

10 MANIEREN OM HET RESULTAAT TE NORMALISEREN BIJ OVERDRACHT VAN EEN ONDERNEMING



Benedict Geers, GECORP advice & management

In voorbereiding van een overname zal een goed geïnformeerd kandidaat-koper steeds een zorgvuldigheidsonderzoek laten uitvoeren. Hij zal de resultaten van de onderneming analyseren en de activa evalueren om te komen tot een correcte waarde van de target.

Er zijn diverse manieren om een waarderingsoefening te maken. Spontaan denken we hierbij aan de methode van de netto actiefwaarde, de methode van de rendementswaarde, de methode van de verdisconteerde kasstromen, of nog de vergelijkingsmethode.

Bij deze laatste methode zoeken we naar recent verkochte analoge ondernemingen. Van die ondernemingen gaan we de verhouding bepalen tussen de verkoopprijs en één of andere factor uit de resultatenrekening (=Key Performance Indicator). Hierbij denken we aan omzet, operationeel resultaat, kasstromen, netto resultaat, Dit verhoudingsgetal (multiple) wordt naar analogie toegepast op de KPI's van de target. Hoewel het om een zeer bedenkelijke methode gaat, omdat het haast onbegonnen werk is om een recent verkochte analoge onderneming te vinden en dus een betrouwbaar verhoudingsgetal vast te leggen, heeft deze het voordeel van de eenvoud en wordt ze daarom heel frequent toegepast. Zo is de vergelijkingsmethode waarbij tussen 3 en 5 keer het operationele bedrijfsresultaat (EBITDA : Earnings Before Interest, Depreciation and Amortizations) als verkoopprijs naar voren wordt geschoven, internationaal zowat de meest gehanteerde waarderingmethode en dus een eerste graadmeter voor een snelle indicatie van de verkoopprijs.

Een goed geïnformeerde kandidaat-koper zal tijdens het zorgvuldigheidsonderzoek dus speciale aandacht besteden aan de componenten die gebruikt worden in de vergelijkingsmethode. Ook de verkoper zal in voorbereiding van de verkoop een analyse maken van zijn resultatenrekening.

Maar wat is nu dit operationele bedrijfsresultaat en mogen we zomaar afgaan op een gegeven cijfer, zelfs al is de boekhouding correct bijgehouden? Wanneer we nagaan in hoeverre de economische bedrijfsrealiteit in lijn ligt met de KPI's die gebruikt worden in de vergelijkingsmethode, spreken we gemeenzaam over het normaliseren van het operationeel resultaat.

Beide partijen hebben echter een tegenstrijdig belang wanneer het er op aankomt om de waarde van de onderneming te bepalen. Als deze wordt bepaald in toepassing van een methode die gebruik maakt van het resultaat van de target, is het goed dat beide partijen weten hoe dit resultaat "genormaliseerd" geworden is/kan worden.

Hierna belichten we in willekeurige volgorde 10 manieren om het operationeel resultaat te normaliseren in het kader van de overdracht van een onderneming. Zowel van de kant van de koper als van die van de verkoper, zijn er argumenten te formuleren om deze handelwijzen te verdedigen of in vraag te stellen. Het is de taak van de begeleiders in het verkoopproces om hen hierin bij te staan.

10 NORMALISERINGSTECHNIEKEN

1. Marktconforme inkomsten en uitgaven

Dit gegeven speelt enkel een rol bij ondernemingen die deel uitmaken van een groep. Omwille van financiële en/of fiscale redenen kan het soms aangewezen zijn om inkomsten of uitgaven te verschuiven tussen groepsleden. Dit wordt gedaan door hoger of lager dan normale inkomsten aan te rekenen tussen groepsleden. Zo kan een holdingvennootschap aan haar dochter een niet-marktconforme managementvergoeding aanrekenen, om het operationele resultaat bij de moeder kunstmatig op te drijven. Dit gebeurt omdat de holding schulden is aangegaan om de aandelen van de dochter te kunnen kopen. De interesten die ze op deze schulden moet betalen zijn enkel fiscaal aftrekbaar van het operationeel resultaat, waartoe o.a. managementvergoeding behoren.

