DE FINANCIELE EVALUATIE VAN ONDERNEMINGEN BIJ FUSIE[1])

door Drs. J. Broertjes

1 Inleiding

Gezien de vele fusies van ondernemingen in de laatste jaren en de verwachting dat er in de toekomst nog vele zullen plaats vinden, blijft het vraagstuk van de *waardetaxatie* van ondernemingen een aktueel vraagstuk.

In dit artikel wordt aandacht geschonken aan de waarderingsmethode waarbij de contante waarde van de verwachte cash-flow van de fusiepartners een uitgangspunt vormt bij de onderhandelingen over de waardeverhouding van de ondernemingen en de op grond daarvan vast te stellen ruilverhouding van de aandelen.

Onder *fusie* wordt hier verstaan het samengaan van twee of meer zelfstandige ondernemingen, of beter gesteld, het opgaan van ondernemingen in een nieuwe (grotere) economische eenheid. Na de fusie verliezen de oorspronkelijke ondernemingen hun zelfstandigheid. De ondernemingsaktiviteiten worden samengebundeld, de resultaten worden „gepooled".

De aandeelhouders worden na de fusie deelgerechtigd in de nieuwe combinatie. Het deel van het inkomen van die nieuwe eenheid dat aan de aandeelhouders van elke oude onderneming toevalt, wordt bepaald door de overeengekomen ruilverhouding van de aandelen.

Een fusie-evaluatie zal dus een vergelijkend waarde-oordeel moeten opleveren teneinde het relatieve belang van de aandeelhouders van de voormalige ondernemingen in de nieuwe combinatie vast te stellen.

In dit artikel wordt uitsluitend aandacht besteed aan een fusie tussen industriële ondernemingen. Bij handelsondernemingen, bank- of kredietinstellingen en verzekeringsmaatschappijen bijv. kunnen specifieke brancheproblemen bij de fusie-evaluatie van grote betekenis zijn.

Deze problemen komen in de hiernavolgende beschouwingen derhalve niet aan de orde.

De uiteenzettingen zijn als volgt ingedeeld:

2 De toekomstige cash-flow als basis voor de waardevergelijking;
3 De berekening en kapitalisatie van de geplande cash-flow;
4 De methode van waardetaxatie op basis van de geplande cash-flow nader beschouwd in vergelijking met andere methoden;
5 De beurskoersen als onvolkomen bouwstenen voor de waardevergelijking bij een fusie;
6 Gevolgen van een groot verschil tussen de beurskoersverhouding en de berekende waardeverhouding voor een voorgenomen fusie.

2 De toekomstige cash-flow als basis voor de waardevergelijking

2.1 De toekomst als uitgangspunt voor de waardevergelijking

Er hoeft niet lang te worden stilgestaan bij de stelling dat de waarde van een

[1]) Bij het schrijven van dit artikel is dankbaar gebruik gemaakt van de kritische opmerkingen van Drs. J. N. Pronk.

onderneming afhankelijk is van haar vermogen in de toekomst een inkomen te verwerven. Inzake het toekomstig inkomen als *grondslag* voor de *waardevergelijking* maakt Scheffer in zijn studiebundel melding van twee Duitse auteurs, H. Anders en K. Kolbe, die van mening zijn dat voor dit doel onder *inkomen* moet worden verstaan het verschil tussen de ontvangsten en uitgaven (kasstromen).[2])

Aangezien het *toekomstige* ontvangsten en uitgaven betreft zullen deze, om wille van de vergelijkbaarheid, contant moeten worden gemaakt.

Hoe dit aldus gedefinieerde inkomen kan worden berekend wordt in § 3 behandeld. In § 4 worden de achtergronden van deze methode belicht en wordt deze methode tevens vergeleken met andere in de evaluatiepraktijk gehanteerde methoden.

Een evaluatie gebaseerd op de toekomstige cash-flow wordt mogelijk gemaakt door het moderne planning-instrumentarium; op dit instrumentarium wordt hier niet ingegaan. Men zou kunnen tegenwerpen dat van de *praktische toepassingen* daarvan vaak nog weinig terecht komt, zodat, staande voor de onderhavige problematiek, de vraag gerechtvaardigd is „Wat te doen bij gebreke van een behoorlijke ondernemingsplanning? ". Het antwoord is, dat het ontbreken van een betrouwbare planning toch niet ertoe mag leiden *uitsluitend* m.b.v. historische gegevens te evalueren. De funktionaris die met de leiding van de evaluatie is belast, zal dan de relevante gegevens moeten laten verzamelen en verwerken (zie § 3) met behulp waarvan hij tot een zo goed mogelijke toekomstprojektie van de fusionerende ondernemingen kan komen. Het gaat te ver thans hieromtrent in details te treden. Dat hier sprake kan zijn van een belangrijk *informatieprobleem* wordt onderkend.

Het zal tevens duidelijk zijn dat de besturen van de fusionerende ondernemingen verantwoordelijk zijn voor een zo juist en volledig mogelijke informatieverschaffing voor de onderlinge waardevergelijking.

2.2 De lengte van de evaluatieperiode

Een uitspraak over de *lengte* van de evaluatieperiode van de fusiepartner kan in het concrete geval pas worden gedaan nadat is geanalyseerd welke interne en externe faktoren grote invloed op de cash-flow van ieder der fusiekandidaten zullen hebben. Dat wil zeggen, wanneer, hoe snel, hoe lang en in welke mate op het moment T0 (= het waarderingsmoment) voorzienbare in- en externe invloeden gevolgen zullen hebben voor de cash-flow bij zelfstandig voortbestaan.

Pas daarna kan met redenen omkleed worden gemotiveerd hoe lang de evaluatieperiode moet zijn.

