

INZICHT IN WAARDE



Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering

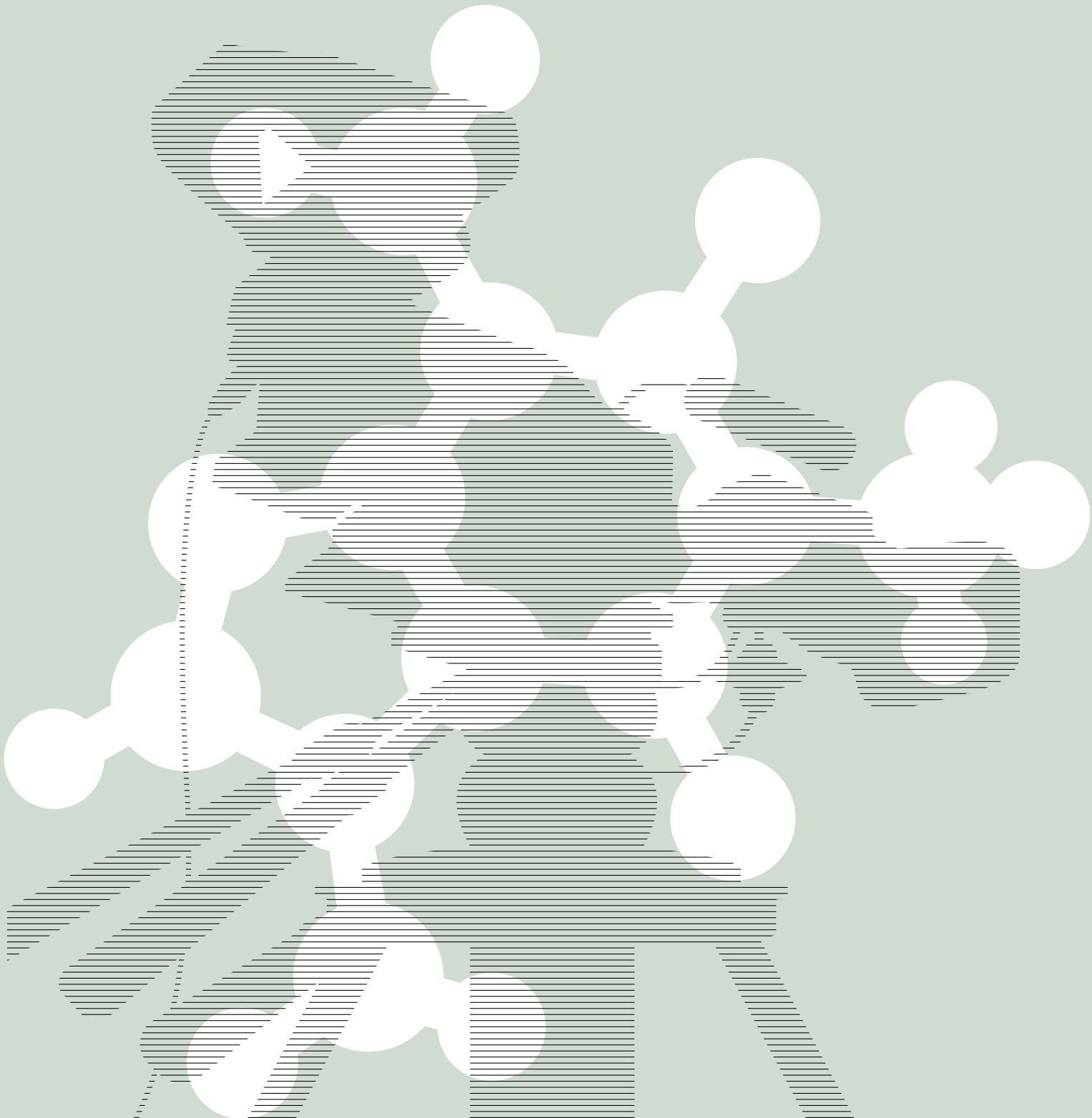
INZICHT IN WAARDE

Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT



Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

Geachte relatie,

Hierbij zenden wij u het Jaarbericht van Sman Register Valuators: een korte terugblik op 2009 en onze praktijk, en onze gedachten bij 2010. In dit Jaarbericht gaan wij verder in op enkele relevante ontwikkelingen op ons vakgebied.

2009: Economische terugval, met verschillende effecten.

De in 2007 ingezette economische crisis bereikte in 2009 haar dieptepunt, inmiddels bespeuren we steeds krachtiger signalen van herstel. De gevolgen zijn voor iedereen verschillend. Ook Sman Register Valuators heeft in haar praktijk te maken met de gevolgen. Ondernemingswaarde wordt immers in hoge mate bepaald door toekomstverwachtingen. In de opdrachten die wij uitvoerden werd veel tijd besteed aan de kritische beoordeling en onderbouwing daarvan.