In een internationale context speelt fiscale optimalisatie tussen groepsleden een nog grotere rol en is het belangrijk een duidelijk zicht te krijgen op de geldstromen tussen die groepsleden.

2. Inkomsten en uitgaven afkomstig van niet-dienende activa

Zeker bij ondernemingen die reeds een lange tijd actief zijn en die hun focus in de loop der jaren verlegd hebben, zal het voorvallen dat op de balans activa staan die niet meer dienend zijn voor de huidige activiteit. Hoeveel bedrijven hebben bijvoorbeeld niet een gebouw in eigendom dat te groot is voor het uitoefenen van de activiteit? Of nog, hoeveel bedrijfsleiders zijn er niet die op de terreinen van de vennootschap een privé villa hebben gebouwd?

Dergelijke activa zijn overbodig voor de uitoefening van de bedrijfsactiviteit maar toch worden ze (deels) onderhouden met middelen van de vennootschap alhoewel ze geen nut hebben voor een kandidaat-koper.

3. Vergoedingen en bonussen voor de eigenaar

Als eigenaar bepaal je zelf op welke manier je een vergoeding uit je vennootschap haalt. Omwille van fiscale optimalisatie en ook om rekening te houden met de privé-situatie van de eigenaar worden soms verloningsconstructies opgezet, die niet altijd marktconform zijn of op zijn minst toch niet zouden worden opgezet om een externe manager te vergoeden. Zo kan het zijn dat een onderneming diverse familiale aandeelhouders heeft die niet allemaal operationeel actief zijn in de vennootschap. Zo zou het kunnen dat de aandeelhouders in het kader van afspraken rond familiale opvolging overeengekomen zijn om een royaal dividend uit te keren. Aan de actieve aandeelhouders wordt daarbovenop nog een minimale managementvergoeding toegekend. In tegenstelling tot het dividend, weegt de managementvergoeding wel op het operationeel resultaat.

Een normalisatie van de situatie met het oog op verkoop kan dus een positieve of negatieve invloed hebben op het operationeel resultaat.

4. Niet-marktconforme huurprijzen

Het valt veelvuldig voor dat de onderneming niet de eigenaar is van de gebouwen waarin de bedrijfsactiviteit wordt uitgeoefend. Soms behoort deze tot een patrimoniumvennootschap die eigendom is van dezelfde eigenaar. Ook vruchtgebruikconstructies zijn legio. Het manipuleren van huurprijzen is een treffende illustratie van de manier waarop het operationeel resultaat kan beïnvloed worden op grond van niet-bedrijfs-economische motieven. Het is in feite een toepassing van elk van de 3 hoger genoemde manieren om te normaliseren, maar komt zo veelvuldig voor dat het een aparte vermelding verdient.

5. Opstartkosten

Wanneer uit de analyse van de recentste jaarrekeningen blijkt dat er uitzonderlijke uitgaven gedaan zijn om een nieuwe activiteit op te starten en deze kosten zijn niet geactiveerd geworden, dan beïnvloeden deze op uitzonderlijke wijze het operationeel resultaat in een gegeven jaar. Deze opstartkosten zijn eenmalig en zullen in principe niet wegen op toekomstige resultaten. Voor de bepaling van een genormaliseerd weerkerend resultaat mag daar dus abstractie van gemaakt worden. Zo denken we bijvoorbeeld aan de implementatie van een softwarepakket.

6. Kosten voor rechtszaken, arbitrage, verzekeringsclaims, eenmalige gebeurtenissen

We gaan op zoek naar uitgaven of inkomsten die wegen op het resultaat maar door hun aard een eenmalig karakter hebben. Zo dienen we een correctie uit te voeren op het operationele resultaat om rekening te houden met de opbrengsten van een verzekeringsclaim of de kosten van een rechtszaak.

7. Eenmalige uitgaven voor experts

In lijn met het vorige type van correcties, kijken we ook naar vergoedingen die we betalen aan experts. Zo gaan we niet alleen rekening houden met de kosten die een rechtszaak teweeggebracht hebben, maar ook met de erelonen betaald aan advocaten in het kader van diezelfde rechtszaak. Naar analogie dienen we kosten voor accountants, notarissen, advocaten of adviseurs te verrekenen die betaald zijn naar aanleiding van bijzondere transacties. Of nog, kosten voor marketingadvies bij het aanmaken van een bedrijfswebsite.

