

Belastingdienst

Belastingdienst, Postbus 58944, 1040 EE Amsterdam



[Port betaald]

Grote ondernemingen Kantoor Amsterdam

Kingsfordweg 1
1043 GN Amsterdam
Postbus 58944
1040 EE Amsterdam
www.belastingdienst.nl

Doorkiesnummer



E-mailadres

@belastingdienst.nl

Datum

14 juli 2020

Team

Unit 2

Behandeld door



Onze referentie

Wob

Betreft: Beslissing op uw Wob-verzoek van 26 mei 2020

Geachte

In uw verzoek van 13 mei 2020 heeft u met een beroep op de Wet openbaarheid van bestuur (hierna; Wob) om openbaring verzocht van alle documenten die betrekking hebben op het Business Valuation Team (hierna: LBVT) van de Belastingdienst. In overleg met u is het verzoek verder ingekaderd en meer gespecificeerd. In uw mail van 26 mei 2020 vraagt u om documentatie van het Business Valuation Team van de Belastingdienst met betrekking tot de waardering van aandelen ter zake van bestaande bedrijven en start-ups.

Bij de precisering van 26 mei 2020 stelt u ook een aantal vragen over de wijze waarop aandelen worden gewaardeerd, welke methodes toelaatbaar zijn, welke informatie moet worden aangeleverd etc. Ik wil u er op wijzen dat de Wob niet is bedoeld om vragen aan een bestuursorgaan te stellen die het bestuursorgaan vervolgens moet beantwoorden. Voor zover over het gevraagde in documenten informatie is opgenomen kunnen die documenten wel worden geopenbaard.

Bij mail van 8 juni 2020 heeft van het Ministerie van Financiën u bericht dat de beslistermijn is verdaagd tot 21 juli 2020.

Wettelijk kader

Uw verzoek valt onder de reikwijdte van de Wob. Voor de relevante Wob-artikelen verwijs ik u naar bijlage 1.

Inventarisatie documenten

Op basis van uw verzoek zijn in totaal zeven documenten aangetroffen die deels in aanmerking komen voor openbaring.

Besluit

Ik heb besloten deels aan uw verzoek tegemoet te komen.

(Gedeeltelijk) openbaar

In de volgende documenten is informatie aangetroffen die betrekking heeft op uw verzoek en die deels voor openbaarmaking in aanmerking komen:

1. Kort verslag en afspraken Teambuilding en Kennisdeling LBVT (23 en 24 november 2017)
2. Verslag van bijeenkomst LBVT van 24 mei 2018
3. Kort verslag en afspraken Teambuilding en Kennisdeling LBVT (3 en 4 december 2018)
4. LBVT Jaarverslag 2018
5. Verslag van bijeenkomst LBVT van 23 januari 2020
6. Leerboek 'kennismaken met waarderen'
7. Presentatie van het LBVT van 23 januari 2014

Grote ondernemingen
Kantoor Amsterdam

Datum
14 juli 2020

Onze referentie
Wob

Van de documenten 2, 3 en 4 neem ik de relevante passages uit doelmatigheidsoverwegingen op in deze beslissing. In de overige documenten is bij de informatie die *niet* openbaar wordt gemaakt, de toepasselijke uitzonderingsgrond opgenomen. Die weigeringsgronden zullen hierna bij "overwegingen" worden toegelicht. Deze documenten (hiervoor genummerd 1, 5, 6 en 7) treft u aan als de bijlagen 2, 3, 4 en 5 bij deze beslissing

Geopenbaarde passages uit documenten 2, 3 en 4:

Uit Verslag van bijeenkomst LBVT van 24 mei 2018:

Conclusie 20 maart blijft staan > LBVT: niet rekenen met Brookz-gegevens"
en
"LBVT gaat er van uit dat de MRP levered; de markt levert info over kel, niet over de keu. "

Uit Kort verslag en afspraken Teambuilding en Kennisdeling LBVT (3 en 4 december 2018):

"Latente belastingvoorzieningen. In principe geldt latentie contant maken tenzij de omstandigheden zich er tegen verzetten, zoals bijvoorbeeld bij liquidatie."

Uit LBVT Jaarverslag 2018:

"Intern wordt nog wel eens de vraag opgeroepen of altijd moet worden gewaardeerd met de discounted cashflow methode. Dat is geen ijzeren wet, maar de tijd dat in de financiële wereld wordt gesproken over vier tot acht keer de boekhoudkundige winst is verleden tijd. Dat is nu ook wel binnen de Belastingdienst doorgedrongen."

Niet openbaar

Een deel van de aangetroffen documenten sluit ik integraal uit, omdat de stukken vallen onder de geheimhoudingsplicht van artikel 67 van de Algemene wet inzake rijksbelastingen, buiten de reikwijdte van het verzoek vallen, of al openbaar zijn.

Voor de motivering verwijs ik naar het onderdeel "Overwegingen" van dit besluit.

Overwegingen

Algemene overwegingen

Ingevolge artikel 3, vijfde lid van de Wob, wordt een verzoek om informatie ingewilligd met inachtneming van het bepaalde in de artikelen 10 en 11 van de Wob. Het recht op openbaarmaking op grond van de Wob dient uitsluitend het publieke belang van en goede en democratische bestuursvoering. Het komt iedere burger in gelijke mater toe. Daarom kan ten aanzien van de openbaarheid geen onderscheid worden gemaakt naar gelang de persoon of de bedoeling of belangen van de verzoeker. Bij de te verrichten belangenafweging worden dan ook betrokken het

algemene belang bij openbaarmaking van de gevraagde informatie en de door de weigeringsgronden te beschermen belangen, maar niet het specifieke belang van de verzoeker.

Evenmin kent de Wob een beperkte vorm van openbaarmaking. Dit betekent dat openbaarmaking van de gevraagde documenten uitsluitend aan u op grond van de Wob niet mogelijk is. Indien ik aan u de betreffende documenten verstrek, moet ik deze voor iedereen toegankelijk publiceren. In dat licht vinden de onderstaande belangenafwegingen dan ook plaats.

Grote ondernemingen
Kantoor Amsterdam

Datum
14 juli 2020

Onze referentie
Wob

De eerbiediging van de persoonlijke levenssfeer

Op grond van artikel 10, tweede lid, aanhef en onder e, van de Wob blijft verstrekking van informatie achterwege voor zover het belang daarvan niet opweegt tegen het belang dat de persoonlijke levenssfeer wordt geëerbiedigd.

In de aangetroffen documenten staan persoonsgegevens. Dit betreft namen, e-mailadressen en telefoonnummers. Deze gegevens maak ik niet openbaar. Ik ben van mening dat ten aanzien van de genoemde persoonsgegevens de privacy van betrokkenen prevaleert boven het belang van openbaarmaking. Hierbij heb ik in de beoordeling betrokken of de betrokken personen vanuit hun functie regelmatig in de openbaarheid treden of hebben getreden. De genoemde persoonsgegevens heb ik verwijderd uit de documenten.

Op de gedeeltelijk openbaar gemaakte documenten, heb ik de toepassing van artikel 10, tweede lid, aanhef en onder e, van de Wob aangegeven met de code "10,2,e" als notatiewijze.

Persoonlijke beleidsopvattingen in stukken van intern beraad

Artikel 11, eerste lid, van de Wob bepaalt dat in geval van een verzoek om informatie uit documenten, opgesteld ten behoeve van intern beraad, geen informatie wordt verstrekt over daarin opgenomen persoonlijke beleidsopvattingen.

Deze beperking is opgenomen omdat een ongehinderde bijdrage van ambtenaren aan de interne beleidsvorming gewaarborgd moet zijn. Zij moeten in alle openhartigheid onderling kunnen communiceren. Onder persoonlijke beleidsopvattingen worden verstaan: meningen, opinies, commentaren, conclusies e.d., met de daartoe aangevoerde argumenten.

Op de gedeeltelijk openbaar gemaakte documenten, heb ik de toepassing van artikel 11, eerste lid van de Wob aangegeven met de code "11,1" als notatiewijze.

Geheimhouding op grond van artikel 67 AWR

Op grond van artikel 67 van de Algemene wet inzake rijksbelastingen (hierna: AWR) rust op mijn een geheimhoudingsplicht. Artikel 67 vormt een lex specialis ten opzichte van de Wob. Dit brengt met zich dat de bijzondere geheimhoudingsbepaling van artikel 67 AWR, waarin ook is opgenomen wanneer er wel informatie mag worden verstrekt, prevaleert boven de Wob. In dit artikel is geregeld dat het een ieder verboden is hetgeen hem uit of in verband met enige werkzaamheid bij de uitvoering van de belastingwet over de persoon of zaken van een ander blijkt of wordt meegedeeld, verder bekend te maken dan noodzakelijk is voor de uitvoering van de belastingwet of voor de invordering van enige rijksbelasting.

Op de gedeeltelijk openbaar gemaakte documenten, heb ik de toepassing van artikel 67 AWR aangegeven met de code "art. 67 AWR" als notatiewijze.

Buiten reikwijdte van het verzoek

In de (ten dele) geopenbaarde documenten komen ook passages voor die geen betrekking hebben op uw verzoek om geïnformeerd te worden over aandelenwaardering. Het gaat daarbij veelal om informatie over de interne bedrijfsvoering in relatie tot het LBVT.

Op de gedeeltelijk openbaar gemaakte documenten, heb ik deze passages aangeduid met de code "buiten reikwijdte verzoek" als notatiewijze.

Wijze van openbaar maken

De documenten die door mij openbaar worden gemaakt treft u bij dit besluit in kopie aan. De openbaar gemaakte documenten en dit besluit in beginsel worden geplaatst op www.rijksoverheid.nl, zodat deze voor een ieder beschikbaar zijn.

