er daarom een hoger rendement geëist; dit staat beter bekend als het small firm effect.

De rendementseis kan vervolgens bepaald worden door het CAPM model aan te passen aan dit small firm effect door de rendementseis te verhogen met een 'small firm premie'; een premie voor het investeren in een MKB onderneming. Ook kan het CAPM model worden aangepast met een 'Risico specifieke ondernemingspremie'; een premie voor het investeren in een specifieke onderneming met eigenschappen die een verhoogd risico opleveren.

Hiermee wordt aanbevolen om de rendementseis voor MKB ondernemingen als volgt te bepalen:

*** Rendement eigen vermogen = Risicovrij rendement + Rendement marktrisico + Small Firm Premie + Specifieke ondernemingsrisico Premie**

3. Welke value drivers beïnvloeden de prijs bij een koop/verkoop van een onderneming?

Value drivers zijn factoren die de waarde van een object beïnvloeden. Een waardeanalyse bestaat vooral uit het onderzoeken van deze waardebepalende factoren. Door middel van deze value drivers informatie kan worden nagegaan hoe de economische waarde van een onderneming kan worden verhoogd. Dit is interessant bij overdrachten tijdens prijsonderhandelingen.

De value drivers kunnen het beste worden onderverdeeld in de vier premies waarmee de rendementseis van een MKB onderneming berekend kan worden; risicovrije rendement, marktpremie, small firm premie en de risico specifieke ondernemingspremie.

Premie	Value driver
Risicovrij rendement	Rendement op 10-jarige staatsobligatie
Marktpremie	Algemeen rendement op de beurs
Small firm premie	Illiquiditeit
	Afhankelijkheid management
	Beperkte diversificatie
	Marktpositie
	Toetredingsbarrières
Risico specifieke ondernemingspremie	Markt
	Economie
	Industrie
	Winstgevendheid
	Leverage
	Groei omzet
	Volatiliteit
	Trackrecord
	Operationeel
	Afhankelijkheid klanten
	Afhankelijkheid personeel
	Afhankelijkheid leveranciers
	Afhankelijkheid technologie
	Reputatie
	Multi-eigendomstructuur
	Locatie
	Patenten
Controles	
Verkoopbaarheid	

Tabel 13: Value driver per premie

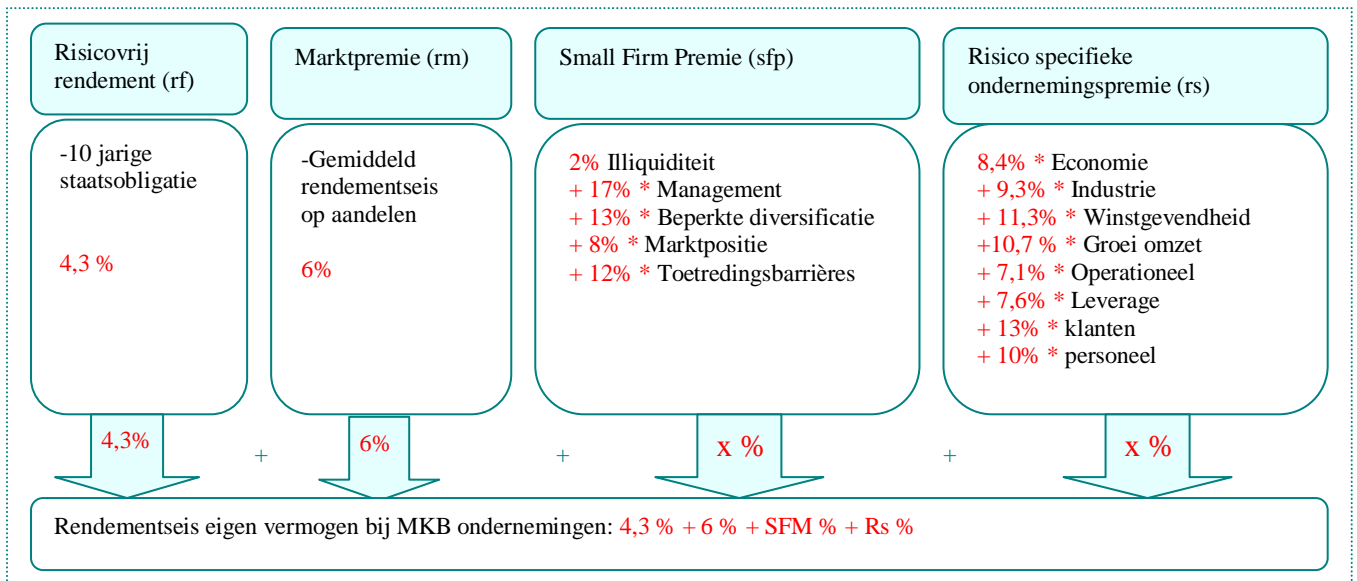
4. Wat voor rendementseisen hanteert men bij MKB ondernemingen in de praktijk?