Als voorbeelden van punten die van belang zijn bij de keuze van de lengte van de evaluatieperiode per fusiekandidaat zijn de volgende te noemen (punten A t/m C).

---

[2]) Prof. Dr. C. F. Scheffer: Financiële Notities, deel I, blz. 167 (Delwel 1971).

A. DE HUIDIGE INVESTERINGSPLANNEN EN DE OUDERDOM VAN HET BESTAANDE PRODUKTIEAPPARAAT

Bij de overwegingen ter bepaling van de evaluatieperiode dient rekening te worden gehouden met:
- het binnenkort in bedrijf komen van nieuwe fabrieken, installaties, e.d.;
- de ouderdom van het operationele produktieapparaat.

Gereedkomen van investeringsprojekten

Bij de besluitvorming over de lengte van de evaluatieperiode zal rekening moeten worden gehouden met de reeds ondernomen maar nog niet voltooide investeringen, die enerzijds beslag leggen op geldmiddelen en anderzijds een bijdrage in de cash-flow uit exploitatie zullen leveren. Met „reeds ondernomen" wordt bedoeld dat de raad van commissarissen en de ondernemingsraad van de fusiekandidaat op het moment T0 de investeringsplannen reeds hebben goedgekeurd. De motivering hiervoor is dat men geen vage en verder in de toekomst liggende uitbreidingsmogelijkheden in aanmerking moet nemen, waaromtrent op het moment T0 geen betrouwbaar cijfermateriaal voorhanden is. Het moet gaan om *concrete* investeringsplannen waarvan vrij gedetailleerde projektevaluaties beschikbaar zijn. Met behulp van deze evaluaties kan de invloed van de projekten op de toekomstige cash-flow worden berekend. Voor de bepaling van de evaluatieperiode en dus voor de raming van de cash-flow van elk van de fusiepartners wordt er bij wijze van fictie van uitgegaan dat de partners zelfstandig blijven voortbestaan. Dit houdt in dat bij elke partner met de bij hem bestaande investeringsplannen wordt rekening gehouden. Zodra de fusie een feit is kan het echter gebeuren dat bepaalde onderdelen van deze plannen niet zullen worden uitgevoerd, zonder dat dit overigens voor de nieuwe combinatie nadelige gevolgen heeft. Afstemming van de investeringsplannen op elkaar is juist één van de fusievoordelen!

Ouderdom van het operationele produktieapparaat

Men zal een algemene gedragslijn moeten bepalen met betrekking tot de toekomstige vervangingsinvesteringen, voorzover deze niet reeds op het moment T0 in concrete projekten in de hierboven genoemde investeringsplannen zijn opgenomen.

Zou men voor een fusie-evaluatie rekening willen houden met alle toekomstige vervangingsinvesteringen dan stelt men de evaluatieperiode op oneindig. De cash-flow-raming wordt dan wel erg bemoeilijkt. De onzekerheid ten aanzien van de faktoren die de cash-flow bepalen neemt uiteraard steeds meer toe naarmate men verder in de toekomst wil kijken. In de tweede plaats worden verder in de toekomst liggende uitkomsten van steeds geringere betekenis door het contant maken naar het heden. Een en ander pleit ervoor van een eindige en overzienbare evaluatieperiode uit te gaan.

Inzake het op het moment T0 operationele produktieapparaat bij de fusiepartners lijkt ons de beste gedragslijn die, waarbij men inzicht probeert te krijgen in de *ouderdom* van dat apparaat. Men zal met name moeten proberen inzicht te krijgen in de lengte van de periode waarbinnen dat apparaat

voor de fusiepartner nog produktief kan zijn, dat wil zeggen nog een positieve bijdrage in de cash-flow uit exploitatie zal opleveren. De verschillende schakels van de keten van produktie-installaties zullen géén gelijke rest-levensduur hebben. De langste rest-levensduur van een schakel uit de huidige keten van installaties zal over het algemeen *korter* zijn dan de redelijk geraamde levensduur van de op het moment T0 concrete investeringsprojekten in uitvoering (zie voorgaand punt). Bij gevolg zal de laatstgenoemde levensduur bepalend zijn voor de vaststelling van de lengte van de evaluatieperiode.

Ten behoeve van de evaluatieberekeningen moeten de verschillende rest-levensduren van de huidige schakels veronderstellenderwijs worden verlengd tot het gekozen afkapmoment. Deze levensduurverlenging van enkele belangrijke schakels is doorgaans mogelijk door extra onderhoud en vervanging van bepaalde onderdelen te veronderstellen. Deze extra uitgaven zullen natuurlijk ten laste van de cash-flow uit exploitatie moeten komen, welke cash-flow overigens in positieve zin wordt beïnvloed door de genoemde levensduurverlenging.

Zijn er op het moment T0 geen concrete investeringsplannen, dan wordt de lengte van de fusie-evaluatieperiode bepaald door die schakel van de huidige installatieketen die de langste rest-levensduur heeft. Voor de andere schakels wordt de levensduur veronderstellenderwijs verlengd door het genoemde extra onderhoud en de onderdelenvervanging.

Uit de voorgaande twee punten kan worden geconcludeerd dat de *lengte* van de evaluatieperiode voor elk van de fusiepartners *ongelijk* kan zijn.

Met het voorgaande hangt nauw samen het probleem van de *restwaarde* van de aktiva.