Hoogachtend,

De staatssecretaris van Financiën – Fiscaliteit en Belastingdienst

namens deze,

De directeur van Belastingen GO

namens deze,



Rechtsmiddelverwijzing

Als u het niet eens bent met deze beslissing, kunt u binnen zes weken na dagtekening van deze brief een bezwaarschrift indienen bij de staatssecretaris van Financiën, p/a Belastingdienst Amsterdam, postbus 58944, postcode 1040 EE Amsterdam.

Houd hierbij rekening met het volgende:

1. Het bezwaarschrift moet door de indiener zijn ondertekend;
2. Het bezwaarschrift bevat tenminste de naam en het adres van de indiener, een omschrijving van het besluit waartegen het bezwaar zich richt en de gronden waarop het bezwaar rust;
3. Ten aanzien van de geheimhoudingsplicht van artikel 67 AWR staat geen bezwaar of beroep open op grond van de Awb. Dit betekent dat het bezwaar zich beperkt tot de vraag of uw verzoek om openbaarmaking op grond van de Wob terecht (deels) is afgewezen met een beroep op artikel 67 AWR.

Grote ondernemingen
Kantoor Amsterdam

Datum
14 juli 2020

Onze referentie
Wob

Bijlage 1

Artikel 10 van de Wob luidt, voor zover relevant, als volgt:

Grote ondernemingen
Kantoor Amsterdam

Datum
14 juli 2020

Onze referentie
Wob

1. Het verstrekken van informatie ingevolge deze wet blijft achterwege voor zover dit:

- a. de eenheid van de Kroon in gevaar zou kunnen brengen;
- b. de veiligheid van de Staat zou kunnen schaden;
- c. bedrijfs- en fabricagegegevens betreft, die door natuurlijke personen of rechtspersonen vertrouwelijk aan de overheid zijn meegedeeld;
- d. persoonsgegevens betreft als bedoeld in de artikelen 9, 10 en 87 van de Algemene verordening gegevensbescherming, tenzij de verstrekking kennelijk geen inbreuk op de persoonlijke levenssfeer maakt.

2. Het verstrekken van informatie ingevolge deze wet blijft eveneens achterwege voor zover het belang daarvan niet opweegt tegen de volgende belangen:

- a. de betrekkingen van Nederland met andere staten en met internationale organisaties;
- b. de economische of financiële belangen van de Staat, de andere publiekrechtelijke lichamen of de in artikel 1a, onder c en d, bedoelde bestuursorganen;
- c. de opsporing en vervolging van strafbare feiten;
- d. inspectie, controle en toezicht door bestuursorganen;
- e. de eerbiediging van de persoonlijke levenssfeer;
- f. het belang, dat de geadresseerde erbij heeft als eerste kennis te kunnen nemen van de informatie;
- g. het voorkomen van onevenredige bevoordeling of benadeling van bij de aangelegenheid betrokken natuurlijke personen of rechtspersonen dan wel van derden.

3. Het tweede lid, aanhef en onder e, is niet van toepassing voorzover de betrokken persoon heeft ingestemd met openbaarmaking.

Artikel 11 van de Wob luidt als volgt:

1. In geval van een verzoek om informatie uit documenten, opgesteld ten behoeve van intern beraad, wordt geen informatie verstrekt over daarin opgenomen persoonlijke beleidsopvattingen.

2. Over persoonlijke beleidsopvattingen kan met het oog op een goede en democratische bestuursvoering informatie worden verstrekt in niet tot personen herleidbare vorm. Indien degene die deze opvattingen heeft geuit of zich erachter heeft gesteld, daarmee heeft ingestemd, kan de informatie in tot personen herleidbare vorm worden verstrekt.

3. Met betrekking tot adviezen van een ambtelijke of gemengd samengestelde adviescommissie kan het verstrekken van informatie over de daarin opgenomen persoonlijke beleidsopvattingen plaatsvinden, indien het voornemen daartoe door het bestuursorgaan dat het rechtstreeks aangaat aan de leden van de adviescommissie voor de aanvang van hun werkzaamheden kenbaar is gemaakt.

4. In afwijking van het eerste lid wordt bij milieu-informatie het belang van de bescherming van de persoonlijke beleidsopvattingen afgewogen tegen het belang van openbaarmaking. Informatie over persoonlijke beleidsopvattingen kan worden verstrekt in niet tot personen herleidbare vorm. Het tweede lid, tweede volzin, is van overeenkomstige toepassing.

Kort verslag en afspraken
Teambuilding en Kennisdeling LBVT
Egmond aan Zee, Hotel Zuiderduin
23 en 24 november 2017

Deelnemers

10,2,e

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

17.00 uur: **10,2,e** vraagt welke onderwerpen willen wij graag uitdiepen? Hier worden er vijf van gekozen voor het avondgedeelte en voor de volgende ochtend.

- Cumulatief preferente aandelen
- DCF-light; single-dcf; éénjaarswaardering
- End year of mid year
- Managementparticipatieplannen; loon/lucratief belang.
- Risicovrije rentevoet
- Envy factoren
- Opslag voor kleine ondernemingen; 10^e deciel
- Restwaardeproblematiek

Keuze:

1. Opslag voor kleine ondernemingen; 10^e deciel
2. Risicovrije rentevoet
3. Restwaardeproblematiek
4. Cumulatief preferente aandelen
5. End year of mid year

Ad 1. Opslag voor kleine ondernemingen; gebruik van 10^e deciel

11,1

11,1

Afspraak/besluit: De keu voor MKB ondernemingen bedraagt voor 2016/2017 12-13% exclusief illiquiditeitsopslag.

Aanvullende opmerkingen:

10,2,e alle keu's boven de 15% moeten worden gemeld.
geén CAPM bij MKB-ondernemingen
business modelling: risico's binnen het bedrijf in de geldstromen en de daarbij
behorende disconteringsvoet is afhankelijk van de levenscyclus.

Buiten reikwijdte verzoek

Vrijdag 24 november 2017

1. Opslag voor kleine ondernemingen; 10^e deciel
2. Risicovrije rentevoet
3. Restwaardeproblematiek
4. Cumulatief preferente aandelen
5. End year of mid year

10.00 uur Vandaag verder met onderdeel twee: de risicovrije rentevoet. Om 11.15 uur naar buiten om onderwerpen voor de middag te bespreken.

Ad 2. Risicovrije rentevoet

Ieder bestuurlijk verband krijgt de gelegenheid aan te geven hoe er met de risicovrije rentevoet wordt omgegaan; mede in relatie tot de gehanteerde .

11,1

11,1

Ad 3. End year or mid year

11,1

11,1

Koffiepauze

Ad 4. Restwaarde

Hoe wordt in voorgelegde gevallen omgegaan met de restwaardeperiode?

11,1

11,1

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

Verslag bijeenkomst LBVT 23 januari 2020

10,2,e

Buiten reikwijdte van verzoek

Buiten reikwijdte verzoek

5. Vaktechnische onderwerpen ingebracht door Noordoost

10,2,e presenteert een artikel van Fernandez waarin wordt beschreven dat regelmatig fouten worden gemaakt bij de bepaling van de WACC. Tevens worden het dividend discount model en de bèta behandeld.

Naar aanleiding van de presentaties komen diverse zaken aan de orde:

- Bij de APV-methode wordt ten onrechte vaak een levered MRP gehanteerd in een unlevered situatie;
- Gebruik van een levered leidt tot een te hoge kel;
- In de huidige rentevoet zit geen compensatie voor de inflatie. De compensatie is verschoven naar de MRP;
- In de huidige situatie zit je op circa 6,5 à 7% MRP plus risk free;
- Het BDO-model wordt nog steeds veel gebruikt;
- In eerste model was een regel toegevoegd: professioneel judgement. Dit vloeit voort uit een sanity-check die door BDO door middel van een multiple werd uitgevoerd. Bij grote afwijkingen ten opzichte van de transactiepraktijk werd een correctie op het model aangebracht;
- In een dergelijk geval is het ook mogelijk om meerdere scenario's te maken en deze te wegen;
- 10,2,e wijst nogmaals op het artikel van Goedhart: "Avoiding a risk premium that unnecessarily kills your project";
- M.b.t. de RAW Equity Bèta verwijst 10,2,e naar hoofdstuk 13 van het boek Valuation van Koller etc.;
- Uit een door 10,2,e gemaakte berekening bleek een 10-jaarlijks voortschrijdend gemiddelde van 2% inflatie; 10,2,e
- Het dividend discount model lijkt in de meeste gevallen niet de juiste methode voor de waardering van aandelen. De methode gaat voorbij aan de onderliggende waarde en houdt geen rekening met toekomstige waardeinstijgingen.