Bij een bedrijfsoverdracht aan derden blijkt dat het verschilt per situatie welke waarderingmethode er wordt gehanteerd. Ook is gebleken dat hoe reëler de prognoses en uitgangspunten zijn, hoe minder discussie er over de vraagprijs ontstaat. Ook blijkt dat rendementseisen in de praktijk worden bepaald aan de hand van bandbreedtes. Dit zijn gemiddelden en standaarden die op de markt gelden voor de rendementseis. Het is gebleken dat de small firm premie tussen 2% en 7% ligt en dat de risico specifieke ondernemingspremie tussen de 0% en 9% ligt. Deze bandbreedtes zijn in het uiteindelijk model verwerkt. Ook zijn de maatstaven per value driver en de bijbehorende criteria voor de risicohoogte vastgesteld, zodat men makkelijk de rendementseis kan berekenen.

Uit het onderzoek is gebleken dat het risicovrije rendement een vast percentage is en deze bedraagt momenteel 4,3%. Ook de marktpremie is een vast percentage en is momenteel 6%. De small firm premie en de risico specifieke ondernemingspremie zijn bepaald door middel van de interviews.

Hoe worden rendementseisen voor MKB ondernemingen bepaald?

Het uiteindelijke model ter bepaling van de rendementseis bij en MKB ondernemingen dat als conclusie dient voor dit onderzoek is weergegeven in figuur 9:



Figuur 9: Rendementbepaling bij MKB ondernemingen

Wanneer men dit model wil gebruiken om de rendementseis van een onderneming te bepalen moet men enkele financiële cijfers van de onderneming weten. Om de rendementseis te kunnen bepalen, heeft men de volgende gegevens van de cliënt nodig:

- Balans van de cliënt van de afgelopen twee jaar (ROA, activa waarde, vreemd vermogen)
- Winst- en verliesrekening van de cliënt van de afgelopen twee jaar (ROA, netto winstmarge, groei omzet, vaste kosten / totale kosten)

Daarnaast moet men de volgende vragen stellen aan de cliënt:

- Wat is de productiviteit van het management (de gerealiseerde output / de verwachte output)
- Hoeveel kernproducten verkoopt de onderneming?
- Hoeveel subproducten verkoopt de onderneming?
- Hoe groot is het marktaandeel van de onderneming?
- Hoeveel omzet brengen de 5 beste klanten samen op?
- Hoe hoog is het ziekteverzuim?

Tot slot moet de adviseur zelf via brancheverenigingen een antwoord verschaffen omtrent de volgende vragen:

- Wat is de kapitaalinvesteringen die vereist is bij toetreding op de markt waarin de onderneming
- Wat is het huidige Bruto Binnelands Product?
- Wat is de Return on Assets van de industrie waarin de onderneming actief is?

BonsenReuling kan met dit model beter een rendementseis van een onderneming berekenen en hiermee een betere waardebeoordeling voor een cliënt uitvoeren. Dit model zal dan ook als basis dienen bij het adviseren van een verkoper/koper bij een bedrijfsoverdracht.

Aanbevelingen

Het model is met de relatief eenvoudig te achterhalen benodigde financiële gegevens goed toepasbaar bij elke cliënt. Daarnaast is het model door alle verschillende risico's bij MKB ondernemingen een goede weergave van de rendementseis eigen vermogen bij MKB ondernemingen. De meeste factoren in het model zijn op zichzelf maatstaven, echter over enkele factoren bestaat enige onenigheid; bijvoorbeeld de factor afhankelijkheid management en personeel. Ook valt er te discussiëren over welke maatstaf voor elke factor gebruikt kan worden, omdat er meerdere maatstaven gehanteerd kunnen worden. De gehanteerde factoren zijn gekozen vanwege de objectiviteit en kwantiteit van de maatstaven. Een ander kritisch punt is dat sommige criteria die voor de maatstaven zijn gehanteerd niet gespecificeerd is per sector. Er is echter gekozen voor een algemeen model, echter hierdoor zijn de criteria breder en algemeen van aard. Bovendien is de vraag hoeveel invloed een factor heeft op de andere factor en hoeveel correlatie er bestaat tussen welke factoren. Sommige factoren overlappen namelijk elkaar. Echter vanwege de beperkte (tijd)mogelijkheden van dit onderzoek, is dit niet meegenomen in het onderzoek en is daarom hierover een vervolgonderzoek mogelijk.

Wel is door middel van de interviews geconstateerd dat deze value drivers algemeen toepasbaar zijn. De vraag is alleen of dit model universeel bruikbaar is. Zo zullen bepaalde factoren in andere landen minder belangrijk geacht worden of worden er andere factoren, criteria en maatstaven belangrijk geacht. Zo zal in Japan technologie een belangrijk factor zijn, zal locatie in een dunbevolkt land als Griekenland belangrijker zijn en zal het criterium voor de economie in een onderontwikkeld land als Gambia anders zijn. Wil men dit model in een ander land gebruiken, zal men de criteria moeten aanpassen op statische gegevens van het specifieke land.

Tot slot zijn de criteria gebaseerd op gemiddelden en standaarden op de markt, echter deze data kan wellicht veranderen. Het is daarom aan te bevelen om elk jaar de gemiddelden en standaarden te onderzoeken. Bovendien is reeds in hoofdstuk twee geconcludeerd dat er een vervolgonderzoek mogelijk is over de totstandkoming van een rendementseis bij familieoverdrachten.