Wanneer de evaluatieperiode bijvoorbeeld 10 jaar omvat, hetgeen niet overdreven lang is, kan men minder gewicht toekennen aan de restwaarde van de aktiva (= slijtende en niet-slijtende duurzame produktiemiddelen en bedrijfskapitaal). De contante waarde van de restwaarde na zo'n periode zal van weinig betekenis zijn t.o.v. de reeds in aanmerking genomen cash-flow. Hoe overigens de restwaarde na zoveel jaar is te taxeren, is afhankelijk van wat men veronderstelt ten aanzien van continuïteit of discontinuïteit. Bij veronderstelde continuïteit is die restwaarde in feite afhankelijk van de bijdrage in de cash-flow van deze aktiva na de onderzochte evaluatieperiode; bij aangenomen discontinuïteit wordt die waarde bepaald door de geschatte netto liquidatieopbrengst. Voor de waarde*vergelijking* blijft o.i. echter primair een vergelijking van de cash-flows, berekend over perioden waarvan de lengte onder meer door de hierboven aangeduide faktoren wordt bepaald; de restwaarde is doorgaans van ondergeschikt belang.

B. DE LOOPTIJD VAN DE LENINGEN

In verband met de op de toekomstige cash-flow uit exploitatie drukkende rentelast en de te betalen aflossingen zal bij de bepaling van de evaluatieperiode de looptijd van de leningen in acht moeten worden genomen. Het betreft de op het moment T0 reeds opgenomen leningen, alsmede de leningen die binnenkort zullen worden opgenomen ter medefinanciering van de in het voorgaande punt genoemde concrete investeringsplannen.

m a b blz. 228

C. HET TEMPO VAN BEPAALDE VERANDERINGEN

Bij de overwegingen inzake de te kiezen lengte van de evaluatieperiode kan onder omstandigheden ook in ogenschouw worden genomen het verwachte tempo en de veronderstelde mate van politieke en/of sociale veranderingen in die gebieden of landen waar de bij de fusie betrokken ondernemingen of de bedrijven daarvan zijn gevestigd.

Met de voorgaande opsomming van punten is gepoogd duidelijk te maken, dat het kiezen van het toekomstig afkapmoment niet willekeurig moet geschieden.

Tot slot van deze paragraaf wordt nog het volgende opgemerkt. Het is een bekend feit dat verwachtingen niet altijd uitkomen. Dit is echter nog geen reden om verwachtingen omtrent toekomstige ontwikkelingen van de fusiepartners af te wijzen als basis voor de waardevergelijking. Waar men wel op bedacht moet zijn, is dat de geprojekteerde toekomst van de fusiepartners gebaseerd is op coherente uitgangspunten en veronderstellingen en dat deze consistent zijn toegepast. Het verdient aanbeveling de toekomstramingen aan te vullen met de feiten van het lopend jaar en van 2 à 3 voorafgaande jaren. Hierdoor wordt n.l. de mogelijkheid geschapen de gegevens van verleden, heden en toekomst op hun logische samenhang te toetsen.

3 De berekening en kapitalisatie van de geplande cash-flow

In deze paragraaf komen de volgende onderwerpen aan de orde:

3.1 herkomst en besteding der middelen;
3.2 het disconteren van de geplande cash-flow;
3.3 inbreng van leenruimte;
3.4 het verdere verloop van de evaluatie.

3.1 Herkomst en besteding der middelen

Bij een onderneming kunnen de in- en uitgaande geldstromen naar diverse bronnen of oorzaken worden onderscheiden. Een overzicht van deze stromen wordt gegeven in de staat van „Herkomst en besteding der middelen". Dit overzicht is een integrale weergave van de financiële mutaties, en daardoor is het een goed uitgangspunt voor het aan de orde zijnde evaluatievraagstuk. Over het algemeen kunnen de geplande financiële mutaties in de volgende hoofdgroepen worden onderscheiden:

Herkomst der middelen:
- Cash-flow uit exploitatie,
- Inkomsten uit (minderheids)-deelnemingen,
- Opneming van leningen minus aflossingen,
- Vermindering bedrijfskapitaal.

Besteding der middelen:
- Investeringen in duurzame aktiva en desinvesteringen,
- Vermeerdering bedrijfskapitaal.

Aan elk van deze mutaties zal hierna aandacht worden geschonken.

A. CASH-FLOW UIT EXPLOITATIE

Hieronder wordt verstaan de verkoopopbrengst (omzet) verminderd met de verkoop- en produktiekosten, maar *exclusief* afschrijvingen, en verminderd met te betalen belastingen, te betalen rente voor vreemd vermogen, alsmede verminderd met de winstuitkeringen aan commissarissen, directie en personeel. De kosten dienen betrekking te hebben op de verwachte werkelijke verbruiken, gewaardeerd tegen de werkelijk te betalen prijzen. Hiermede wordt bedoeld dat voor de kostenplanning niet van te scherp gestelde budgetnormen moet worden uitgegaan voor bijv. grondstoffenverbruik en personeelsaantallen of van te scherp gestelde prijzen per eenheid inkoop. Voor deze kostenplanning zal men de werkelijke uitgaven zo realistisch mogelijk moeten ramen. Essentieel is dat de *afschrijvingen* buiten beschouwing blijven, evenals de vorming van *voorzieningen.* Voor de cash-flow-berekening is het moment van uitgave bepalend.

Hetzelfde geldt voor de post *belastingen.* De fiscale lasten en baten moeten, bij het systeem van de cash-flow-benadering, worden genomen in de jaren waarin deze feitelijk zullen worden betaald resp. zullen worden ontvangen. Niet bepalend is dus het tijdstip waarop de belastingen in de commerciële resultatenrekening worden verantwoord.

Er wordt wel eens beweerd dat bij een internationale fusie de post belastingen bij de waardevergelijking buiten beschouwing zou moeten blijven als er sprake is van verschillende belastingregiems.

Het is echter onvermijdelijk dat verschillen tussen belastingstelsels in de waardevergelijking bij internationale fusies worden betrokken. Het gaat bij de vergelijking weliswaar om de evaluatie van *ondernemingen,* maar deze zullen toch moeten worden beoordeeld binnen het economische (en dus fiscale) kader waarbinnen zij opereren. Het gaat uiteindelijk om een vergelijking van netto cash-flow-bijdragen.

