

WAARDERING VAN MENSELIJK KAPITAAL BIJ EEN OVERNAME

1. INLEIDING

Vanuit financieel perspectief wordt een onderneming gestart om er geld mee te verdienen. De ondernemer investeert eigen en vreemde middelen in activa met de bedoeling om hieruit een rendement te halen. In dit perspectief is de onderneming een geldmachine. In de regel zal de ondernemer dit project niet alleen realiseren maar zich omringen met stakeholders: mede-eigenaars, personeel, klanten, leveranciers. Ook de brede gemeenschap beïnvloedt voor een deel het succes van de onderneming.

Alhoewel deze stakeholders essentieel zijn voor het resultaat van de onderneming, vinden we ze niet direct terug op de balans. Dit is te wijten aan het voorzichtigheidsbeginsel dat in de boekhouding gehanteerd wordt: alleen concreet meetbare engagementen mogen uitgedrukt worden, zoals een klant die zijn openstaande factuur nog niet betaald heeft, een personeelslid die zijn wedde nog niet ontvangen heeft, edm..

Toch beseft iedereen dat veel van de waarde van de onderneming afhangt van meer dan alleen maar deze concreet uitgedrukte cijfers.

Omdat ze nergens op een systematische manier wordt tot uitdrukking gebracht, is de waarde van het menselijk kapitaal waarover een onderneming beschikt, een vaak miskende factor bij de bepaling van de waarde van de onderneming.

2. WAARDERINGSMETHODES

De klassieke waarderingmethoden zijn in de wereld van overname voldoende gekend:

- De methode van de intrinsieke waarde
- De methode van de vergelijkingspunten of de multiples
- De methode van de huidige waarde van de toekomstige geldstromen

De methode van de intrinsieke waarde geeft ons een idee over de drempelwaarde omdat ze niet meer is dan de optelsom van de intrinsieke waarde van alle activa na aftrek van de intrinsieke waarde van alle passiva. De methode wordt veelal gehanteerd bij ondernemingen die er niet in slagen om geld te verdienen. Als de investeringen die gedaan zijn geen rendement opleveren, kan men zich inderdaad de vraag stellen wat de waarde is van dergelijke investeringen.

Hoewel de methode van de vergelijkingspunten courant wordt gebruikt omdat ze het grote voordeel heeft dat waarde makkelijk(er) te berekenen is, zegt ze weinig over de werkelijke waarde van de target.

De methode waarbij de huidige waarde van de toekomstige geldstromen wordt berekend, geeft een veel omvattender resultaat, maar heeft dan weer als nadeel dat er onzekerheid bestaat over de parameters die in de berekening gehanteerd worden:

- Hoe bepaal ik de huidige waarde (verdisconteringsfactor)?
- Hoe ver kijk ik in de toekomst?
- Welke geldstromen breng ik in rekening?

Alhoewel de waardering reeds een zeer moeilijke oefening is ongeacht de gebruikte methode, wil ik de aandacht vestigen op de factor "MENSELIJK KAPITAAL" die hierin eigenlijk niet rechtstreeks aan bod komt, maar die de finale uitkomst wel danig kan beïnvloeden.

3. HUIDIGE WAARDE VAN DE TOEKOMSTIGE GELDSTROMEN EN MENSELIJK KAPITAAL

Ondernemers zijn beleggers. Ze investeren met de bedoeling om een rendement te realiseren. In tegenstelling tot passieve beleggers die zich in de regel beperken tot het ter beschikking stellen van hun financiële middelen, nemen ondernemers ook actief de verantwoordelijkheid over het welslagen van de investering. Ofwel verzamelen ze middelen om een nieuwe onderneming te starten waarmee ze geld willen verdienen, ofwel verzamelen ze middelen om te investeren in een bestaande onderneming met de bedoeling om hiermee geld te verdienen.

Waarom kijken ondernemers bij een overname naar de huidige waarde van de toekomstige geldstromen om de waarde van een onderneming te bepalen?

De redenering achter deze methode is dat de target (=investering) in staat zou moeten zijn om nog gedurende enkele jaren een inkomen te genereren door verder te functioneren op de manier waarop ze gestructureerd is door de verkoper op het moment van overname. Dit is de verdienste van de verkoper waarvoor de koper bereid is te betalen.

Dit verklaart waarom targets die over een recurrente vorm van inkomsten beschikken hoger gewaardeerd worden dan deze die dit moeilijker kunnen aantonen. Indien de verkoper ervoor gezorgd heeft dat de onderneming zonder zijn tussenkomst inkomsten kan blijven genereren in de toekomst, zal een koper bereid zijn hiervoor te betalen.