Referenties

-[ABN; 2008]

ABN: Brancherapporten Electronica

http://www.abnamro.nl/nl/images/Generiek/PDFs/020_Zakelijk/02_Sectoren/Retail/R_electronica.pdf

-[ALL; 2005]

Allen, D. (2005) Strategic acquisitions amid business uncertainty: charting a course for you company's M&A. Deloitte Research, Washington

-[ANG; 2007]

Anghel, L., Alina, F. (2007) *Analysis of place and role of SME's in the new member states of the European Union*. Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Academy of Economic Studies, Bucharet, April 2007

-[BAS; 2006]

Baskerville, R., C. Cordery (2006) *Small GAAP: a large jump for the IASB*. School of Accounting and commercial law Wellington, July 2006

-[BDO; 2004]

BDO (2004) *Rendement op eigen vermogen:*

http://www.bdo.nl/Pages/Rendement_op_eigen_vermogen_Vesteda.aspx - 52KB

-[BDO; 2006]

Sterk, P., C. Janssen (2006) *Extra rendementseis bij de waardering van middelgrote ondernemingen*. BDO Corporate Finance, Utrecht, 2006

-[BDO; 2008]

Internetsite BDO Accountings and advisors:

www.bdo.nl

-[BEL; 2007]

Izaks, B., D. Damon, B. Guha, P. Garstenveld (2007) *Private equity op beurs Amsterdam*. Beleggers belangen, Juni 2007, p.14

-[BLO; 1990]

Blom, F. (1990) Verschillende kopers betalen verschillende prijzen. Accountant, November 1990

[BOO; 1995]

-Boom, van den L., M. Bordes, P. Jong de, F. Slobbe van (1995) *Fusieperikelen; verhalen, adviezen en belevenissen van fusie- en overnamespecialisten*. Van Den Boom Groep, Financieel Economisch Magazine FEM, Amsterdam, March 1995

-[BRE; 2006]

Brealey, R., S. Myers, F. Allen (2006) *Corporate Finance*. McGraw-Hill Irwin, New York, eight edition

-[BRU; 2002]

Bruggeman, P., G. Vanbuggenhout (2002) *Een diversiteit aan waarderingmethoden: het bos door de bomen*. VMA Financien en accounting: ideeën en inzichten, p. 257

-[BUT; 2007]

Butler, P., K. Pinkerton (2007) *Quantifying Company-Specific Risk: a new, empirical framework with practical application*. BVR, Business Valuation Update, Vol. 13, Nr. 2, Februari 2007

-[CAR; 2000]

Carson, D., A. Gilmore (2000) *SME marketing management*. International Business Review, nr. 9, p. 363-382

-[DAM; 2000]

Damodaran, A. (2000) The dark side of valuation: firms with no earnings, no history and no comparables. Stern School of Business, New York, March 2000

-[DAM; 2002]

Damodaran, A. Investment Valuation, tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons Inc., University 2nd edition, New York

-[DAM; 2005]

Damodaran, A. (2005) *Marketability and value: measuring the illiquidity discount*. Stern School of Business, Juli 2005.

-[DAM;

2008]

Damodaran A. (2008) Beta by sector.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

-[DUR; 2007]

Durand, R., A. Juricey, G. Smith (2007) *SMB – arousal, disproportionate reactions and the size-premium*. Pacific-Basin Finance Journal, nr. 15, p. 315-328

-[EUR; 2003]

European Commission (2003) Recommendation EC: SME definition.

http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_en.htm

-[FLO; 2004]

Floren, R., S. Nandram (2004) *Bedrijfsoverdracht in het mkb: een nieuwe stap voor de ondernemer*. Universiteit Nyenrode, Breukelen, Juni 2004

-[GEN; 2006]

Gentle, C., D. Allen (2006) *M&A a new game as big players raise the bar*. Financial Executives International (FEI), Deloitte, Washington 2006

-[GEU; 1997]

Geus, P. de, C. Klumper, J. Scholten (1997) *Balans lezen voor het notariaat*. Kluwer, Amsterdam

-[HFD; 2008]

Financiële staatsobligaties gegevens uit Financieel Dagblad, donderdag 18 september 2008, p. 18

-[HLG; 2006]

Highland Global Strategy & Finance (2006) The specific company risk premium: a new approach:

<http://www.highlandglobal.com/index-8%20-%20Specific%20Company%20Risk%20Premium.html>

-[ING; 2008]

ING: Samenvatting Elektrotechnische groothandel

http://www.ingbank.nl/inet/cmn/common/cmn_index.jsp?unit=COR&paginakey=13378&advken=HomePageZbeni

-[JAN; 1999]

Janzing, G. (1999) *Eigen vermogen*. Praktijkboek Financieel Management, nr. 43, november 1999

-[JAC; 2008]

Jacobson, C (2008) *Unit valuation discount and premium adjustments*. Unit Valuation Insights, zomer 2008, p. 27-35

-[JOG; 2005]

Jong, J. de, A.J. van der Velden (2005) *Voorbeeldig ondernemen bij bedrijfsoverdracht in het MKB*. EIM onderzoek voor Bedrijf & Beleid, Zoetermeer, March 2005

-[JOH; 2006]

Johnson, G., K. Scholes, R. Whittington (2006) *Exploring corporate strategy*. Prentice Hall, Enhanced Media edition, 7de editie, New York, 2006