Het zou trouwens tot onbillijke vergelijkingen leiden als men alleen de invloed van de nationale belastingpolitiek t.a.v. de op de ondernemingen drukkende belastingen zou elimineren.

Immers, de overheid heeft door haar economische, financiële en sociale politiek invloed op welhaast alle opbrengst- en kostenbepalende faktoren, zoals de lonen, sociale lasten, energieprijzen, export, industrievestigingen, infra-struktuur, enz., enz.

Het is niet alleen ondoenlijk, maar ook niet realistisch de overheidsinvloed te elimineren. Alleen de belastingpolitiek elimineren zou niet korrekt zijn, omdat deze een onderdeel is van een totaal overheidsbeleid.

Terugkerend naar de berekening van de cash-flow uit exploitatie kan tot zover worden geconcludeerd, dat voor die berekening de kostensoorten moeten worden gepland. Men heeft dus bij de fusie-kandidaten niet met toerekeningsvraagstukken van indirecte of algemene kosten te maken. Op het totaal van de geplande jaarlijkse netto verkoopopbrengst moeten in mindering worden gebracht:

- de geplande uitgaven voor b.v. grond- en hulpstoffen, energie, bedrijfsmiddelen, onderhoudskosten, etc.;
- de geplande uitgaven voor de organisatie (b.v. salarissen, overige personeelskosten, diverse algemene beheerskosten).

m a b blz. 230

Voorraadmutaties in de halffabrikaten en gerede produkten spelen, anders dan bij de periode-resultaatbepaling, geen rol.

Een voorbeeldoverzicht van de geplande jaarlijkse cash-flow uit exploitatie is in een bijlage opgenomen. Van elk der fusionerende ondernemingen is een dergelijk overzicht samen te stellen, en wel alsof deze *niet* zullen fusioneren, dus alsof zij als afzonderlijke economische eenheden zouden blijven voortbestaan.

De geplande cash-flow uit exploitatie is vervolgens contant te maken naar het moment van waardering T0. De contante-waardeformule van de cash-flow uit exploitatie ziet er als volgt uit:

$$\text{CW C-fl.} = \sum_{t=1}^{P} \frac{\text{C-fl. expl.}_t}{(1+d)^t} \qquad \text{(I)}$$

CW C-fl. = contante waarde cash-flow uit exploitatie
P = aantal planningjaren
C-fl. expl. $_t$ = cash-flow uit exploitatie in jaar t (aangenomen wordt dat de cash-flow telkens aan het eind van een jaar beschikbaar komt)
d = disconteringsvoet.

B. INKOMSTEN UIT (MINDERHEIDS)-DEELNEMINGEN

Indien de fusiepartners in belangrijke mate *minderheidsdeelnemingen* bezitten kan een strikte toepassing van het cash-flow-principe tot onaanvaardbare consequenties voor de waardevergelijking leiden. Volgens dit principe zouden alleen de te ontvangen dividenden in de cash-flow van de fusiepartners moeten worden opgenomen.

Worden de winsten van de deelneming altijd volledig uitgekeerd dan is er voor de waardevergelijking geen probleem. Alleen wanneer de winsten niet worden uitgekeerd, maar geheel of gedeeltelijk in de bedrijven van de minderheidsdeelnemingen worden geïnvesteerd, zal voor de waardevergelijking van het cash-flow-principe bij de fusiepartners moeten worden afgestapt.

Men zal dan per minderheidsdeelneming de *resultaten* daarvan binnen de evaluatieperiode moeten ramen, en vervolgens het *aandeel* daarin van de desbetreffende fusiepartner vaststellen. In formulevorm:

$$\text{CW Res. Deeln.} = \sum_{t=1}^{P} \frac{\text{Res. Deeln.}_t}{(1+d)^t}, \qquad \text{(II)}$$

CW Res. Deeln. = contante waarde van het aandeel van de fusiepartner in de resultaten van de minderheidsdeelnemingen
Res. Deeln. $_t$ = het aandeel van de fusiepartner in het resultaat van de minderheidsdeelnemingen in jaar t.

De *meerderheidsdeelnemingen* zullen zoveel mogelijk met de moedermaatschappij worden *geconsolideerd* in het overzicht volgens de bijlage. De cash-

flow uit exploitatie van de meerderheidsdeelnemingen is dus in formule I begrepen.

C. OPNEMING VAN LENINGEN MINUS AFLOSSINGEN

De op te nemen leningen, ter mede-financiering van de op het moment T0 bestaande investeringsplannen (zie § 2), vormen positieve cash-flowbijdragen die naar het moment T0 contant moeten worden gemaakt. De aflossingen zullen dan natuurlijk als negatieve cash-flowposten zijn te behandelen, die eveneens naar het moment T0 contant moeten worden gemaakt. Dit geldt zowel voor de aflossingen van de reeds op het moment T0 opgenomen leningen als ook voor de aflossingen van de geplande leningen na het moment T0 (zie § 2). Volledigheidshalve wordt hier nog melding gemaakt van het feit dat de aflossingsperiode van het vreemde vermogen invloed heeft op de fusie-evaluatieperiode.
In formulevorm:

$$CW\,(L - a) = \sum_{t=1}^{P} \frac{L_t - a_t}{(1+d)_t} \qquad \text{(III)}$$

$CW\,(L - a)$ = contante waarde van de op te nemen leningen ter mede-financiering van de op het moment T0 bestaande concrete investeringsplannen, verminderd met de contante waarde van de te betalen aflossingen van de op het moment T0 reeds opgenomen leningen en van de hiervoor genoemde nog op te nemen leningen

L_t = de in het jaar t op te nemen leningen

a_t = de in het jaar t te betalen aflossingen.