Buiten reikwijdte verzoek

Buiten reikwijdte verzoek



Bijlage 4

Belastingdienst

Leerboek kennismaken met waarderen

mei 2019



Contactpersonen:

10,2,e

Adviseurs Leerstofontwikkeling IH
BelastingdienstAcademie
SSO Organisatie & Personeel
Belastingdienst

1	Waarderen algemeen	4
1.1	Waarde is subjectief	4
1.2	Waarde in het economische verkeer	4
1.3	Waarde versus prijs	5
2.	Waarderingsmethoden	6
2.1.	Boekhoudkundige waarderingsmethoden	6
2.2.	Discounted cash flow methode	6
3.	Discounted cash flow methode	7
3.1.	Waarderingsbalans	7
3.2.	Teller en noemer	8
3.3.	Vrije geldstroom	8
3.4.	Disconteringsvoet	9
	3.4.1. Build-up methode	9
	3.4.2. Capital Asset Pricing Model	10
	3.4.3. Keu is niet gelijk aan Kel	10
3.5.	WACC-variant	11
3.6.	APV-variant	11
4.	Speciale onderwerpen	12
4.1.	Discounts en premies	12
	4.1.1. Discount for lack of marketability	12
	4.1.2. Werknemersparticipaties met een lock-up	12
	4.1.3. Meerderheids- of minderheidspakket	13
4.2.	Bedrijfsopvolging	14
4.3.	Liquidatiewaarde	15

1 Waarderen algemeen

1.1 Waarde is subjectief

Waarde is per definitie subjectief. Als iedereen aan een goed dezelfde waarde toekent, kan niemand zijn positie en situatie door handelen verbeteren. In dat geval zal niemand tot handelen bereid zijn. Hieruit kunnen twee conclusies worden getrokken:

- Een bepaald goed kan op hetzelfde moment voor verschillende personen een andere waarde (betekenis) hebben.
- Een bepaald goed kan voor dezelfde persoon op een ander moment een andere waarde hebben.

1.2. Waarde in het economische verkeer

Bij het waarderen van ondernemingen gaat het uiteindelijk om de waarde in het economische verkeer. Het begrip 'waarde in het economische verkeer' werd voor de eerste keer gebruikt bij de invoering van de (inmiddels al weer afgeschafte) Wet op de Vermogensbelasting 1964¹. De Hoge Raad overwoog in het arrest BNB 1969/63 ter zake van het begrip waarde in het economisch verkeer (in een procedure voor de vermogensbelasting):

'dat, ingeval het gaat om de waardering van zaken waarin geregeld handel wordt gedreven, als de waarde welke daaraan in het economische verkeer kan worden toegekend in het algemeen dient te worden aangenomen de verkoopprijs, waaronder moet worden verstaan de prijs, die bij aanbieding van de zaak ten verkoop op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meestbiedende gegadigde daarvoor zou zijn besteed'.

Hoewel de term 'waarde in het economische verkeer' op meerdere plaatsen in diverse belastingwetten voorkomt, mag niet zo maar worden aangenomen dat sprake is van een enkelvoudig waardebegrip. In een antwoord op een kamervraag (Aanhangsel Handelingen II 1965/77 kamervraag 939) stelde de staatssecretaris het volgende:

'Het begrip waarde [in het economisch verkeer] dient te worden geïnterpreteerd binnen het kader van een concrete wetsbepaling, zodat doel en strekking van de wettelijke regeling optimaal gerealiseerd kunnen worden.'

Ook de Hoge Raad neemt in BNB 1978/121 met betrekking tot de term 'waarde in het economisch verkeer' aan

'dat echter het enkele feit dat de wetgever een term heeft gebezigd die ook reeds in andere belastingwetten voorkwam niet zonder meer wettigt aan te nemen dat die term in de onderwerpelijke bepaling noodzakelijk dezelfde betekenis moet hebben als in die andere wetten.'

Een thans veel gebruikte omschrijving van het begrip waarde in het economische verkeer, ook

1. Artikel 9, lid 1 van de Wet op de Vermogensbelasting 1964 luidde als volgt: 'De bezittingen en de schulden worden in aanmerking genomen naar de waarde welke daaraan in het economische verkeer kan worden toegekend.'

wel marktwaarde genoemd, is gedefinieerd door de International Valuation Standards Council².

'De marktwaarde is het geschatte bedrag waartegen een object tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper na behoorlijke marketing in een zakelijke transactie zou worden overgedragen op de taxatiedatum, waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld.'

Deze definitie is inmiddels ook overgenomen door andere instanties, zoals de Royal Institution of Chartered Surveyors en de Raad voor de Jaarverslaggeving.

1.3. Waarde versus prijs

Waarde is de betekenis van een goed (of dienst) voor een bepaalde persoon. De prijs is het resultaat van de onderhandeling tussen koper en verkoper. Prijzen zijn de uitkomsten van een marktproces en fungeren als signalen die het handelen van mensen richting geven.

Waarde is per definitie subjectief. Dat geldt ook voor de waarde van een onderneming. De koper van een onderneming zal een andere waarde toekennen aan die onderneming dan de verkoper. In onderhandeling kan vervolgens een prijs tot stand komen. Beide partijen willen waarde toevoegen. De verkoper van de onderneming wil een hogere prijs ontvangen dan de voor hem geldende waarde. De koper zal juist minder willen betalen dan de waarde die de onderneming voor hem heeft. Omdat waarde subjectief is, is ook de op basis daarvan tot stand gekomen prijs subjectief.

2. Op grond van een studie van het Nyenrode Real Estate Center en een consultatieronde in de (vastgoed)sector werd in 2009 in Nederland besloten voor het begrip 'marktwaarde' aan te sluiten bij de International Valuation Standards (IVS).

2. Waarderingsmethoden

2.1. Boekhoudkundige waarderingsmethoden

De boekhoudkundige waarderingsmethoden hebben een retrospectief karakter. Ze kijken alleen naar historische ontvangsten en uitgaven (resultaten). Ze gaan dus niet uit van de toekomstige verwachtingen en zijn ook niet gericht op geldstromen.

De boekhoudkundige waarderingsmethoden zijn gebaseerd op gegevens die worden ontleend aan de jaarrekeningen uit het verleden. De jaarrekening is een verantwoordingsinstrument van de directie aan de aandeelhouders en vormt vaak ook de basis voor de aangifte Vpb, maar de in een jaarrekening opgenomen waarden vormen géén goede basis om de waarde van een onderneming te bepalen.

De boekhoudkundige waarderingsmethoden werden in het verleden veelvuldig toegepast, maar komen ook nu nog regelmatig voor.

Voorbeelden van boekhoudkundige waarderingsmethoden zijn:

- Intrinsieke waarde
- Gecorrigeerde intrinsieke waarde
- Rentabiliteitswaarde
- Verbeterde rentabiliteitswaarde
- Goodwill-methode (of Mobach-methode)
- Rendementswaarde
- Accountantsformule (of andere gemengde methode)
- Multipliemethode (of ratiomethode)
- Vuistregels

In de jurisprudentie over waarderingsmethoden wordt regelmatig teruggegrepen op boekhoudkundige waarderingsmethoden. Hieruit mag niet worden afgeleid dat deze methoden als juist worden bestempeld. Een rechter heeft slechts als taak een geschil te beslechten op basis van de door partijen aangedragen standpunten en onderbouwingen van die standpunten.

2.2. Discounted cash flow methode

De Discounted cash flow methode (DCF) is een economische waarderingsmethode gebaseerd op toekomstige ontvangsten en uitgaven. In het algemeen is de Discounted cash flow methode de meest geschikte methode voor het bepalen van de waarde van een onderneming.

De Discounted cash flow methode kent verschillende varianten. De meest voorkomende varianten zijn:

- Weighted average cost of capital (WACC)
- Adjusted present value (APV)

Onder gelijke veronderstellingen leiden de WACC-variant en de APV-variant tot exact dezelfde uitkomst.

3. Discounted cash flow methode

3.1. Waarderingsbalans

In het kader van een waardering kijken we op een afwijkende manier naar een balans. Het gaat dan namelijk niet om een boekhoudkundige balans maar om een economische balans.

Waarderingsbalans			
Economische waarde onderneming	a	Economische waarde eigen vermogen	x
Niet-bedrijfsgebonden activa	b	Economische waarde vreemd vermogen	y
Economische waarde vreemd vermogen	c	Totaal passiva	z

De economische waarde van het eigen vermogen kan dan ook als volgt worden berekend:

	Economische waarde van de onderneming
+	Niet-bedrijfsgebonden activa
-	Economische waarde van het vreemd vermogen
=	Economische waarde van het eigen vermogen

Voorbeelden van niet-bedrijfsgebonden activa zijn:

- niet binnen de onderneming gebruikte onroerende zaken
- leningen verstrekt aan aandeelhouders of personeel
- effecten (aangehouden ter belegging)
- overtoollige liquide middelen

Het rentedragend vreemd vermogen kan niet voor de nominale waarde in aanmerking worden genomen indien de contractrente afwijkt van de actuele (markt)rente. De economische waarde van het vreemd vermogen dient in dat geval te worden bepaald op de contante waarde van de rente- en aflossingsverplichtingen. Bij die berekening kan de actuele (markt)rente in aanmerking worden genomen als disconteringsvoet.

Voorbeelden van rentedragende schulden zijn:

- schulden aan kredietinstellingen of aandeelhouders pensioenvoorziening

3.2. Teller en noemer

De economische waarde van een onderneming is gelijk aan de contante waarde van de verwachte toekomstige vrije geldstromen. Het contant maken naar het waarderingsmoment geschiedt tegen de disconteringsvoet. Dit kan als volgt in een vergelijking worden weergegeven:

$$PV = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCF_n}{(1+k)^n} = \frac{FCF_1}{(1+k)^1} + \frac{FCF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k)^n} + \frac{\frac{FCF_n(1+g)}{(k-g)}}{(1+k)^n}$$

waarbij:

PV	= present value (huidige waarde)
FCF	= free cash flow (vrije geldstroom)
n	= aantal perioden (jaren)
k	= disconteringsvoet
g	= groeivoet

3.3. Vrije geldstroom

De economische waarde wordt bij de DCF-methode niet berekend op basis van de winst, maar op basis van de toekomstige geldstromen van een onderneming. Winst is een boekhoudkundig begrip dat eenvoudig te beïnvloeden en te manipuleren is. De geldstroom daarentegen is gebaseerd op de werkelijke geldstromen binnen een onderneming.