-[JON; 2008]

Jones, J. (2008) *Valuing small business, what is yours worth?*: <http://www.certifiedappraisers.com/BussValue2.html>

-[KAM; 2004]

Kama, I. (2004) *Revenues and earnings as key value drivers in various contexts: implications for Financial Management and Statement Analysis*. Graduate School of Business Administration, Israel, November 2004

-[KAZ; 2008]

Kazlauskienė, V., C. Christauskas (2008) *Business valuation model based on the analysis of business value drivers*. Engineering Economics, Nr. 2 (57), Kaunas (Russia), Februari 2008

-[KEI; 2005]

Keijzers, G. (2005) *Innovaties voor duurzaamheid in het MKB: naar nieuwe aangrijpingspunten voor beleid*. Center for Sustainability Nyenrode Business University, Breukelen, December 2005

-[KOB; 1984]

Kolbe, L., J. Read, G. Hall (1984) *The cost of capital; estimating the rate of return for public utilities*. Charles River associates study, MIT Press Cambridge

-[KOC; 1999]

Koch, C., J. de Kok (1999) *A human-resource based theory of the small firm*. EIM Small business research and consultancy, Zoetermeer, October 1999

-[KOL; 2005]

Koller, T., M. Goedhart, D. Wessels (2005) *Valuation, measuring and managing the value of companies*. University fourth edition, McKinsey & Company, New Jersey

-[KUI; 2005]

Kuipers, F., R. Jonk (2005) *Aspecten bij de waardering onderneming: uw onderneming in de aanbidding*. Fiscaal Rendement, BDO, Nr. 5, Mei 2005

-[LEA; 2005]

Leach, C., R. Melicher (2005) *Entrepreneurial finance*. Thomson South-Western, Second edition, New York

-[MAR; 2007]

Mars, R. (2007) *Bedrijfsopvolging, een kwestie van bewustwording?* Universiteit Twente, Maart 2007

-[MKB; 2008]

MKB Nederland (2008) *Het Midden- en kleinbedrijf*: http://www.mkb.nl/Het_midden-_en_kleinbedrijf

-[MSG; 2008]

MSG Accountants, consultants & business valuers. Valuation & Forensic strategic; understanding risk in business valuation.

<http://www.msgcpa.com/general.php?category=Valuation+%26+Forensic+Strategies&headline=Understanding+Risk+in+Business+Valuation>

-[NIV; 2007]

Duitsman, J,m R. Floren (2007) *Praktijkhandreiking bedrijfsoverdracht*. NIVRA Actualiteiten 3, Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants, Amsterdam

-[NIV; 2008]

NIVRA/NOvAA, 4-21-2008: www.wateenaccountantdoet.nl

-[NOV; 2004]

Nederlandse Orde van Accountants-Administratieconsulenten (2004) *Overnames vaak geen goede investeringen*. Accountant Adviseur, Nr. 12, December 2004

-[OUD; 2006]

Oudmaijer, S., J. Meijaard (2006) *De externe adviseur bij bedrijfsoverdrachten in het MKB*. EIM Research, Zoetermeer, Juni 2006

-[OND; 2008]

Kennissite MKB en ondernemerschap

<http://www.ondernemerschap.nl/index.cfm/1,98,310,0,html/Kerncijfers>

-[OVE; 2005]

Kock, de A., W. Meenink, J. Plantenga, B. Stolwijk (2005) *De 100 meeste gestelde vragen over de (ver-)koop van uw onderneming*. De Overname Adviseurs, Apeldoorn, Januari 2005

-[PRA; 1998]

Pratt, S., R. Reilly, R. Schweichs (1998) *Valuing small business and professional practices*. McGraw-Hill, New York, third edition

-[PRA; 2000]

Pratt, S., R. Reilly, R. Schweih's (2000) *Valuing a business*. Fourth edition. McGraw-Hill Professional, New York

-[PRA; 2001]

Pratt, S. (2001) *Business valuation, discounts and premiums*. First edition, Wiley & Sonc, New York

-[PRA; 2003]

Pratt, S. (2003) *Cost of capital: estimation and applications*. Second edition. McGraw-Hill, New York

-[RAB; 2008]

Rabobank: Trends en cijfers, Groothandel in computers, randapparatuur en software

http://www.rabobank.nl/bedrijven/advies/speciaal_voor/cijfers_trends/branches/default

-[RAP; 1998]

Rappaport, A. *Creating Shareholder value*. New York, 1998

-[REI; 2008]

Reilly, R. (2008) *Value & Cents*. American bankruptcy institute Journal, Februari 2008

http://findarticles.com/p/articles/mi_qa5370/is_200802?pnnum=11&opg=n24394429&tag=artBody;col1

-[SCH; 1982]

Schilt, J. (1982) A rational approach to capitalization rates for discounting the future income stream of closely held companies. *The financial planner*, January 1982

-[SCR; 2006]

Schrijnemaekers, M. (2006) *Waardebepaling in het MKB*. ESB, Dossier Bedrijfsoverdracht, *Talaton Corporate Finance*, 2003, Vol. 88, p.12-14

-[SET;

2008]

Setunsky, M. (2008) *Do I need a business valuation?* Northon Virginia, Februari 2008. Database Scribd:

<http://www.scribd.com/doc/2036885/Do-I-Need-a-Business-Valuation>

-[SLO; 1996]

Sloterdijk, M.O. (1996) *De rendementseis van niet-beursgenoteerde ondernemingen*. *Praktijkboek Financieel Management*, No. 33, III.2.12, August 1996

-[SMI; 1985]

Smith, R., J. Booth (1985) *The application of errors-in-variables methodology to capital market research: evidence on the small-firm effect*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, nr. 4, December 1985, p. 501-515

-[SRA; 2002]

Blok, P. de, T. Derksen, W. Diagos, B. Lomeijer, Notenboom, W. Post, D. van Sluis, W. Smeets, J. de Wijs (2002) *Fusies & Overnames: een SRA-handboek met praktische informatie*. Samenwerkende Registeraccountants & Accountants-administratieconsulenten, Elsevier, Amsterdam

-[SUL; 2006]

Sullivan, P. (2006) *Valuation concept*. 1 November 2006, Winter 2006

-[TUL; 1994]

Tuller, L. (1994) *The small business valuation book*. Adams Small Business Series and Business skills series, Adams Media, United States

-[TUR; 1998]

Turner, R. (1998) Projects for shareholder value: the influences of project performance parameters at different Financial Ratios. *Project Management*, Nr. 4, 1998

-[VEL; 2005]

Velden, A. van der, G. de Jong (2005) *Voorbeeldig ondernemen bij bedrijfsoverdracht in het MKB*. EIM Onderzoek voor Bedrijf & Beleid, Zoetermeer, Maart 2005

-[WEG; 2007]

Wegwijs (2007) *Amerikaanse hypotheeklen tackelden rendement aandelen*

<http://www.wegwijs.nl/index.php?id=2358>

-[WRW; 2008]

WR (2008) *Waarderingsmethoden*.

<http://www.wr.nl/academy/cursussen/19-wr-waardering-ondernemingen-concern-controllers-corporate-finance/54-03-waarderingsmethoden>

De vragen die tijdens de interviews zijn gesteld zijn:

1. Hoeveel transacties begeleidt uw onderneming per jaar?
2. Hoe ziet een bedrijfsoverdracht eruit en wat is uw rol hierin?
3. Wat zijn de motivaties van kopers/verkopers voor een bedrijfsoverdracht en wat voor invloed heeft dit op het overdrachtsproces?
4. Wat voor waarderingsmethodiek gebruikt u tijdens de waarderingsfase?
5. Welke factoren en risico's laat u meewegen tijdens de bedrijfswaardering?
6. Hoe kan men het beste een geschikte kandidaat vinden voor de overdracht?
7. Hoe ziet het onderhandelingsproces eruit?
8. Hoe komt de rendementseis van de koper/verkoper tot stand?
9. Wat is uw mening omtrent de volgende waardebepalende factoren/value drivers?*

 - Illiquiditeit
 - Marktpositie
 - Industrie
 - groei omzet
 - leverage
 - Volatiteit
 - Reputatie
 - locatie
 - afhankelijkheid management
 - toetredingsbarrieres
 - branche
 - operationeel
 - afhankelijkheid personeel
 - afhankelijkheid leveranciers
 - mutli-eigendomstructuur
 - patenten
 - beperkte diversificatie
 - economie
 - winstgevendheid
 - afhankelijkheid klanten
 - track record
 - afhankelijkheid technologie
 - controle en procedures

10. Heeft u andere belangrijke factoren die u vindt meewegen in een bedrijfswaardering?
11. Hoe belangrijk vindt u deze value drivers? Geef deze factoren een cijfer tussen 0 tot 10.
12. Onder wat voor omstandigheden worden de berekende rendementseisen behaald?
13. Wat zijn vuistregels die u gebruikt voor het waarderingsproces?
14. Wat zijn belangrijke verschillen tussen de praktijk en de theorie?

* De definitie uit hoofdstuk 4 worden gegeven om eenduidigheid te geven over wat er precies met elke value driver bedoeld wordt.