Ik zal aan de hand van twee voorbeelden illustreren dat de verkoper hier kan op inspelen door aandacht te schenken aan het menselijk kapitaal.

3.1 Trekkers, volgers, dwarsliggers

Bij het boekenonderzoek zal de koper geïnteresseerd zijn in de recurrente omzet en de mate waarin deze bijdraagt aan de bedrijfs-winst. Deze wordt gerealiseerd door toedoen van mensen die met de onderneming verbonden zijn. Daarbij denken we niet alleen aan de klanten en de leveranciers maar minstens evenzeer aan het personeel van de onderneming. Bij een overname kan het personeel grosso modo in drie grote groepen ingedeeld worden: (1) de trekkers, (2) de volgers en (3) de dwarsliggers. Een trekker behoort tot de kern van mensen die sterk gelooft in het project dat de ondernemer gestart is. Hij werkt mee aan de realisatie van het bedrijfsdoel en is overtuigd dat dit de persoon van de ondernemer kan overstijgen in geval van verkoop. Een dwarsligger daarentegen behoort tot de kern van mensen die ervan overtuigd is dat het bedrijfsdoel en de persoon van de ondernemer zodanig met elkaar verbonden zijn, dat een eventuele verkoop het einde van de onderneming met zich zou kunnen mee brengen. Hij verbindt zijn lot liever niet met de onderneming maar met de ondernemer. Een volger tenslotte behoort tot de grote groep mensen die hierover geen uitgesproken mening heeft maar na motivering meestal bereid is om de trekkers te volgen. In voorbereiding van de verkoop dient de verkoper grondig na te denken over de positie van de dwarsliggers want voor een overnemer zijn zij potentiële waardevermeters. Hun ontslag voorafgaand aan de verkoop betekent weliswaar een kost, maar bij voldoende motivatie zal de koper begrijpen dat dit ten goede komt aan de toekomstige geldstromen en dus een hogere prijs verantwoordt. Bovendien kan deze demarche in samenspraak tussen koper en verkoper gebeuren zodat alle belangen goed afgewogen kunnen worden.

3.2 Ondernemer = onderneming

Er zijn heel wat ondernemingen die eigenlijk geen waarde bezitten die kan worden toegeschreven aan de huidige waarde van toekomstige geldstromen die op punt gesteld zijn door de verkoper, omdat de onderneming zodanig vereenzelvigd is met de leidende ondernemer. Een mooie illustratie hiervan is de praktijk van de diverse intellectuele beroepsbeoefenaars. Deze beroepsbeoefenaars creëren met hun activiteit geen overdraagbare waarde want hun verdienmodel is te veel rond hun persoon opgebouwd. Hoewel dit veelal de sterkte is van het model – de klant kiest niet voor een onderneming maar voor de ondernemer zelf – houdt het tegelijk ook haar zwakte in omdat het niet overdraagbaar is. De opdracht voor deze groep is dus om een verdienmodel uit te bouwen dat niet alleen aandacht besteedt aan het ontwikkelen van een recurrente inkomstenstroom, maar dat bovenal ontdaan wordt van het persoonsgebonden karakter. Want wie zou nu geld geven voor een onderneming met een recurrente inkomstenstroom waarvan men weet dat, eens de verkoper zijn activiteit staakt, alle klanten binnen de kortste keren andere horizons kunnen opzoeken. Toch worden nog veel kandidaat-kopers verleid om tot een associatie van zelfstandige intellectuele beroepsbeoefenaars toe te treden in het vooruitzicht van een mooie stroom van toekomstige geldstromen, terwijl zij eigenlijk hun succes of falen binnen de kortste keren aan hun eigen persoon en inzet te danken hebben.

4. CONCLUSIE

De invloed van de factor MENSELIJK KAPITAAL op de waarde van een onderneming wordt te vaak onderschat maar kan de finale uitkomst wel danig beïnvloeden.

Ondernemingen die over een recurrente vorm van inkomsten beschikken, worden in de regel hoger gewaardeerd. Het is de taak van de verkoper om ervoor te zorgen dat het aanwezige menselijke kapitaal in de onderneming zonder zijn tussenkomst inkomsten kan blijven genereren in de toekomst.

Benedict Geers,
zaakvoerder

GECORP advice & management

www.gecorp.be

info@gecorp.be



Benedict Geers, GECORP