Het begrip vrije geldstroom kan als volgt worden gedefinieerd:

- Het geld dat men in een bedrijf niet hoeft te herinvesteren om de toekomstige geldstromen op het verwachte peil te houden
- Ofwel, het geld dat aan de vermogensverschaffers kan worden uitgekeerd zonder daarbij het geld genererend vermogen van de onderneming in de waagschaal te stellen

De geldstroom die moet worden bepaald is de operationele vrije geldstroom, dat wil zeggen de geldstroom die voortkomt uit het ondernemen of de activiteiten zelf. Tot de vrije geldstroom behoren niet de ontvangsten en uitgaven die verband houden met de financiering van deze activiteiten. De jaarlijkse vrije geldstroom kan als volgt worden berekend:

	EBIT (Winst voor interest en belasting)
-	Belastingen over de EBIT
=	NOPLAT (Netto operationeel resultaat)
+	Afschrijvingen op vaste activa
-	Investerings in vaste activa
+/-	Mutatie in netto-werkkapitaal
+/-	Mutaties in voorzieningen
=	Vrije geldstroom

De te elimineren mutaties in voorzieningen, investeringen, afschrijvingen en netto-

werkkapitaal hebben allemaal betrekking op het herleiden van winst naar geldstroom. Het betreffen kosten die geen uitgaven zijn en/of opbrengsten die geen ontvangsten zijn (en omgekeerd).

Het netto-werkkapitaal bestaat uit de vlottende activa (voorraden, kortlopende vorderingen, overlopende activa en bedrijfsgebonden deel van liquide middelen) minus de vlottende passiva (kortlopende schulden³ en nog te betalen kosten).

Bij de bepaling van de vrije geldstroom dienen de resultaten behaald met niet-bedrijfsgebonden activa buiten beschouwing te blijven. Tot de niet-bedrijfsgebonden activa behoren onder andere overtollige liquiditeiten, ter belegging aangehouden effecten en voor verhuur aangehouden vastgoed.

3.4. Disconteringsvoet

De disconteringsvoet wordt ook wel de vermogenskostenvoet genoemd. Het is de verwachte opbrengstvoet die de markt eist om vermogen aan een bepaalde investering of belegging toe te wijzen.

Onderscheid kan worden gemaakt tussen de volgende vermogenskostenvoeten:

- de kostenvoet eigen vermogen unlevered (Keu)
= de vermogenskostenvoet die een verstrekker van eigen vermogen vereist indien de onderneming uitsluitend met eigen vermogen zou zijn gefinancierd
- de kostenvoet eigen vermogen levered (Kel)
= de vermogenskostenvoet die een verstrekker van eigen vermogen vereist gegeven een bepaalde vermogensverhouding
- de kostenvoet vreemd vermogen
= de actuele markttrente
- de weighted average cost of capital (WACC)
= de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet

De kostenvoet eigen vermogen kan volgens twee verschillende methoden worden bepaald:

- de build-up methode, of
- het capital asset pricing model (CAPM)

3.4.1. Build-up methode

De Keu wordt meestal berekend op basis van de build-up methode. De vergelijking voor de bepaling van de Keu luidt dan als volgt:

$$\text{Keu (build up)} = R_f + \text{MRP} + \text{SFP} + \text{ARP}$$

waarbij:

Keu = kostenvoet eigen vermogen unlevered
Rf = risicovrije rentevoet (de vergoeding voor het risicoloos beleggen)

3. Dit is exclusief het kortlopende deel van de langlopende rentedragende schulden..

MRP	= marktrisicopremie (de hogere vergoeding voor het investeren in het risicodragend eigen vermogen van een onderneming)
SFP	= small firm premium (de opslag voor kleine bedrijven)
ARP	= additionele risicopremie (de opslag voor specifieke risico's)

De small firm premie (SFP) en de additionele risicopremie (ARP) worden samen ook vaak aangeduid als de ondernemingsspecifieke risicopremie.

3.4.2. Capital Asset Pricing Model

De Kel wordt meestal berekend op basis van de CAPM-methode. De vergelijking voor de bepaling van de Kel luidt dan als volgt:

$$Kel (CAPM) = R_f + \beta I * MRP + SFP + ARP$$

waarbij:

Kel	= kostenvoet eigen vermogen levered
R _f	= risicovrije rentevoet (de vergoeding voor het risicoloos beleggen)
βI	= levered bèta (de mate waarin de geldstromen van de onderneming fluctueren als gevolg van marktveranderingen)
MRP	= marktrisicopremie (de hogere vergoeding voor het investeren in het risicodragend eigen vermogen van een onderneming)
SFP	= small firm premie (de opslag voor kleine bedrijven)
ARP	= additionele risicopremie (de opslag voor specifieke risico's)

Ook hier worden de small firm premie (SFP) en de additionele risicopremie (ARP) samen vaak aangeduid als de ondernemingsspecifieke risicopremie.

3.4.3. Keu is niet gelijk aan Kel⁴

De Kel wordt meestal rechtstreeks bepaald op basis van het CAPM. De Kel kan echter ook op indirecte wijze worden afgeleid van de Keu. De vergelijking daarvoor luidt als volgt:

$$Kel = Keu + (Keu - Kv) * \frac{VV}{EV}$$

waarbij:

Kel	= kostenvoet eigen vermogen levered
Keu	= kostenvoet eigen vermogen unlevered
Kv	= kostenvoet vreemd vermogen
VV	= economische waarde van het vreemd vermogen
EV	= economische waarde van het eigen vermogen

De vermogensstructuur heeft invloed op de Kel. Hoe meer een onderneming is gefinancierd met vreemd vermogen, hoe groter het risico is voor de verschaffer van het eigen vermogen, en dus hoe groter de Kel in dat geval zal zijn.

4. De componenten MRP, SFP en ARP worden voor de Keu en voor de Kel op andere wijze bepaald.

3.5. WACC-variant

Bij de WACC-variant wordt de economische waarde van de onderneming (ondernemingswaarde) bepaald door de verwachte vrije geldstromen te disconteren tegen de WACC, de gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet. De vergelijking voor de bepaling van de WACC luidt als volgt:

$$WACC = K_{el} * \frac{EV}{EV+VV} + K_v * (1-T) * \frac{VV}{EV+VV}$$

waarbij:

WACC	= gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet
K _{el}	= kostenvoet eigen vermogen levered
K _v	= kostenvoet vreemd vermogen
EV	= economische waarde van het eigen vermogen
VV	= economische waarde van het vreemd vermogen
T	= belastingtarief

Bij de bepaling van de WACC wordt rekening gehouden met de verhouding tussen het eigen vermogen en het vreemd vermogen. Die verhouding is gebaseerd op de economische waarden.

3.6. APV-variant

Bij de APV-variant wordt de onderneming eerst gewaardeerd als ware deze uitsluitend met eigen vermogen gefinancierd. De disconteringsvoet is dan de kostenvoet eigen vermogen unlevered (K_{eu}). Daarna wordt het belastingeffect bepaald, dat veroorzaakt wordt doordat de verschuldigde interest over het rentedragend vreemd vermogen fiscaal aftrekbaar is. Dit belastingeffect komt toe aan de verschaffers van het eigen vermogen, waardoor het eveneens gedisconteerd kan worden tegen de K_{eu}.

Opgeteld levert de contante waarde van de verwachte vrije geldstromen en de contante waarde van het belastingeffect de economische waarde van de onderneming (de ondernemingswaarde) op. Na aftrek van de economische waarde van het vreemd vermogen resteert de economische waarde van het eigen vermogen (ofwel de aandeelhouderswaarde).

In een wereld zonder belastingen heeft de wijze waarop een onderneming is gefinancierd volgens het theorema van Modigliani & Miller geen invloed op de waarde van die onderneming. Maar we leven in een wereld met belastingen en dat betekent dat financiering met vreemd vermogen door de fiscale aftrekbaarheid van de verschuldigde interest een belastingeffect veroorzaakt. Dit effect (het tax shield) kan worden berekend. Het contant maken van de jaarlijkse tax shields geschiedt tegen de K_{eu}.

4. Speciale onderwerpen

4.1. Discounts en premies

4.1.1. *Discount for lack of marketability*

Met de term 'discount for lack of marketability' (hierna: DLOM) wordt bedoeld de korting voor het waardedrukkend effect van beperkingen in de verhandelbaarheid van aandelen.

In Nederland wordt hiervoor meestal de term 'illiquiditeit' gebruikt. Bij beursgenoteerde aandelen gaat het dan om formele beperkingen, zoals een overeengekomen 'lock-up' periode. Dit is een periode waarin een aandeelhouder de door hem verkregen aandelen tijdelijk op geen enkele wijze te gelde mag maken. Bij niet-beursgenoteerde aandelen gaat het meestal om materiële beperkingen. Het verkopen van niet-beursgenoteerde aandelen kost tijd en geld door het ontbreken van een markt waarop de aandelen direct kunnen worden verhandeld.

In veel DCF-waarderingen wordt met illiquiditeit van aandelen rekening gehouden bij de bepaling van de disconteringsvoet. De opslag bedraagt dan meestal 2%. Het verdient echter aanbeveling de ondernemingswaarde te berekenen zonder rekening te houden met een mogelijke illiquiditeit. Bij de herleiding van de ondernemingswaarde naar de aandeelhouderswaarde wordt het effect van illiquiditeit zichtbaar gemaakt middels een discount.

De achterliggende gedachte is dat het effect van een toeslag van 2% in de disconteringsvoet erg afhankelijk is van de hoogte van de disconteringsvoet: hoe hoger de disconteringsvoet, hoe lager het effect. Het effect in geld laat zich in dat geval ook moeilijk beoordelen. Het toepassen van een discount toont direct het effect in geld en laat zich ook beter beoordelen.