Bijlage 2

Resultaten interviews

	Managem-ent	Beperkte diversif-icatie	Markt-positie	Toetredings-barrières	Markt	Econo-mie	Indu-strie	Branche	Winst
Respondent 1	9	7	6	8	6	6	8	9	8
Respondent 2	10	8	4	8	6	7	8	10	9
Respondent 3	10	7	6	9	4	6	9	10	8
Respondent 4	10	7	5	7	5	8	7	10	10
Respondent 5	9	9	6	6	5	6	6	9	9
Respondent 6	10	8	5	7	6	7	7	10	8
Respondent 7	10	9	6	6	6	7	6	10	9
Respondent 8	9	8	4	8	3	8	8	10	10
Respondent 9	10	6	3	8	4	8	8	10	8
Respondent 10	10	6	4	8	4	8	8	9	7
Respondent 11	9	7	6	6	5	5	6	10	7
Respondent 12	10	7	5	7	6	6	7	9	7
Respondent 13	8	8	6	8	6	7	8	10	8
Respondent 14	10	8	5	8	6	8	8	10	8
Respondent 15	9	6	6	6	5	5	6	9	6
Respondent 16	10	7	5	8	5	7	7	10	7
Respondent 17	10	8	3	8	5	6	8	9	8
Respondent 18	9	6	4	8	3	7	8	9	9
Respondent 19	10	9	5	7	4	5	7	9	9
Respondent 20	10	7	5	6	5	6	7	10	7
Respondent 21	10	6	4	6	5	8	6	9	10
Respondent 22	10	9	5	7	4	7	6	9	9
Respondent 23	9	9	3	6	5	5	7	8	9
Respondent 24	10	9	3	7	4	4	8	9	9
Respondent 25	9	8	4	8	3	6	7	10	8
Respondent 26	10	8	5	7	3	6	8	9	8
Respondent 27	10	9	5	5	6	4	5	10	9
Respondent 28	10	7	5	5	5	5	7	10	10
Respondent 29	10	9	6	8	5	5	6	9	9
Respondent 30	9	8	6	8	6	7	8	9	8
Respondent 31	10	9	5	6	5	6	7	10	9
Respondent 32	10	8	3	8	4	7	7	8	8
Respondent 33	10	9	4	7	3	3	8	10	9
Respondent 34	10	9	4	5	5	5	5	8	9
Respondent 35	8	9	5	4	4	6	7	10	9
Respondent 36	10	7	6	4	6	3	6	9	7
Respondent 37	10	8	3	6	3	4	4	7	8
Respondent 38	9	5	5	4	6	6	7	10	7
Respondent 39	8	6	6	5	5	5	6	8	6
Respondent 40	9	8	3	5	5	5	3	8	8
Totale score	383	308	189	268	191	240	275	372	331
Gemiddelde score	9,6	7,7	4,7	6,7	4,8	6,2	6,9	9,3	8,3
Spreiding	8-10	5-9	3-6	4-9	3-6	3-8	3-9	7-10	6-10
Standaard deviatie	0,6360	1,1368	1,0619	1,3436	1,0250	1,3587	1,2234	0,7910	1,0374
95% betrouwbaarheid	0,0063	0,0113	0,0106	0,0133	0,0102	0,0135	0,0122	0,0078	0,0103

	Leverage	Groei	Aandeel	Track Record	Klanten	Personeel	Leveranciers	Technologie	Reputatie
Respondent 1	5	6	3	3	10	6	6	6	5
Respondent 2	6	6	4	4	10	7	7	3	5
Respondent 3	4	8	7	7	9	5	4	4	6
Respondent 4	4	8	4	4	10	6	4	4	4
Respondent 5	6	6	5	5	10	7	5	5	5
Respondent 6	5	7	2	2	10	8	6	8	6
Respondent 7	3	9	6	6	9	7	4	4	6
Respondent 8	3	8	6	6	10	7	3	3	4
Respondent 9	5	7	2	2	10	5	5	5	5
Respondent 10	4	10	5	5	10	10	3	5	5
Respondent 11	6	9	3	3	9	7	5	5	5
Respondent 12	5	8	4	4	8	8	4	4	4
Respondent 13	4	9	4	4	10	7	7	2	2
Respondent 14	7	10	4	4	10	6	6	1	1
Respondent 15	5	7	1	1	10	8	4	2	2
Respondent 16	7	7	4	4	10	7	6	2	2
Respondent 17	5	8	3	3	10	8	5	4	4
Respondent 18	6	9	2	2	9	9	5	4	4
Respondent 19	7	10	1	1	10	7	6	3	3
Respondent 20	7	7	2	2	9	8	4	4	4
Respondent 21	6	6	1	1	10	9	2	1	3
Respondent 22	6	8	8	8	10	7	3	2	3
Respondent 23	7	7	3	3	9	7	5	4	3
Respondent 24	4	8	2	2	10	6	6	3	3
Respondent 25	7	7	5	1	10	9	2	4	4
Respondent 26	5	9	4	4	10	7	4	2	4
Respondent 27	7	7	3	0	10	6	5	1	5
Respondent 28	5	9	2	2	9	9	3	2	5
Respondent 29	5	9	2	2	10	6	4	1	5
Respondent 30	6	6	4	0	10	9	3	3	3
Respondent 31	5	8	1	1	10	7	2	2	3
Respondent 32	7	7	2	2	9	6	3	3	3
Respondent 33	6	6	1	1	7	8	3	5	3
Respondent 34	8	8	1	1	9	8	5	4	7
Respondent 35	8	9	4	2	10	9	5	6	5
Respondent 36	6	9	2	2	10	6	4	4	6
Respondent 37	7	8	2	3	10	5	1	3	5
Respondent 38	5	9	3	1	10	7	4	3	4
Respondent 39	7	8	2	2	8	6	7	3	3
Respondent 40	7	8	3	2	10	7	6	5	5
Totale score	228	315	127	112	384	287	176	139	164
Gemiddelde score	5,7	7,9	3,2	2,8	9,6	7,2	4,4	3,6	4,1
Spreiding	3-8	6-10	1-8	0-8	7-10	5-10	2 en 7	1-8	1-7
Standaard deviatie	1,2850	1,1808	1,7080	1,8564	0,7089	1,2380	1,4815	1,5357	1,4545
95% betrouwbaarheid	0,0127	0,0117	0,0169	0,0184	0,0070	0,0123	0,0132	0,0152	0,0144