D. INVESTERINGEN IN DUURZAME AKTIVA EN DESINVESTERINGEN

De geplande investeringsuitgaven voor de op het moment T0 geautoriseerde investeringsprojekten (zie § 2) dienen naar het moment T0 contant te worden gemaakt. Ook de verwachte toekomstige desinvesteringen zullen in de becijferingen moeten worden betrokken.
In formulevorm:

$$CW\,(I - DI) = \sum_{t=1}^{P} \frac{I_t - DI_t}{(1+d)_t} \qquad \text{(IV)}$$

$CW\,(I - DI)$ = contante waarde investeringsuitgaven en netto desinvesteringsontvangsten

$I_t - DI_t$ = investeringsuitgaven minus netto-desinvesteringsontvangsten in het jaar t.

Het op het moment van waardering T0 geïnvesteerde vermogen in duurzame produktiemiddelen is voor de fusie-evaluatie niet van belang.

m a b blz. 232

Het gaat er bij fusieberekeningen om vast te stellen hoe de „cash-flow-potentie" van de fusiekandidaten zich verhoudt (zie § 4).

Tot de *desinvesteringen* worden hier gerekend de binnen de evaluatieperiode buiten gebruik te stellen duurzame produktiemiddelen die nog een netto verkoopopbrengst zullen opleveren. Van deze buiten gebruik te stellen aktiva zal de vermoedelijke netto verkoopopbrengst (zie DI in de formule IV) moeten worden bepaald, alsmede het jaar waarin die opbrengst zal worden ontvangen.

Met geschatte netto verkoopopbrengst wordt bedoeld de bruto verkoopopbrengst verminderd met de geschatte kosten van afstoten en de te betalen belasting over de eventuele boekwinst.

Als desinvestering kan ook worden behandeld de geraamde netto liquidatieopbrengst van niet bedrijfsgebonden aktiva, die, zonder dat daardoor de continuïteit van de onderneming in gevaar wordt gebracht, kunnen worden afgestoten.

E. MUTATIES IN HET BEDRIJFSKAPITAAL

Mutaties in het bedrijfskapitaal spelen voor de fusie-evaluatie als zodanig geen rol meer. De invloed hiervan is reeds in de cash-flow uit exploitatie verwerkt.

3.2 Het disconteren van de geplande cash-flow

Voor de waardevergelijking is uiteraard van belang op welke momenten de cash-flow van een fusiepartner beschikbaar komt. Vandaar de noodzaak de cash-flow contant te maken naar het moment T0.

Inzake de te gebruiken disconteringsfaktor zijn de volgende vragen te stellen:

- waardoor wordt de hoogte van deze faktor bepaald?
- moet voor elke fusiepartner met een afzonderlijke faktor worden gerekend of met een voor elke partner gelijke faktor?

De hoogte van de disconteringsvoet

Uit de hiervoor weergegeven formules wordt duidelijk dat het doel van de berekeningen is, om bij benadering vast te stellen wat binnen de gegeven evaluatieperiode aan vrij beschikbare cash-flow bij elke fusiepartner beschikbaar zou komen bij zelfstandig voortbestaan.

Bezien vanuit het standpunt van de aandeelhouders kan worden gesteld dat zij de beschikbaar komende cash-flow van de oude onderneming opgeven in ruil voor een aandeel in de cash-flow van de nieuwe combinatie.

Het verschil tussen de opgeofferde cash-flow en het aandeel in de nieuwe cash-flow wordt niet alleen gevormd door het verschil in absolute bedragen, maar ook door het verschil in de momenten waarop de oude cash-flow beschikbaar zou zijn gekomen en de momenten waarop de nieuwe cash-flow beschikbaar zal komen.

Omdat het gaat om de positie van de aandeelhouders, en het er dus om gaat te bepalen wat de contante waarde is van hetgeen deze opofferen en van datgene wat zij daarvoor in ruil verkrijgen, komt als disconteringsvoet het

meest in aanmerking de gewenste rentabiliteit van het eigen vermogen (REV).

Afzonderlijke disconteringsfaktoren of een uniforme faktor?
De hoogte van de gewenste REV moet over het algemeen zodanig zijn vastgesteld dat de onderneming blijvend toegang heeft tot haar eigen-vermogensmarkt. Teneinde dit laatste te bereiken moet de gewenste REV op langere termijn bij benadering de reciproke zijn van de koers-winstverhouding van haar aandelen. Daaruit volgt, dat voor de contantmaking van de geplande cash-flow van een fusiepartner de bij *haar geldende* kostenvoet voor het eigen vermogen moet worden gebruikt.

Een verschil in REV tussen de fusiepartijen is bijv. denkbaar wanneer het gaat om industriële ondernemingen die in verschillende branches of in verschillende landen werkzaam zijn (risico-verschillen, verschillen in rentestand).

3.3 Inbreng van leenruimte
Voor de bepaling van de uitgangspositie van de fusiepartners bij de onderhandelingen over de ruilverhouding van de aandelen zou mede in aanmerking kunnen worden genomen het voordeel van de *leenruimte* voor vreemd vermogen die een fusiepartner t.z.t. in de nieuwe combinatie inbrengt. Een voorbeeld ter verduidelijking.

Uitgaande van de geplande cash-flows blijkt, dat onderneming A gedurende de evaluatieperiode een verhouding eigen : vreemd vermogen zal hebben van gemiddeld 50 : 50, en onderneming B van 40 : 60. Wanneer voor de nieuwe combinatie een verhouding van 40 : 60 aanvaardbaar is, brengt onderneming A nog leenruimte in de nieuwe combinatie in. Met dit gegeven zou bij de waardevergelijking rekening kunnen worden gehouden. Het netto kasoverschot dat zal worden verkregen door in de nabije toekomst van deze extra leenmogelijkheid gebruik te maken kan t.g.v. onderneming A worden gebracht.