Voor al in de Amerikaanse literatuur zijn artikelen te vinden over de wijze waarop een DLOM kan worden bepaald. In de praktijk wordt vaak één van de volgende methoden (of een combinatie daarvan) toegepast:

- Restricted stock studies
- Pre-IPO studies
- Put option pricing modellen

4.1.2. *Werknemersparticipaties met een lock-up*

De Belastingdienst accepteerde in het verleden bij werknemersparticipaties een korting van 2,5% per geblokkeerd jaar. Op 29 maart 2012 heeft het Hof Amsterdam echter uitspraak gedaan over het waardedrukkend effect van een lock-up voor beursgenoteerde aandelen die werknemers in het kader van hun dienstbetrekking hadden verkregen. Het Hof stelde de afwaardering in goede justitie vast op 10% voor 2 jaar (zie ECLI:NL:GHAMS:2012:BW1517). Naar aanleiding van dit arrest heeft de staatssecretaris op 31 mei 2012 een nieuw beleidsbesluit gepubliceerd (zie Toelichting staatssecretaris van 31 mei 2012 nr. DGB 2012-3214 n.a.v. uitspraak Hof Amsterdam van 29 maart 2012, nr. 2009/00340, tijdvak juli 2005).

Op basis van het nieuwe beleid van de Belastingdienst mag de werkgever bij de waardebeoordeling van aan werknemers toegekende aandelen met een lock-up uitgaan van de volgende afwaardering:

Vervreemdingsverbod	Marginale afwaardering	Cumulatieve afwaardering
1 volledig jaar	5,50%	5,50%
2 volledige jaren	4,50%	10,00%
3 volledige jaren	3,50%	13,50%
4 volledige jaren	2,50%	16,00%
5 volledige jaren	2,50%	18,50%

Daarbij gelden nog wel de volgende voorwaarden:

- Het betreft beursgenoteerde aandelen
- De aandelen kunnen zonder uitzonderingen gedurende een bepaalde periode rechtens en feitelijk niet worden vervreemd
- De marginale afwaardering geldt voor een volledig jaar. Voor een gedeelte van het jaar geldt de marginale afwaardering tijdsevenredig

Er is sprake van begunstigend beleid. Een werkgever mag uitgaan van een hogere afwaardering, maar moet die afwaardering dan wel aannemelijk maken.

Waardering in box 3

Hoewel het nieuwe beleidsbesluit alleen de loonheffing betreft, zijn wij van mening dat de tabel ook gebruikt kan worden voor de waardering van beperkt verhandelbare aandelen in box 3.

Niet-beursgenoteerde ondernemingen

Bij niet-beursgenoteerde ondernemingen wordt op grond van het 'oude' beleid nog steeds een korting van 2,5% per geblokkeerd jaar toegestaan.

Waarschuwing

Indien bij een bedrijfsoverdracht gebruik is gemaakt van de bedrijfsopvolgingfaciliteiten van de Successiewet moet de onderneming door de opvolger ten minste 5 jaar worden voortgezet. Wij zijn van mening dat in dat geval géén rekening kan (en mag) worden gehouden met een mogelijk waardedrukkend effect van een materiële lock-up.

4.1.3. Meerderheids- of minderheidspakket

Een aandeelhouder heeft een meerderheidspakket indien hij meer dan 50% van de aandelen in een onderneming bezit. Bij de waardering van een meerderheidspakket kan een zogenoemde control premium worden toegepast.

Een aandeelhouder heeft een minderheidspakket indien hij minder dan 50% van de aandelen in een onderneming bezit. Bij de waardering van een minderheidspakket kan een zogenoemde minority discount in mindering worden gebracht, indien althans die minderheid beperkend is. Of sprake is van beperkingen in zeggenschap moet worden beoordeeld op basis van onder andere het percentage aandelen, de statuten, de aandeelhoudersovereenkomst en de aanwezigheid van een samenwerkende groep.

Samenwerkende groep

Een samenwerkende groep is een groep van twee of meer aandeelhouders die ieder afzonderlijk een minderheidspakket hebben, maar gezamenlijk een meerderheidsbelang

vormen. Door samen te werken hebben ze invloed op het beleid van de onderneming. Al snel wordt aangenomen dat sprake is van een samenwerkende groep. Dit is bijvoorbeeld het geval indien diverse minderheidsaandeelhouders al meerdere jaren zakelijk goed samenwerken en blijkbaar goede resultaten weten te behalen. Zelfs bij een toegenomen onderlinge onenigheid kunnen zij een samenwerkende groep vormen.

4.2. Bedrijfsopvolging

Zowel voor de inkomstenbelasting als voor de schenk- en erfbelasting bestaat begunstigend beleid om de fiscale gevolgen van een bedrijfsopvolging zoveel mogelijk te beperken.

Bedrijfsopvolging voor de inkomstenbelasting

Een overgang door erfrecht of een overdracht door schenking wordt voor de a.b.-regeling in de inkomstenbelasting op verzoek en onder voorwaarden niet als een vervreemding aangemerkt. Bij schenking dient de verkrijger bijvoorbeeld reeds 36 maanden in dienstbetrekking te zijn. De verkrijgingsprijs voor de vervreemder kan dan worden doorgeschoven naar de verkrijger. Voor de inkomstenbelasting is het volgende besluit van toepassing.

- Besluit van 9 maart 2018, nr. 2018-27139. Inkomstenbelasting. Aanmerkelijk belang. Verzamelbesluit

Bij een bedrijfsopvolging worden vaak gewone aandelen omgevormd in (cumulatief) preferente aandelen, waarbij (in samenhang) aandelen aan een ander worden uitgegeven. In principe is dan sprake van een vervreemding. Volgens paragraaf 4.3 van besluit nr. 2018-27139 is in dat geval echter géén sprake van een vervreemding voor de a.b.-regeling indien:

- De vóór de statutenwijziging aan de om te zetten gewone aandelen verbonden zichtbare winstreserves en agioreserves volledig worden toegerekend aan deze (in preferente aandelen gewijzigde) aandelen. Hetzelfde gebeurt met de stille reserves en goodwill.
- De preferente aandelen recht geven op een zakelijke vergoeding voor het ter beschikking stellen van vermogen aan de vennootschap (primaire dividend). Het primaire dividend wordt, in het verlengde van het vorige punt, berekend over het nominale kapitaal van de preferente aandelen en de aan deze aandelen verbonden zichtbare en onzichtbare reserves (inclusief goodwill). Indien de winst in enig jaar niet voldoende is voor het uitkeren van het primaire dividend, bestaat er in de volgende jaren in zoverre recht op een aanvullend primair dividend.

Daarom wordt de eis gesteld dat de economische betekenis van de aandelen na de omvorming gelijk is aan de economische betekenis van die aandelen vóór de omvorming.

Het voorgaande betekent volgens ons dat het cumulatief preferent dividendpercentage gelijk moet zijn aan de Kel (kostenvoet eigen vermogen levered). Indien een lager cumulatief preferent dividendpercentage in aanmerking wordt genomen, zal altijd sprake zijn van een (belaste) schenking.

Volledigheidshalve kan nog worden vermeld dat een beroep op het besluit niet mogelijk is indien (cumulatief) preferente aandelen worden omgevormd in gewone aandelen. In dat geval is zonder meer sprake van een vervreemding voor de a.b.-regeling en dient te worden afgerekend.

Bedrijfsopvolging voor de schenk- en erfbelasting

Onderkend dient te worden dat het voor de inkomstenbelasting geldende besluit nr. 2018-27139 niet beoogt een vrijstelling te verlenen voor het overhevelen van (ondernemings) vermogen naar de bedrijfsopvolger. Daarvoor kent de successiewet immers een eigen faciliteit.

- Besluit van 17 januari 2013, nr. BLKB2012/1221M. Schenk- en erfbelasting. Bedrijfsopvolgingsregeling
- (Wijzigings)besluit van 16 november 2015, nr. BLKB2015/1346M. Schenk- en erfbelasting. Bedrijfsopvolgingsregeling

4.3. Liquidatiewaarde

Alle waarderingsmethoden (met uitzondering van de liquidatiewaarde) gaan uit van de going concern-benadering. Daarbij wordt verondersteld dat de onderneming de bedrijfsuitoefening zal (kunnen) voortzetten.

De liquidatiewaarde komt aan de orde als een onderneming naar verwachting zal ophouden te bestaan. De continuïteitsveronderstelling, waarop de balans en verlies- en winstrekening zijn gebaseerd, is dan komen te vervallen. De activa worden dan gewaardeerd op de verwachte opbrengst bij een individuele (losse) verkoop. Deze opbrengst wordt vervolgens verminderd met de schulden van de onderneming en de kosten die samenhangen met de liquidatie, zoals de kosten van de ontbinding van arbeidsovereenkomsten en de kosten van de gedwongen verkoop van roerende en onroerende zaken.



Dit leerboek is een uitgave van:

Belastingdienst*Academie*
SSO Organisatie & Personeel
Belastingdienst

mei 2019



LBVT

LANDELIJK BUSINESS VALUATION TEAM

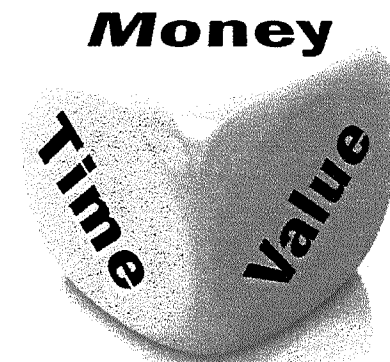


Business Valuation en Transfer Pricing

Landelijk Business Valuation Team

10,2,e

23 januari 2014





Buiten reikwijdte verzoek



Buiten reikwijdte verzoek



Buiten reikwijdte verzoek



Buiten reikwijdte verzoek



LBVT

Buiten reikwijdte verzoek



Buiten reikwijdte verzoek



LBVT

Buiten reikwijdte verzoek



Onderwerpen:

- Inleiding LBVT
- **Waarderen algemeen**
 - waardering(srapport(age))
 - valuation investigation
 - waardebegrippen
 - waarderingsmethoden
 - vrije geldstromen
 - vermogenskostenvoeten
 - waarde en prijs
- Praktijkvoorbeelden



Waarderen algemeen

Iedere waardering is afhankelijk
van de bijzondere feiten en omstandigheden
van het individuele geval.