	Multi eigendom	Locatie	Patenten	Controles	Operationeel
Respondent 1	5	7	2	3	7
Respondent 2	3	5	3	4	5
Respondent 3	2	5	3	1	4
Respondent 4	6	5	5	2	3
Respondent 5	5	5	3	3	5
Respondent 6	1	2	2	2	5
Respondent 7	4	4	1	0	3
Respondent 8	2	2	2	3	3
Respondent 9	3	3	3	1	5
Respondent 10	7	7	2	4	4
Respondent 11	6	6	2	2	6
Respondent 12	7	7	3	3	3
Respondent 13	4	4	4	2	4
Respondent 14	3	3	3	1	7
Respondent 15	5	5	0	5	5
Respondent 16	6	6	4	2	4
Respondent 17	2	3	3	4	5
Respondent 18	7	7	2	3	6
Respondent 19	5	5	1	5	6
Respondent 20	4	4	4	4	4
Respondent 21	3	3	3	3	6
Respondent 22	6	6	1	1	4
Respondent 23	2	2	2	2	7
Respondent 24	6	6	3	3	4
Respondent 25	7	7	2	2	7
Respondent 26	6	6	3	3	5
Respondent 27	4	4	2	2	7
Respondent 28	8	8	1	1	5
Respondent 29	6	6	2	2	5
Respondent 30	3	3	1	3	6
Respondent 31	4	4	5	5	5
Respondent 32	2	5	1	4	7
Respondent 33	3	3	2	2	6
Respondent 34	2	2	2	2	8
Respondent 35	2	4	4	4	8
Respondent 36	4	6	2	2	6
Respondent 37	3	3	3	3	2
Respondent 38	6	6	0	1	5
Respondent 39	5	5	2	2	7
Respondent 40	3	7	3	3	8
Totale score	172	191	96	104	212
Gemiddelde score	4,3	4,8	2,4	2,6	5,3
Spreiding	1-8	2-8	0-5	0-5	2-8
Standaard deviatie	1,8285	1,6716	1,1723	1,2153	1,5225
95% betrouwbaarheid	0,0181	0,0166	0,116	0,0120	0,0151

Tabel 14: resultaten belang value drivers

In bovenstaand model is onder andere de cijfers die respondenten gaven aan elke factor weergegeven. Daarnaast is het gemiddelde cijfer, de spreiding, de standaard deviatie en de betrouwbaarheid voor elke factor berekend. Deze resultaten zijn in hoofdstuk 5 gebruikt voor de formule van de small firm premie en de risico specifieke ondernemingspremie.

De standaard deviatie (ook wel standaard afwijking genoemd) is een maat voor de spreiding van een variabele. Deze maatstaf geeft aan wat de mate is waarin de waarden onderling verschillen (gemiddelde afwijking van de gemiddelde score). Men kan men concluderen dat hoe hoger de standaard deviatie hoe meer de resultaten fluctueren en hoe minder betrouwbaar de resultaten zijn.

Uit de tabel kan men concluderen dat de value drivers multi eigendomstructuur, locatie, volatiliteit en trackrecord minder betrouwbaar zijn, terwijl de resultaten van de value drivers branche, afhankelijkheid klanten en afhankelijkheid van het management minder fluctueren en meer betrouwbaar geacht kunnen worden.

De 95% betrouwbaarheid geeft een ondergrens en een bovengrens van de betrouwbare resultaten van de resultaten. Hoe groter de betrouwbaarheid, hoe meer de berekende intervallen de parameter zullen bevatten. Bij herhaling van de procedure mag men verwachten dat 95% van de zo berekende intervallen de berekende waarde bevatten. Ook hier kan men concluderen dat hoe lager deze waarde hoe beter. Omdat deze parameter bestaat uit alfa (% betrouwbaarheid), de standaard deviatie en het aantal resultaten per factor, echter omdat alleen de standaard deviatie per factor verschilt zijn dezelfde conclusies te maken als bij de standaard deviatie is gedaan.

Andere interessante conclusies die uit bovenstaande tabellen zijn af te leiden is dat sommige factoren een hele grote spreiding hebben en andere factoren een kleine spreiding. Dit houdt in dat de factoren met een kleine spreiding een objectievere weergave geven van het belang, omdat men hierover het meer met elkaar eens is dan over factoren met een grote spreiding. Zo is te zien dat over de small firm premie factoren meer overeenstemming is dan over de risico specifieke ondernemingspremie; dit is een goed argument om de onbelangrijke factoren van de risico specifieke ondernemingspremie te elimineren uit het model.

Zo is op basis van het gemiddelde en de standaard deviatie af te leiden dat de value drivers multi eigendomsstructuur, locatie, patenten, controles, volatiliteit, trackrecord, afhankelijk van leveranciers, afhankelijkheid van technologie en reputatie onbetrouwbaar of onbelangrijk zijn (lage gemiddelde score).