8. Herstellingen en onderhoud

In het licht van fiscale optimalisatie zal een onderneming er al eens voor opteren om kosten van herstellingen en onderhoud in het jaar van uitgave rechtstreeks op te nemen in kosten. Dit verlaagt de fiscale factuur omdat het bedrijfsresultaat lager uitkomt. Indien deze kosten betrekking hebben op de levensduur van de activa die hersteld of onderhouden worden, dan dienen deze volgens de boekhoudnormen geactiveerd en afgeschreven te worden. In tegenstelling tot een kost, wordt een afschrijving niet meegeteld bij de bepaling van de EBITDA. In voorbereiding van de verkoop zal de onderneming er dus belang bij hebben om haar afschrijvingspraktijken opnieuw te evalueren.

9. Voorraadwijzigingen

Voor ondernemingen die werken met voorraden in het kader van hun bedrijfsactiviteit, kan het interessant lijken om, zoals met herstellingen en onderhoud, voorraadwijzigingen toe te passen om het fiscale resultaat te optimaliseren. Dergelijke constructies hebben evenwel rechtstreeks invloed op de hoogte van het operationele resultaat en dus ook op de hoogte van de KPI's die aan de grondslag liggen van de vergelijkingsmethode om de verkoopprijs te bepalen. Mede in dit scenario zal de onderneming er dus belang bij hebben om haar praktijken van voorraadwijziging opnieuw te evalueren.

10. Verzekeringen

Tijdens het zorgvuldigheidsonderzoek dient speciale aandacht besteed te worden aan de diverse verzekeringspolissen. Ze worden afgesloten om risico's te dekken, waarvan elk bedrijfsleider hoopt dat ze nooit zullen voorvallen. Het is dus niet uitgesloten dat bepaalde risico's over- of onderverzekerd zijn. Dit heeft dus niet alleen een impact op de hoogte van een verzekeringsclaim wanneer de onderneming effectief het slachtoffer is geworden van een ongeluk, maar evenzeer een jaarlijks weerkerende impact op het bedrijfsresultaat. Wanneer men onderverzekerd is en dus te weinig premies betaalt, ligt het bedrijfsresultaat eigenlijk te hoog. Het omgekeerde is ook denkbaar.

CONCLUSIE

Het is in regel de verkoper die de operationele resultaten van zijn onderneming normaliseert omdat hij er belang bij heeft om een zo hoog mogelijk cijfer te bekomen. Het operationeel resultaat is immers een eerste graadmeter voor het bepalen van de waarde van een onderneming in toepassing van de vergelijkingsmethode.

Een aandachtige kandidaat-koper zal echter in de eerste plaats de toekomstige vrije kasstromen in kaart brengen en zich niet enkel baseren op de situatie uit het verleden. Dat de eigenaar vergoed wordt voor zijn waardevermindering is één ding. Het is de koper die een opportuniteitsafweging zal maken: hij wil een som geld investeren met de intentie dat deze in de toekomst een reeks vrije kasstromen zal genereren. Ofwel investeert hij het geld in de aankoop van een bestaande onderneming, ofwel investeert hij het geld in nieuwe middelen en mensen en start hij zelf een onderneming.

En bij al die normaliseringsdrang mogen we ons gerust de vraag stellen hoeveel keer de eigenaar hier eigenlijk beter van wil worden: in een aantal gevallen is een lager dan normaal operationeel resultaat rechtstreeks ten voordele van de eigenaar (hij ontvangt een hoger huurgeld of een betere managementvergoeding, de holding ontvangt een hogere management fee, de onderneming betaalt minder belasting waardoor een hoger dividend beschikbaar wordt...). Hij is dus reeds als eigenaar vergoed geworden. Waarom zouden deze kosten dan moeten teruggerekend worden om tot een beter bedrijfsresultaat te komen waarop vervolgens een multiple van 3 à 5 kan worden toegepast om zo de verkoopprijs op te drijven?



Benedict Geers,
zaakvoerder
GECORP advice & management

Corporate finance advies - M&A begeleiding
www.gecorp.be
info@gecorp.be