3.4 Het verdere verloop van de evaluatie
De som van de uitkomst van de vorenstaande formules, vermeerderd met het te behalen voordeel door de inbreng van leenruimte, uitgedrukt per aandeel, bepaalt de uitgangspositie van een fusiepartner aan de onderhandelingstafel waar over de ruilverhouding moet worden beslist.

De onderhandelingen over de ruilverhouding kunnen pas beginnen wanneer:
- de vorengenoemde uitgangsposities bekend zijn, en
- inzicht is verkregen in de orde van grootte van de verwachte financiële voordelen van de fusie.

Wat dit laatste punt betreft wordt hier niet ingegaan op de problematiek van benadering van de fusievoordelen (synergetische effekten).

Het bepalen van de ruilverhouding komt in feite neer op het verdelen - door onderhandelen - van de verwachte fusievoordelen over de aandeelhouders van de fusiepartners. Hoe sterker de uitgangspositie van een fusiepartner, hoe beter die partij de ruilverhouding t.g.v. zijn aandeelhouders kan beïnvloeden.

4 De methode van waardetaxatie op basis van de geplande cash-flow nader beschouwd in vergelijking met andere methoden

De vraag is te beantwoorden wat de argumenten zijn die pleiten voor toepassing van de in de voorgaande paragrafen beschreven methode (hierna te noemen methode CF). Gepoogd wordt op deze vraag antwoord te geven door vergelijking met twee andere methoden die in de financiële evaluatiepraktijk worden toegepast, n.l.:

- de methode van de intrinsieke waarde vermeerderd met de contante waarde van de verwachte toekomstige overwinst (hierna te noemen methode IWO);
- de methode van de „earning capacity" (hierna te noemen methode EC).

De verschillen en overeenkomsten tussen de genoemde methoden worden onder de punten a t/m c in het kort samengevat.

a. Bij toepassing van de methode IWO wordt aan de op het moment T0 aanwezige duurzame produktiemiddelen een op zichzelf staande betekenis toegekend. In de Bedrijfseconomische Encyclopedie deel 2a wordt „intrinsieke waarde" als volgt omschreven:

> „de vervangingswaarde van een complex produktiemiddelen (aktiva minus passiva) dat ten behoeve van een produktief doel is samengebracht. De intrinsieke waarde komt neer op de som van de vervangingswaarde van de samenstellende delen van het complex".

Tegen een overeenkomstig deze omschrijving op te stellen berekening, als één van de bouwstenen voor de waardetaxatie van een onderneming, zijn in het kort de volgende bezwaren in te brengen.

- Als de betrokken partijen de vaste aktiva op basis van de vervangingswaarde zouden wensen te waarderen doemt het *praktische* probleem op van hoe deze waarde van een complex duurzame produktiemiddelen te berekenen en dat veelal in een kort tijdsbestek. Dit is praktisch onbegonnen werk als de ondernemingen zelf niet gewend zijn de vervangingswaarden van de aktiva regelmatig systematisch te verzamelen en te verwerken. Niet alleen moet rekening worden gehouden met de prijsontwikkeling na de *historische* aanschafmomenten, maar evenzeer met de *technologische veranderingen,* of, wat hetzelfde is, met de technologische veroudering van de bestaande installaties. De wens om d.m.v. de intrinsieke waarde inzicht te verkrijgen in de uitgaven die men thans zou moeten doen om een vergelijkbare onderneming op te bouwen is o.i. weinig realistisch. Dit vanwege de omstandigheid dat een bedrijf, naar de ervaring leert, meestal niet wordt herbouwd of vervangen zoals dat op het moment T0 existeert. De technologie is sedert de stichting van een bedrijf doorgaans zo veranderd dat een identieke herbouw of opbouw praktisch niet meer mogelijk is. Verder is een identieke herbouw uit kostenoverwegingen vaak niet rationeel meer. Het heeft o.i. dan ook weinig zin de herbouwkosten te berekenen van een bedrijf dat in vroegere jaren onder toenmalige kostenverhoudingen en bij de toenmalige stand van de technische kennis werd gesticht.
- Aangenomen dat men de hierboven genoemde o.i. onmogelijke hindernis zou willen nemen, of op een andere moeizame wijze de waarde van de

verschillende complexen van duurzame aktiva op gelijke basis zou willen vaststellen, blijft de vraag welke betekenis aan de uitkomsten is toe te kennen in het kader van de onderlinge waardeverhouding. Zoals bekend, is een onderneming meer dan alleen een optelsom van aktiva minus passiva. Voor de waarde van een onderneming zijn bijv. medebepalend: de vestigingsplaats van het bedrijf, de kwaliteit van het management, de know-how van het in dienst zijnde personeel, de markten waarop de onderneming opereert, etc.

Bij de toepassing van de methode CF en EC zijn de aanwezige duurzame aktiva op het moment T0 geen object van waardering.

Volgens de aan de methoden CF en EC ten grondslag liggende gedachte zijn de duurzame aktiva hulpmiddelen die - tesamen met *andere* produktiefaktoren - een cash-flow genereren resp. een resultaat opleveren. Bij toepassing van deze twee methoden oriënteert men zich dus op de verwachte cash-flow resp. de verwachte winst en niet op de fysieke aktiva.

b. De methode EC beantwoordt o.i. al veel beter aan het doel van de waardevergelijking (zie de Inleiding) dan de methode IWO, waarbij een menging plaats heeft van de intrinsieke waarde en de contante waarde van de verwachte overwinst. Bij de methode IWO heeft men ook te maken met het probleem *wanneer* en voor *hoe lang* van overwinst sprake is. Bij de methode EC heeft men dit probleem niet, terwijl toch bij toepassing daarvan een behoorlijke grondslag voor een vergelijking wordt geboden, n.l. de contante waarde van de verwachte winst per aandeel.

c. Resteert de vergelijking tussen de methoden CF en EC. Het verschil tussen deze methoden is, dat de methode CF werkt met kasstromen en de methode EC met winstcijfers.