Tot slot zijn er twee bijzondere value drivers waarvan de kwantitatieve resultaten tegenstrijdig zijn met de kwalitatieve resultaten van de interviews; namelijk de value driver branche en marktpositie. Ten eerste blijkt dat de branche een zeer belangrijke value driver is volgens de respondenten. Echter uit de interviews kwam naar voren dat bijna alle respondenten de branche factor wel laten meewegen in de bedrijfswaardering, maar dat de respondenten van mening zijn dat de branche meetfactor (de beta) gebaseerd is op Amerikaanse beursgenoteerde onderneming en deze niet representeerbaar zijn voor Nederlandse MKB ondernemingen. Daarom hanteert men een beta van 1 in de bedrijfswaardering; uiteindelijk heeft de beta dus geen invloed op de bedrijfswaardering. Daarom is gekozen om deze value driver uit het model te elimineren. Ten tweede blijkt dat men de value driver markt erg belangrijk vindt, echter zijn de respondenten van mening dat deze value driver reeds voorgekomen is in de small firm premie (marktpositie). Meerdere respondenten gaven aan dat zij het verschil niet inzien tussen deze twee verschillende value drivers. Daarom is gekozen om de value driver markt uit de risico specifieke ondernemingspremie te elimineren; anders zou hetzelfde risico dubbel meegenomen worden, omdat deze met elkaar correleren.

Voordat ik begon aan mijn afstudeeropdracht heb ik enkele leerdoelen opgesteld die ik tijdens mijn afstuderen wou behalen. Deze zijn als volgt geformuleerd:

- Ervaringen opdoen in het opstellen van een onderzoek
- Methodologische analyse uitvoeren en het structureren van de informatie
- Het formuleren van de resultaten in een onderzoeksrapport
- Vergroten van inzicht bedrijfswaarderingen
- Het verkrijgen van (praktische) kennis over rendementseisen
- In contact komen met ervaringsdeskundigen in accountancy en bedrijfswaarderingen
- Het ontwikkelen van een meer analytische beeld
- Het wetenschappelijk onderzoek kunnen linken met de praktijk

Tijdens mijn afstudeerperiode heb ik veel mogen leren. Terugkijkend op de leerdoelen kan ik concluderen dat de leerdoelen zijn behaald. Zo heb ik veel ervaring mogen opdoen over bedrijfswaardering. Tijdens de diepte-interviews heb ik veel kennis en ervaring mogen verschaffen. Bovendien vond ik het een unieke ervaring om ook een praktisch element in mijn afstudeeropdracht te mogen hebben.

Een zwak punt dat tijdens mijn afstuderen goed naar voren kwam, is het slecht structureren van informatie. Ik heb veel moeite gehad met het ordenen en structureren van alle verzamelde informatie. Voornamelijk tijdens het schrijven van mijn theoretisch kader vond ik veel informatie relevant, waardoor de scriptie naar mijn mening ongeorganiseerd en chaotisch was. Gelukkig heb ik veel ondersteuning en hulp van mijn begeleiders mogen ontvangen. Daardoor vielen uiteindelijk, voor mij gevoel, alle puzzelstukjes in elkaar. Ook het correct formuleren en het wetenschappelijk formuleren vond ik lastig. Echter door veel te oefenen ben ik ervan overtuigd dat ik veel heb geleerd, wat mij in de rest van mijn leven kan helpen. Het heeft mij gestimuleerd om juist het onderste naar boven te halen.

Interessant vond ik het te ervaren hoe complex waarden kan zijn, omdat veel aspecten uit mijn Bedrijfswetenschappen studie naar voren komen. Bovendien waren de interviews zeer interessant om te mogen uitvoeren. Ik had niet gedacht dat er toch relatief veel specialisten ingingen op mijn verzoek om een interview te mogen afnemen. De response was vrij hoog en het enthousiasme over mijn onderwerp erg hoog. Deze diepte-interviews brachten veel inzichten bij elkaar en waren zeer leerzaam. Omdat bedrijfswaardering een praktische bedrijfstak is, blijken de interviews ook zeer nuttig. Door middel van de interviews kon ik ook beter het wetenschappelijk onderzoek linken met de praktijk.

Helaas bleek de beheersing van de Engelse taal onvoldoende te zijn. Gelukkig werd het verzoek om de scriptie in het Nederlands te schrijven goedgekeurd omdat relevante bestaande literatuur in het Nederlands geschreven is, de resultaten ontstaan zijn op basis van Nederlandse kwantitatieve en kwalitatieve gegevens en de geïnteresseerde Nederlandse lezers een voorkeur hebben voor de Nederlandse taal. Wel heb ik mijn Engelse vaardigheden door de vele oefeningen kunnen verbeteren. Een van mijn doelstellingen voor de toekomst is ook om mijn Engelse vaardigheden te verbeteren.

Gelukkig is het niet tegengevallen om mij zolang bezig te houden met hetzelfde onderwerp. Wel zie je gemakkelijker dingen over het hoofd als je er zolang mee bezig bent. Ook heb ik kunnen proeven hoe het is om een half jaar te werken, maar ook bij wat voor soort bedrijf ik later wil gaan werken, naar wat voor aspecten ik moet kijken voor mijn keuze, maar ook wat ik precies wil.

Ten slotte wil ik nogmaals aangeven dat ik het erg leuk vond om binnen een externe organisatie mijn scriptie te mogen uitvoeren. De praktische ervaringen die ik daar heb mogen opdoen omtrent accountancy zijn ook een grote opbrengst geweest tijdens mijn afstuderen.