Overigens valt de waarde daarbij niet steeds lager uit dan in "rustiger" tijden. Crises bieden ook kansen en ondernemers zijn er om die te verzilveren.

In het kader van een onteigeningsprocedure werden wij ingeschakeld voor de waardering van een plan om een hotel te bouwen. In dit geval bleek de crisis zelfs gunstig: de bouwkosten vielen door de druk op de aannemerij fors lager uit, terwijl de opening na het verwachte economisch herstel zou plaatsvinden - een schoolvoorbeeld van "door het dal heen investeren".

De uitkomst van waarderingen wordt ook bepaald door de gebruikte vermogenskosten. Deze hangen ondermeer samen met de ontwikkeling van de rente op de staatsschuld en de bereidheid van beleggers om risico te lopen.

Er is onder waarderingsdeskundigen overigens enige mate van consensus over de opvatting dat heftige bewegingen op de kapitaalmarkt bij de waardering afgevlakt moeten worden. Investerings worden immers voor de lange termijn gedaan. Het is veel meer van belang of bijvoorbeeld de geplande afzetten behaald worden, of het "verdienmodel" nog klopt. Al met al bieden de turbulente economische tijden dus ook een aantal interessante vaktechnische uitdagingen. Waarderen wordt terecht steeds vaker gezien als een specialisme. Inmiddels zijn er drie postdoctorale universitaire opleidingen op het vakgebied (Rotterdam, Tilburg en Groningen). De titelbescherming die het Nederlands Instituut voor Register Valuators biedt, blijkt daarbij van grote waarde.

Bijzondere waarderingsopdrachten

Sman Register Valuators voert jaarlijks een groot aantal waarderingsopdrachten uit. Kerncompetentie van ons bureau is de waardering van ondernemingen en aandelenpakketten. Soms echter ligt het accent niet zozeer op de onderneming als geheel, maar op één of meer onderdelen of bezittingen. Zo werd recentelijk in het kader van een herfinancieringsoperatie een waardering uitgevoerd van een, in dit geval, immaterieel actief: een portefeuille met rechten op films en tv-series. De portefeuille zou moeten dienen als onderpand voor verkregen financiering. Zijn filmrechten nog enigszins tastbaar, dit geldt zeker niet voor de waardering van "een lopend onderzoeksproject" in de biotechnologie.

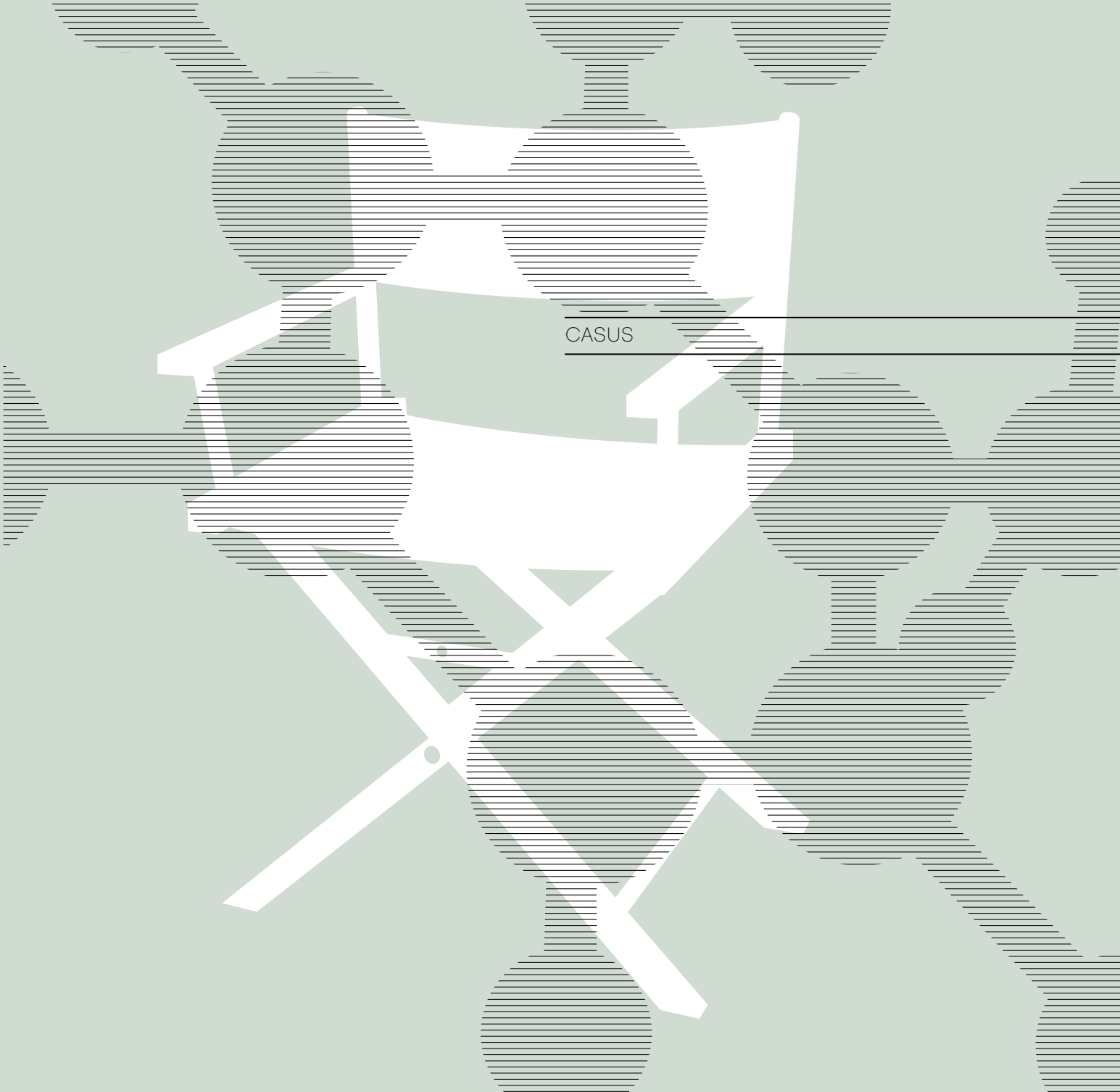
TWEE VOORBEELDEN VAN BIJZONDERE WAARDERINGEN:

Waardering van filmrechten

FILMRECHTEN ALS HANDELSWAAR?

Waardering van onderzoek in de biotechnologie

HIGH RISK, HIGH REWARD...



CASUS

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

Casus:

Waardering van filmrechten

FILMRECHTEN ALS HANDELSWAAR?

Filmproducenten hopen de productiekosten goed te maken (en daarboven winst te behalen) vanuit de opbrengsten van bioscoopbezoek, dvd-verkoop en tv-rechten. De verkoop vindt plaats per land of taalgebied waar vaak onafhankelijke distributeurs de vertaling, marketing en logistiek voor hun rekening nemen.

Deze distributeurs maken voor meerdere jaren afspraken met de producent en afnemers over rechten, kosten en vergoedingen. Aan de producent wordt een bedrag vooruit voldaan als niet terugvorderbare royalty. Deze moet de distributeur terugverdienen uit vertoning en verkoop. Filmrechten zijn daarmee eigenlijk gewoon handelswaar, met alle risico's van dien. Soms is het duidelijk. Van Avatar was vooraf al bekend dat het een hit zou worden. Aan de andere kant van het spectrum zijn er bijvoorbeeld de art-house films die traditioneel een klein publiek trekken. Distributeurs wegen vooraf de kansen en proberen een goede deal met de producent te sluiten. Daarbij wordt onderling geconcentreerd op voorwaarden als hoogte van de vooruitbetaling, af te dragen royalty's, etcetera. Op deze wijze verzamelen de distributeurs in de loop der jaren rechten op een groot aantal films en TV series. Deze zogenaamde portefeuille bevat toppers en flops, naast een brede middenmoot. Uit de portefeuille vloeien voor een langere periode opbrengsten voort. De contante waarde daarvan, onder aftrek van de uitwinningkosten, is de waarde van de portefeuille op een bepaald moment.

De aanpak

Onze waarderingswerkzaamheden bestaan onder meer uit een gedegen analyse van de portefeuille, historische prestaties, trends, verhoudingen (bijvoorbeeld tussen bioscoopbezoek en latere dvd-verkoop) en het track record van de inkoop. Daarbij is de vraag aan de orde hoe goed de voorspellingen zijn. Wij onderwerpen de prognoses aan een kritische beoordeling en valideren ze. Ons rapport biedt de financier daarmee extra zekerheid over de waarde van het onderpand.

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

Casus:

Waardering van onderzoek in de biotechnologie

HIGH RISK, HIGH REWARD...

De wereld van geneesmiddelenontwikkeling kenmerkt zich door lange doorlooptijden en grote investeringen. Het is vaak onzeker of deze ooit worden terugverdiend. Daarmee kan niet worden gesteld dat lopende onderzoeksprojecten pas waarde kennen op het moment dat zeker is dat een medicijn daadwerkelijke goede verkoopcijfers haalt. Integendeel. Investeerders blijken bereid al in een vroeg stadium onderzoek te financieren. Dat gebeurt privaat of door het nemen van aandelen in beursgenoteerde bedrijven. Bij deze investeringsbeslissingen laten zij zich mede leiden door de voorspellingen van het betreffende bedrijf, gespecialiseerde adviseurs en analisten die de sector volgen met soms specifieke aandacht voor enkele bedrijven daarin.