Waarderen algemeen

Minimale eisen waardering(srapport(age)):

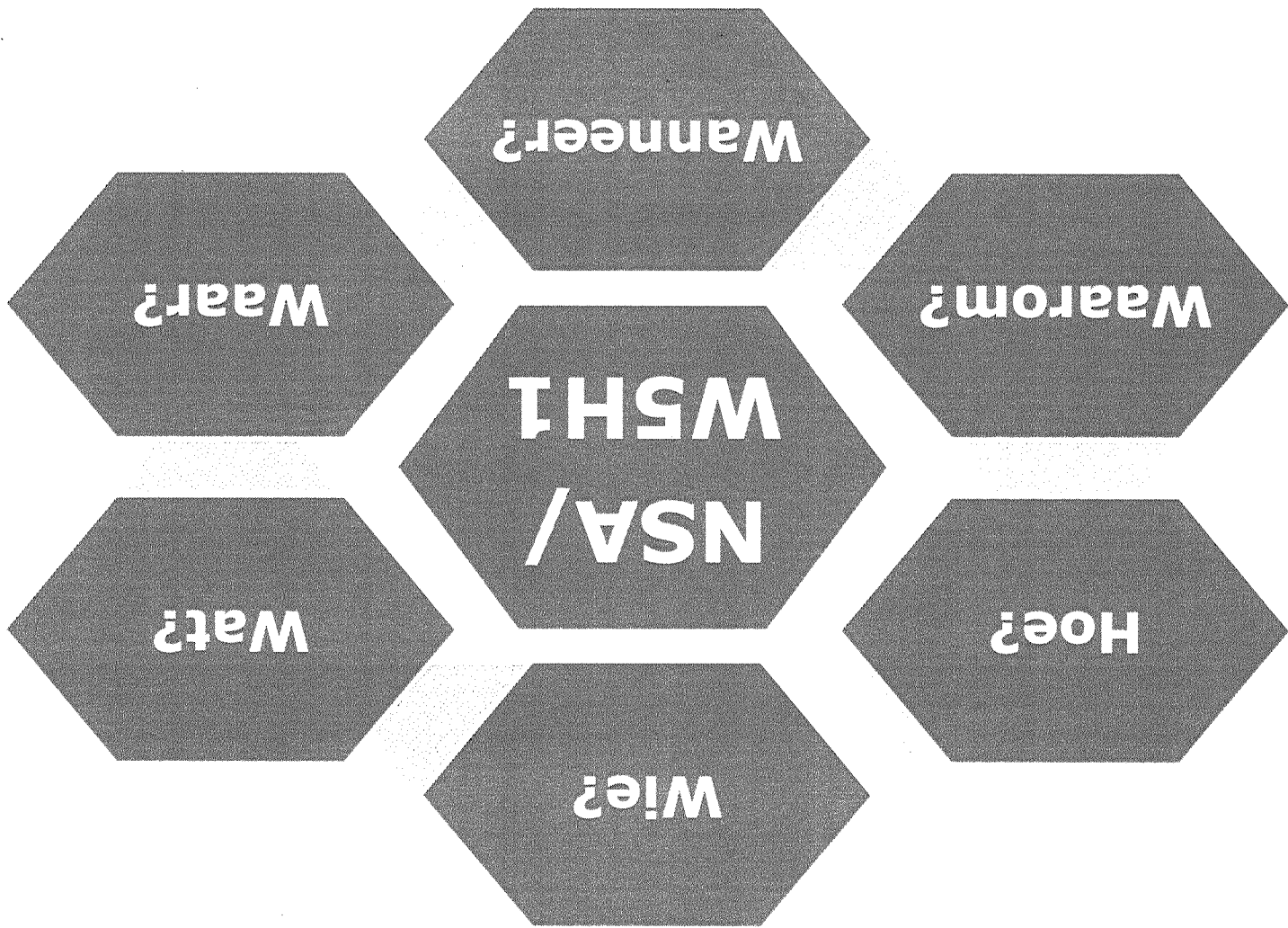
- opdrachtgever
- waarderingsobject
- waarderingsdoel
- waardepeildatum
- waardebegrip
- waarderingsmethode(n)



Waarderen algemeen

Minimale eisen waardering(srapport(age)):

- ondernemingsanalyse → business plan
- juridische analyse
- fiscale analyse
- uitsluitingen en aansprakelijkheid





Waarderen algemeen





Waarderen → valuation investigation 1

- most recent financial statements, and details of current and prior projections or forecasts
- description and history of the business or asset, including legal protections
- information about the business or asset and supporting intellectual property and intangibles (e.g. marketing and technical know-how, research and development, documentation, design graphics and manuals)
- articles of association, company memorandum, shareholders' agreements, subscription agreements, other collateral agreements
- precise activities of the business, and its associated companies or subsidiaries



Waarderen → valuation investigation 1

- de meest recente financiële overzichten, en details betreffende actuele en eerdere prognoses of voorspellingen
- beschrijving en historie van het bedrijf of de activa, inclusief rechtsbescherming
- informatie over het bedrijf of de activa, en ondersteunend intellectueel eigendom en immateriële activa (bijv. marketing en technische knowhow, onderzoek en ontwikkeling, documentatie, ontwerpgraphics en handleidingen)
- statuten, bedrijfsmemoranda, aandeelhoudersovereenkomsten, overeenkomsten betreffende de inschrijving op aandelen, overige collaterale overeenkomsten
- exacte activiteiten van het bedrijf en de bijbehorende ondernemingen of dochterondernemingen



Waarderen → valuation investigation 2

- class rights of all share and debenture classes (security over assets)
- previous valuation reports
- product(s) dealt in, supported or extended by the business and intangibles
- company's market(s) and competition, barriers to entry in such markets, business and marketing plans, due diligence
- strategic alliances and joint venture details
- whether contractual arrangements can be assigned or transferred in any intangible asset or royalty agreement
- major customers and suppliers



Waarderen → valuation investigation 2

- klasserechten van alle aandelen en obligatieklassen (zekerheid op activa)
- eerdere taxatierapporten
- producten waarin het bedrijf handelt, die het ondersteunt of aanbiedt, en immateriële activa
- de markten en concurrentie van het bedrijf, barrières voor toegang tot dergelijke markten, bedrijfs- en marketingplannen, due diligence
- details betreffende strategische allianties en joint ventures
- informatie of contractuele overeenkomsten kunnen worden toegewezen of overgedragen in een overeenkomst betreffende immateriële activa of royaltyovereenkomst
- belangrijke klanten en leveranciers



Waarderen → valuation investigation 3

- objectives, developments or trends expected in the industry and how these are likely to affect the company or asset
- accounting policies
- strengths, weaknesses, opportunities and threats (SWOT) analysis
- key market factors (e.g. monopoly or dominant market position, market share)
- major capital expenditure in prospect
- competitor positions
- seasonal or cyclical trends
- technological changes affecting business or asset
- vulnerability of any source of raw materials or supplier arrangement



Waarderen → valuation investigation 3

- doelstellingen, ontwikkelingen of trends die worden verwacht binnen de industrie en de manier waarop deze mogelijk van invloed zijn op het bedrijf of object
- Waarderingsbeleid
- analyse van sterke punten, zwakke punten, kansen en bedreigingen (SWOT)
- belangrijkste marktfactoren (bijv. monopolie of dominante marktpositie, marktaandeel)
- belangrijkste verwachte kapitaaluitgave
- posities concurrentie
- seizoens- of cyclische trends
- technologische veranderingen die van invloed zijn op het bedrijf of object
- kwetsbaarheid van grondstoffenbron of leveranciersovereenkomst



Waarderen → valuation investigation 4

- whether there have been any recent acquisitions or mergers in the sector around the valuation date, and the criteria that were applied
- whether there have been any significant developments or changes to the business since the latest accounting date (e.g. management information, budgets, forecasts)
- offers to acquire the business, or discussions with banks and other sponsors to go public
- management of research and development (e.g. non-disclosure agreements, subcontractors, training and incentives).

Bronnen: Valuation of businesses and business interests

RICS Guidance Note/IVS 200 en RICS Red Book - VPGA 3 Taxatie van bedrijven en bedrijfsbelangen



Waarderen → valuation investigation 4

- informatie over eventuele recente overnames of fusies binnen de sector rond de taxatiedatum, en de criteria die zijn toegepast
- informatie over eventuele belangrijke ontwikkelingen of veranderingen binnen het bedrijf sinds de laatste balansdatum (bijv. managementinformatie, budgetten, prognoses)
- aanbiedingen om het bedrijf over te nemen, of besprekingen met banken en andere sponsors om naar de beurs te gaan
- management van onderzoek en ontwikkeling (bijv. nietopenbaarmakingsovereenkomst, toeleveranciers, training en stimuleringsmaatregelen).