Ons pleidooi voor toepassing van de methode CF bij een fusie-evaluatie kan als volgt worden samengevat.

Het berekenen en presenteren van de winst en van de rentabiliteit van het geïnvesteerd vermogen, als uitkomst van de economische en financiële operaties van een onderneming, is in de eerste plaats gericht op het afleggen van verantwoording aan de vermogensverschaffers en in de tweede plaats op het verstrekken van informatie aan hen en aan derden.

Behalve verantwoordingsmiddel is de rentabiliteit van het geïnvesteerd vermogen, met name de voorgecalculeerde rentabiliteit, een belangrijk middel bij de besluitvorming over investeringen.

Dat wil zeggen de beslissing over de vraag in welke richting de beschikbare cash-flow zal worden aangewend. Voor de waardeverhouding van ondernemingen die overwegen te fusioneren is relevant het kasoverschot dat elk in de toekomst naar verwachting zal opleveren. Immers, met name bij industriële ondernemingen bepaalt de beschikbaar komende cash-flow de omvang waarin en het tempo waarmee nieuwe fabrieken/installaties e.d. kunnen worden gebouwd, of bestaande installaties kunnen worden uitgebreid of vervangen. Het beschikbare *geld*volume is de bron voor investeringen, die de winstpositie op peil houden of verbeteren. Hoe groter dit volume, hoe groter

de omvang of hoe sneller het tempo van expansie en vernieuwing. De omvang van het beschikbare geldvolume is afhankelijk van de wijze waarop het management uit de diverse operaties een cash-flow weet te genereren, en van de ruimte die er daarbij is om leenvermogen aan te trekken. Een *winst*volume en een daarmede samenhangende rentabiliteit zijn data met behulp waarvan aktiviteiten worden gestuurd (geselekteerd) en gecontroleerd. Deze data geven echter geen inzicht in het geldvolume dat in de onderneming voor investering beschikbaar komt. Vandaar onze voorkeur voor toepassing van de methode CF bij een fusie-evaluatie.

Wij zijn niet ingegaan op de vraag welke methode in de praktijk makkelijker zal zijn toe te passen. We menen dat een dergelijke vraag, gegeven het doel van de bepaling van de waardeverhouding, niet relevant is. Het gaat er o.i. om te beredeneren wat bij een fusie een goede evaluatiemethode is.

5 De beurskoersen als onvolkomen bouwstenen voor de waardevergelijking bij een fusie

Naast de waardeverhouding van de aandelen zoals deze in § 3 is weergegeven, bestaat er een waardeverhouding van de aandelen van open ondernemingen die op beurskoersen is gebaseerd.

Op grond van een vijftal hierna te noemen overwegingen zijn wij van mening dat de beurskoersen van aandelen een minder goede grondslag vormen voor de bepaling van de ruilverhouding dan de waardeverhouding die berekend is conform de in § 3 beschreven methode.

Het *eerste* argument waarom beurskoersen minder geschikt zijn voor de waardevergelijking in geval van een fusie is de bij de beleggers bestaande „imperfect foresight" m.b.t. de ontwikkeling van de ondernemingen waarvan zij als kopers en verkopers op de beurs aandelen in hun portefeuille opnemen resp. afstoten.

Uiteraard mag men ervan uitgaan dat in de beurskoers van een fonds de verwachtingen, die men op de beurs heeft omtrent de ontwikkeling van de onderneming (vnl. de ontwikkeling van de resultaten), verdisconteerd zijn, en kan dus worden gesteld dat de koers een prospectief waarde-oordeel inhoudt. Niettemin vormen de beurskoersen onvolkomen bouwstenen voor de waardevergelijking. De oorzaak hiervan is gelegen in het feit dat men ter beurze onvoldoende geïnformeerd is omtrent de toekomst van elk der fusionerende ondernemingen. De dikwijls schaarse mededelingen onder het hoofd „toekomst" in jaarverslaggeving of op persconferenties gedaan verbleken als het ware ten opzichte van de intern beschikbaar komende gegevens omtrent de geplande toekomst van de onderneming bij fusieberekeningen. Een en ander kan er toe leiden dat de verhouding tussen de berekende uitkomsten per aandeel van de fusiekandidaten, zoals hiervoor aangeduid, afwijkt van de beurskoersverhouding van de aandelen van deze ondernemingen. In § 6 wordt hierop nog nader ingegaan.

Een *tweede* argument tegen het gebruik van beurskoersen ontlenen we aan het Leerboek der Bedrijfseconomie deel II van Prof. Dr. J. L. Bouma. Op pag. 464 van dat boek staat het volgende:

„De beurswaarde per aandeel is de prijs waartegen de marginale kopers en verkopers hun stukken verhandelen. De houders die tegen deze beurswaarde hun aandelen niet willen afstaan, hechten hieraan een hogere waarde; de potentiële kopers, die tegen de actuele beurswaarde niet vragen, schatten de waarde van de aandelen lager. Het produkt van de beurswaarde per aandeel en het aantal aandelen behoeft derhalve geen betrouwbare of eenduidige indicator te zijn voor de waarde van de onderneming, en de betekenis van een fusie voor de participanten in de onderneming behoeft niet per se te worden weerspiegeld in een mutatie van de waarde per aandeel."

Een *derde* argument tegen het gebruik van beurskoersen voor de waardevergelijking kan zijn dat het uitkeringsbeleid van de fusionerende ondernemingen verschillend is, hetgeen van invloed kan zijn op de beurskoersen, die dan de reële verhouding van het toekomstig winvermogen echter niet hoeven weer te geven.