Bronnen: Valuation of businesses and business interests

RICS Guidance Note/IVS 200 en RICS Red Book - VPGA 3 Taxatie van bedrijven en bedrijfsbelangen



Waarderen algemeen

- Economisch waarderen in plaats van boekhoudkundig waarderen
- Liever geen multiples, zoals bijvoorbeeld: 5x de winst of 7x de EBITDA → wel weerleggen
- Andere methode als sanity check gebruiken!
- Op basis van Operational Free Cash Flows en Tax Shields (Tax Cash Flow)
- Onderbouwing van de disconteringsfactor



Waarderen → enkele waardebegrippen

- Marktwaaarde
- Reële waarde
- Onderhandse verkoopwaarde
- Waarde going concern
- Liquidatiewaarde
- Gecorrigeerde vervangingswaarde
- Herbouwwaarde
- Flexibiliteitswaarde
- Verwachtingswaarde
- Waarde in het economische verkeer
- Eigenaarswaarde
- Beleggingswaarde



Waarderen → waarderingsmethoden

- Vergelijkingsmethode → market approach
 - beursgegevens
 - comparables, multiples
 - transacties, fusies en overnames
- Inkomstenmethode → income approach
 - discounted cash flow, WACC or APV
- Kostenmethode → cost approach
 - (gecorrigeerde) vervangingswaardemethode, technische en functionele veroudering, onderhoud
- Asset-based approach
 - green field



Waarderen → waarde en prijs

Price is what you pay.
Value is what you get.

-Warren Buffett



Waarderen → waarde en prijs

$$\text{Waarde} = \frac{\text{TELLER}}{\text{NOEMER}}$$

Teller en noemer moeten in een juiste verhouding staan tot elkaar



Waarderen → waarde en prijs

PRIJS- RANGE	Maximale prijs voor de koper	Waarde synergie- voordelen	Integratiekosten	WAARDE
	Minimale prijs voor de verkoper			
		<u>Stand- alone- waarde acquisitie- kandidaat</u>		

Fiscaal: WEV/MWS-berekening →

Meest waarschijnlijke scenario berekening/prijs



Waarderen → waarde en prijs

Market Value

The estimated amount for which an asset or liability should exchange on the *valuation date* between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.



Waarderen → waarde en prijs

Marktwaarde

Het geschatte bedrag waartegen een object tussen een bereidwillige koper en een bereidwillige verkoper na behoorlijke marketing in een zakelijke transactie zou worden overgedragen op de taxatiedatum, waarbij de partijen met kennis van zaken, prudent en niet onder dwang zouden hebben gehandeld.



Waarderen → waarde en prijs

Voor het begrip 'waarde in het economische verkeer' wordt vaak verwezen naar het arrest van Hoge Raad van 5 februari 1969, nr. 16.047 (BNB 1969/63):

'de prijs, welke bij aanbidding ten verkoop op de meest geschikte wijze na de beste voorbereiding door de meestbiedende gegadigde zou zijn besteed.'

Van belang hierbij is dat de Hoge Raad deze WEV definitie, in combinatie met de vergelijkingsmethode, heeft toegestaan binnen de fiscale belastingsferen bij 'zaken waarin geregeld handel wordt gedreven.'



Waarderen → waarde en prijs

Waarde economische verkeer

Marktwaarde

Prijs

Geschatte bedrag

Zaak

Object

Peildatum

Meestbiedende gegadigde

Zakelijke transactie

Aanbieding ter verkoop

Bereidwillige koper

Na de beste voorbereiding

Bereidwillige verkoper

Meest geschikte wijze

Behoorlijke marketing

Met kennis van zaken

Prudent

Niet onder dwang



Waarderen → algemeen DCF

Discounted Cash Flow methode (DCF)

$$PV = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCF_n}{(1+k)^n}$$

PV = Present Value → contante waarde

FCF = Free Cash Flow → vrije geldstroom

k = vermogenskostenvoet → disconteringsvoet

n = periode



Waarderen → vrije geldstromen

Definitie vrije geldstroom (Jan Vis):

een vrije geldstroom is het geld dat men in een bedrijf (of project) niet behoeft te herinvesteren om de toekomstige te verwachte geldstromen op het verwachte peil te houden.



Waarderen → vrije geldstromen

Anders gezegd:

een vrije geldstroom is het geld dat in principe kan worden uitgekeerd aan de vermogenverschaffers zonder daarbij het verwachte geldgenererend vermogen van de onderneming in de waagschaal te stellen.



Waarderen → vermogenskosten

Wat zijn vermogenskosten?

De verwachte opbrengstvoet die de markt eist om vermogen aan een bepaalde investering, of belegging, toe te wijzen.



Waarderen → vermogenskosten

Wat zijn de kenmerken van vermogenskosten?

- Ze zijn marktgedreven; verwachte opbrengstvoet die door de markt wordt geëist bij het ter beschikking stellen van vermogen.
- Ze staan in relatie tot het gebruik, de investering, en niet de persoon, de investeerder.
- Ze zijn toekomstgeoriënteerd, gebaseerd op verwachte opbrengsten.



Waarderen → vermogenskosten

Wat zijn de kenmerken van vermogenskosten?

- Ze worden berekend op basis van marktwaarden, niet op basis van boekwaarden.
- Ze worden meestal gemeten in nominale termen, met inbegrip van verwachte inflatie.
- Ze dienen als schakel, de disconteringsvoet, via welke voet de verwachte opbrengsten worden teruggebracht tot de contante waarde, voor een bepaalde looptijd op een bepaald moment.



Waarderen → vermogenskosten

$$k_{EL} = k_{EU} + (k_{EU} - k_{VV}) \frac{VV}{EV}$$

k_{EL} = kostenvoet eigen vermogen levered

k_{EU} = kostenvoet eigen vermogen unlevered

$$WACC = \frac{EV}{TV} k_{EL} + \left(\frac{VV}{TV} k_{VV} (1 - T) \right)$$



Waarderen → algemeen DCF

Discounted Cash Flow methode (DCF)

$$PV = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCF_n}{(1+k)^n}$$

PV = Present Value → contante waarde

FCF = Free Cash Flow → vrije geldstroom

k = vermogenskostenvoet → disconteringsvoet

n = periode



Waarderen → algemeen DCF

Discounted Cash Flow methode (DCF)

$$PV = \frac{FCF1}{(1+k)} + \frac{FCF2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCFn}{(1+k)^n} + \frac{\frac{FCFn(1+g)}{k-g}}{(1+k)^n}$$

FCF = Free Cash Flow → vrije geldstroom

PV = Present Value → contante waarde

K = vermogenskostenvoet → disconteringsvoet

N = periode



Waarderen → vrije geldstromen

EBIT (= Earnings Before Interest and Taxes)

- Vennootschapsbelasting over de EBIT

= NOPLAT (= Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)

+/- Mutatie voorzieningen

+ Afschrijvingen

-(+) Investerings (desinvesterings)

+/- Mutaties werkkapitaal

= Operational free cash flow (FCF)



Waarderen → vrije geldstromen

Winst voor rente en belasting (EBIT)

- Vennootschapsbelasting over de winst

= Netto operationeel resultaat

+/- Mutatie voorzieningen

+ Afschrijvingen

-(/+) Investerings (desinvesterings)

+/- Mutaties werkkapitaal

= Vrije geldstroom (free Cash Flow)



Waarderen → vrije geldstromen

Winst voor rente en belasting (EBIT)

- Vennootschapsbelasting over de winst

= Netto operationeel resultaat

= Vrije geldstroom (Free Cash Flow)



Waarderen → vermogenskosten

$$k_{EL} = k_{EU} + (k_{EU} - k_{VV}) \frac{VV}{EV}$$

k_{EU} = kostenvoet eigen vermogen unlevered

k_{EL} = kostenvoet eigen vermogen levered

VV = vreemd vermogen

EV = eigen vermogen



Waarderen → vermogenskosten WACC

$$WACC = \frac{EV}{TV} k_{EV} + \left(\frac{VV}{TV} k_{VV} (1 - T) \right)$$

waarbij:

WACC = gewogen gemiddelde vermogenskostenvoet

K_{EV} = rentabiliteitseis eigen vermogen

K_{VV} = rentabiliteitseis vreemd vermogen

EV = economische waarde v/h eigen vermogen

VV = economische waarde v/h vreemd vermogen

TV = economische waarde van de onderneming

T = nominale belastingdruk



Waarderen → vermogenskosten

Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$K_{EV} = RF + \beta \times MRP$$

waarbij:

K_{EV} = rentabiliteitseis eigen vermogen

RF = Risk Free; risicovrije rentevoet

β = bèta (correctie voor de onderneming t.o.v. de markt)

MRP = marktrisicopremie (premie voor beleggen in eigen vermogen)



Waarderen → vermogenskosten CAPM

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

Waarin:

$E(R_i)$ = Verwachte opbrengsten beleggingsobject i

R_f = Risicovrije voet

$E(R_m)$ = Verwacht rendement op de marktportefeuille

$[E(R_m) - R_f]$ = Marktrisicopremie

β_i = Bèta van beleggingsobject i



Waarderen → vermogenskosten

Build-up Methode:

$$K_{EV} = RF + MRP + ARP$$

waarbij:

K_{EV} = rentabiliteitseis eigen vermogen

RF = risicovrije rentevoet

MRP = marktrisicopremie

ARP = additionele risicopremie i.v.m. het specifieke risico van de onderneming, de omvang van de onderneming en/of het landenrisico



Waarderen → APV

Adjusted Present Value (APV)

Economische waarde van de onderneming bestaat uit:

- 1) de CW van de operationele Free Cash Flows en
- 2) de CW van de Tax Shields.

Beide worden contant gemaakt tegen de Keu.