Een *vierde* tegenargument kan zijn dat de aandelen van de fusiepartners op gescheiden markten worden verhandeld, waardoor de koersverhouding beïnvloed wordt door lokale omstandigheden. Dit argument zal vooral gelden bij internationale fusies.

In de *vijfde* plaats moet men zich ervan bewust zijn, dat wanneer belangrijke pakketten van aandelen van de fusiepartners in handen zijn van enkele personen of lichamen die niet of nauwelijks aan het beursverkeer deelnemen, de markt voor het desbetreffende fonds wel erg „dun" kan zijn.

Tot zover kan worden geconcludeerd dat de berekende contante waarde van de verwachte toekomstige cash-flow per aandeel een betere grondslag voor de ruilverhouding is dan de beurskoersen, die op grond van subjectieve veronderstellingen of verwachtingen en door psychologische en politieke faktoren worden beïnvloed.

Bij de in § 3 beschreven methode om de waardeverhouding van de aandelen te bepalen op basis van de toekomstige cash-flows spelen de *fusievoordelen* een rol. Daardoor wordt in de berekende ruilverhouding een element gebracht dat niet in de beurskoersen van de aandelen tot uitdrukking komt. Ook dit lijkt ons een argument dat pleit voor toepassing van de berekende ruilverhouding in plaats van de beurskoersverhouding.

6 Gevolgen van een groot verschil tussen de beurskoersverhouding en de berekende waardeverhouding voor een voorgenomen fusie

Het is niet onmogelijk dat de ondernemingsbesturen worden geconfronteerd met een grote afwijking tussen de berekende ruilverhouding en de beurskoersverhouding. Hiervoor is geconcludeerd dat de berekende verhouding de voorkeur verdient boven de beurskoersverhouding.

Dit neemt echter niet weg, dat bij een grote afwijking tussen de genoemde verhoudingen de kans bestaat dat de voorgenomen fusie niet doorgaat. De aandeelhouders kunnen zich n.l. verzetten tegen de berekende ruilverhouding en bij gevolg niet medewerken aan het tot stand komen van de fusie.

Zodra de genoemde afwijking in de waardeverhoudingen blijkt, komen de

ondernemingsbesturen voor de vraag te staan of de fusie wel doorgang kan vinden. Het is raadzaam dat de besturen bij de beslissing hierover zich laten adviseren door hun belangrijkste externe financiële adviseurs (bijv. bankrelaties).

Wensen de ondernemingsbesturen, gesteund door de adviezen van de externe financiële deskundigen, de fusie door te zetten met inachtneming van de berekende ruilverhouding, dan zal zeer veel zorg aan *voorlichting* van de aandeelhouders moeten worden besteed.

De voorlichting zal niet beperkt mogen blijven tot een toelichting op de overwegingen op grond waarvan de ruilverhouding is vastgesteld en op de gevolgde methode van financiële evaluatie.

De voorlichting zal tevens de economische overwegingen die tot het fusievoorstel hebben geleid moeten omvatten, aangevuld met mededelingen over de resultaatverwachting van de nieuwe economische eenheid alsmede over de uitgangspunten van de toekomstige uitkeringspolitiek.

Maar ondanks een goede voorlichting en de adviezen van onafhankelijke financiële deskundigen moet de mogelijkheid niet worden uitgesloten dat een voorgenomen fusie niet doorgaat bij een grote afwijking tussen de beurskoersverhouding en de berekende ruilverhouding.

Dit risico is steeds aanwezig en is inherent aan het ondernemen. Vandaar dat de waardetaxatie van een onderneming een uiterst delicate bezigheid is, waarbij men steeds met beide benen op de grond moet blijven staan, dat wil zeggen dat men zich zo min mogelijk moet overgeven aan allerlei illusoire toekomstprojekties.

Bijlage

Overzicht van de geplande jaarlijkse cash-flow uit exploitatie
periode . . . . . t/m . . . . .

	jaar 1	*jaar 2*	*jaar 3*	*enz.*
Bruto verkoopopbrengst	. . .	. . .	. . .	
Af: - rabatten	. . .	. . .	. . .	
- provisies/commissies	. . .	. . .	. . .	
- vrachten	. . .	. . .	. . .	
-	. . .	. . .	. . .	
	. . .	. . .	. . .	
Netto verkoopopbrengst	. . .	. . .	. . .	
Produktiekosten:				
- grond- en hulpstoffen	. . .	. . .	. . .	
- halffabrikaat van derden	. . .	. . .	. . .	
- energie	. . .	. . .	. . .	
- bedrijfsmiddelen, onderhoudsmateriaal, en vervangende onderdelen	. . .	. . .	. . .	
- diensten van derden	. . .	. . .	. . .	
-	. . .	. . .	. . .	
-	. . .	. . .	. . .	
	. . .	. . .	. . .	
	. . .	. . .	. . .	
Overige kosten:				
- salarissen leiding en staf	. . .	. . .	. . .	
- salarissen bedrijfspersoneel	. . .	. . .	. . .	
- overige personeelskosten	. . .	. . .	. . .	
- externe adviseurs	. . .	. . .	. . .	
- overige alg. beheerskosten	. . .	. . .	. . .	
-	. . .	. . .	. . .	
-	. . .	. . .	. . .	
	. . .	. . .	. . .	
	. . .	. . .	. . .	
Te betalen rente	. . .	. . .	. . .	
Te betalen belastingen (incl. investeringsheffing resp. investeringspremie)	. . .	. . .	. . .	
Te betalen winstuitkering aan directie en personeel	. . .	. . .	. . .	
. . . . .	. . .	. . .	. . .	
	. . .	. . .	. . .	
Cash-flow uit exploitatie	. . .	. . .	. . .	

m a b blz. 240