FCF: 100 → Keu = 15% → 666,67

Rente 20; T= 25%; TS (TCF)= 5 → 33,33

Economische waarde: 700



Waarderen → van waarde naar prijs

- SCRP → small company risk premium
- SFP → small firm premium
- CSRP → company specific risk premium
- CRP → country risk premium
- ARP → Additional Risk Premium
- DLOM → discount for lack of marketability
- DLOC → discount for lack of control
- DLOL → discount for lack of liquidity



Waarderen → van waarde naar prijs

➤ Welke van onderstaande factoren spelen een rol bij het bepalen van de SFP?

Factor voor Specific Firm Premie	Bron factor	Factor for Specific Firm Premium	Bron factor
1 Toetredingsbarrières	Porter five krachten model	13 Duurzaam ondernemen	Overig
2 Competitie	Porter five krachten model	14 Levensfase van de onderneming	Overig
3 Afhankelijkheid leveranciers	Porter five krachten model	15 Agency costs	Overig
4 Afhankelijkheid afnemers	Porter five krachten model	16 Differentiatie	Overig
5 Complementaire producten	Mogelijke toevoeging op Porter	17 Beschikbaarheid personeel	Overig
6 Invloed mededinging en politiek	Mogelijke toevoeging op Porter	18 Stabiliteit kasstromen	Overig
7 Afhankelijkheid management	Resource based view	19 Benodigdheid investeringen	Overig
8 Allianties	Resource based view	20 Diversificatie (geografisch)	Overig
9 Merknaam / Reputatie / Track record	Resource based view	21 Spreiding activiteiten	Overig
10 Duurzaam klant/leverancier contact	Resource based view	22 Uniek product of positie	Overig
11 Innovativiteit	Dynamic capability theorie	23 Overstapkosten voor klant	Overig
12 Flexibiliteit	Dynamic capability theorie	24 Valuta blootstelling	Overig



Waarderen → van waarde naar prijs

Berekening SFP

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



Onderwerpen:

- Inleiding LBVT
- Waarderen algemeen
 - waardering(srapport(age))
 - valuation investigation
 - waardebegrippen
 - waarderingsmethoden
 - vrije geldstromen
 - vermogenskostenvoeten
 - waarde en prijs
- **Praktijkvoorbeelden**



1

Een standaardformule voor de waardebeoordeling van ondernemingsactiviteiten luidt als volgt¹:

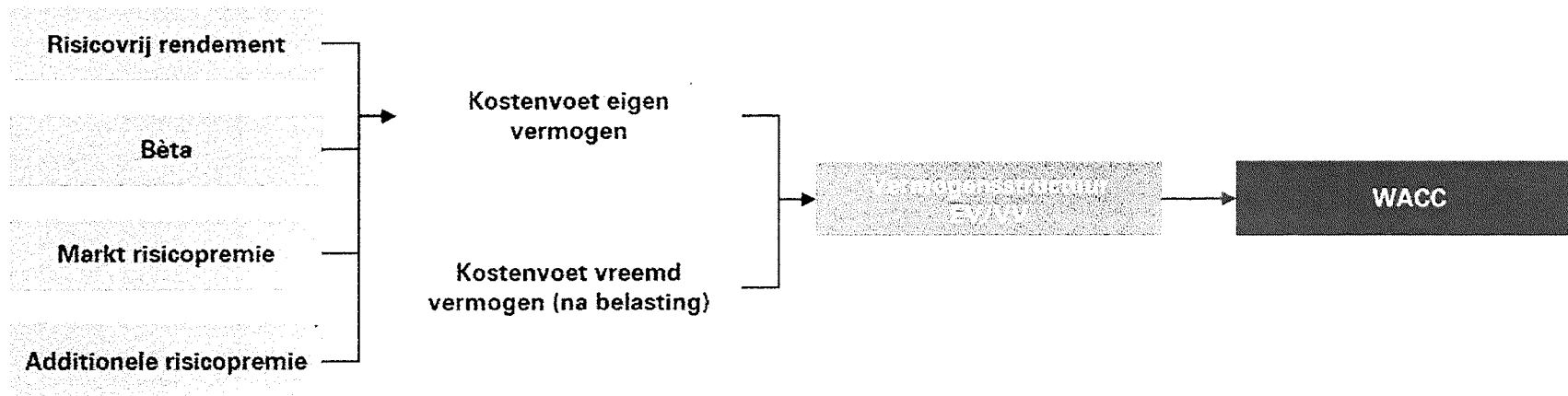
$\sum_{t=0,5}^n \{ (\text{NOPLAT}_t \text{ -/- } \text{IR}_t) * 1 / (1 + \text{WACC}_{\text{Business}})^t \}$	+
$(\text{NOPLAT}_{\text{TY}} \text{ -/- } \text{IR}_{\text{TY}}) * 1 / (\text{WACC}_{\text{Business}} \text{ -/- } \text{Growth}_{\text{Business}}) * (1 + \text{WACC}_{\text{Business}})^n$	+
Excess Working Capital _{Business}	+
Market Value non-current Debt _{Business}	-/-
Total Value Estimate	=

Bij de WACC worden kasstromen geacht steeds in het midden van de periode plaats te vinden.

¹ Vergelijk Copeland, Koller en Murrin (McKinsey & Company, Inc.), Valuation, measuring and managing the value of companies, John Wiley & Sons, Inc., 2000. In ons verstrekte de waarderingsrapporten wordt opgemerkt dat de Income Approach (DCF-methode) "theoretically provides the best indication of value, as it considers the expected return on an investment in the Company".



2



Risicovrij rendement	Het rendement op langlopende staatsobligaties
Beta (β)	Maatstaf voor de fluctuatie van het rendement van de onderneming ten opzichte van het marktrendement (risico-indicator); de bèta zal worden bepaald op basis van een zogenaamde "peer group" analyse. Deze peer group omvat (buitenlandse) beursgenoteerde ondernemingen die in een concurrerende marktomgeving opereren
Marktrisicopremie	Het additionele rendement dat investeerders eisen boven het risicovrije rendement van een staatsobligatie
Additionele risicopremie	Het additionele rendement dat investeerders eisen op basis van specifieke risicofactoren die niet tot uitdrukking komen in de bèta, bijvoorbeeld de omvang van de onderneming en de (ii)liquiditeit van de aandelen



2

Afleiding operationele vrije kasstromen

- Earnings Before Interest and Tax (EBIT)
- + Afschrijvingen
- + Veranderingen in voorzieningen
- Operationele belastingen

Operationele kasstromen na belastingen

- Additionele investeringen in werkkapitaal
- Netto investeringen in vaste activa

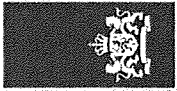
Operationele vrije kasstromen



Art. 67 AWR



art. 67 AWR



Art. 67 AWR



Art. 67 AWR





3

Art. 67 AWR



Art. 67 AWR



3

Art. 67 AWR



Art. 67 AWR



4

Art. 67 AWR

68



Art. 67 AWR



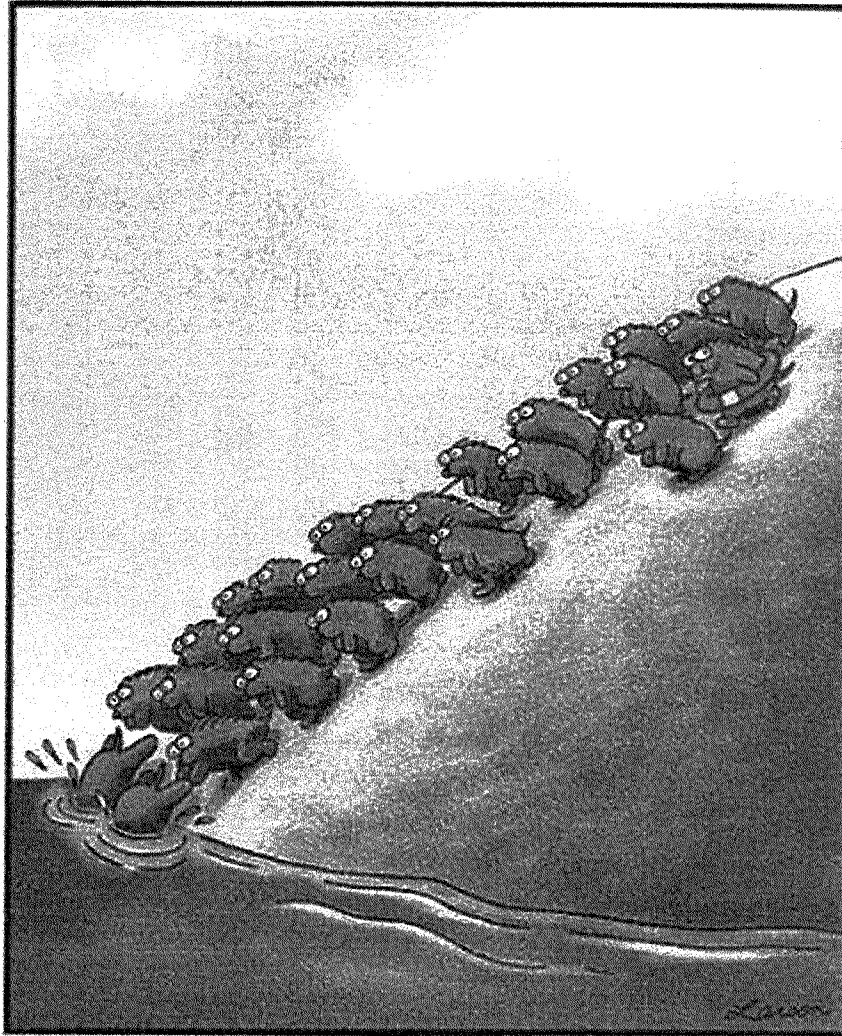
4

Art. 67 AWR



4

Art. 67 AWR



"One hundred thousand
lemmings cannot be
wrong"?

Dank
voor jullie aandacht!