Wij hechten waarde aan onderzoek.

In het onderhavige geval verwerft een beursgenoteerde onderneming een startend biotechnologiebedrijf. Deze start-up voert op basis van een aantal verkregen patenten, onderzoek uit naar een medicijn tegen een ouderdomsziekte. Het onderzoek is in een pril stadium maar ook veelbelovend, door de banden met erkende wetenschappers en een gerenommeerd onderzoeksinstituut en de aanwezige patenten. Er wordt een aanzienlijke overnamesom voldaan, deels in de vorm van aandelen, deels op basis van afspraken gerelateerd aan het behalen van mijlpalen. Regels rond de jaarverslaggeving schrijven voor dat de overnamesom moet worden toegerekend aan de activa van de gekochte onderneming en - als meer is betaald dan de fair value daarvan - aan goodwill.

De waardering richt zich dus primair op het enige bezit, te weten het lopende onderzoek. Wat is de waarde daarvan?

De aanpak

Sman Register Valuators gaat als volgt te werk: allereerst is er het feitenonderzoek naar bijvoorbeeld de patenten, "freedom to operate", en de blijvende betrokkenheid van sleutelfunctionarissen en het onderzoeksinstituut.

Als deze basis is vastgesteld volgt de kritische beoordeling van de verwachtingen van het management ten aanzien van nog te verrichten uitgaven en verwachte opbrengsten, en de risico's en de timing daarvan.

We kijken onder meer naar de omvang van de markt, de gebruikte slagingskansen en de verwachte doorlooptijden. Daarbij maken we gebruik van het feit dat in de biotechnologie uitgebreid wordt gerapporteerd over het verloop van onderzoeken, niet in het minst vanwege strenge regelgeving door de gezondheidsautoriteiten.

Uiteraard steunen we ook op onze eigen ervaring in soortgelijke waarderingsopdrachten. Ons speciaal voor dit soort waarderungen ontwikkelde waarderingsmodel wordt zo gevuld met degelijk onderbouwde uit- en ingaande geldstromen, tijdstippen en looptijden, kansen en risico's. Kortom, de bouwstenen van iedere waardering. Sman Register Valuators voert zijn werkzaamheden uit in overleg met de controlerend accountant en zorgt voor een zodanige rapportering dat wij de latere (eventueel verplichte) impairmentanalyses effectief kunnen uitvoeren.

Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

In-house seminar ondernemingswaardering

Het besluit tot verkoop van een onderneming of overdracht binnen familiekring kan veel emoties losmaken.

Sman Register Valuators maakt de waarde van ondernemingen en aandelenpakketten inzichtelijk. Helder inzicht bieden helpt partijen immers op één lijn te krijgen – met deskundig en onpartijdig advies – en tegelijkertijd met begrip voor de ontstane situatie. Voor ruim 50 relatiebeheerders van ZR Accountants en Adviseurs heeft Sman Register Valuators eind 2009 een boeiend en geanimeerd in-house seminar verzorgd met als onderwerp: "Ondernemingswaardering en familiebedrijven". ZR is een actieve en groeiende organisatie die zich, met 9 vestigingen in Zuid-Nederland en circa 230 medewerkers, richt op dienstverlening van topkwaliteit.

Sman Register Valuators verzorgt meerdere malen per jaar lezingen en seminars op het gebied van ondernemingswaardering. Het is veelal mogelijk hierbij ook PE-punten toe te kennen. Uiteraard doen wij dit ook graag voor uw organisatie of relaties. Mocht dit voor u interessant zijn, neemt u dan contact met ons op.

Bedrijfsoverdracht wordt fiscaal vergemakkelijkt

Op 1 januari 2010 is de Successiewet gewijzigd, waardoor bedrijfsoverdracht fiscaal wordt vergemakkelijkt.

Onder de oude regeling was, indien aan de voorwaarden voor de bedrijfsopvolgingsfaciliteit werd voldaan, maximaal 75% van het ondernemingsvermogen of de aanmerkelijk belang aandelen vrijgesteld van schenk- en erfbelasting. Vanaf 1 januari 2010

bedraagt de voorwaardelijke vrijstelling 100% over de eerste € 1.000.000. Het meerdere is voor 83% vrijgesteld. Voor het niet vrijgestelde bedrag kan uitstel van betaling worden verkregen voor een periode van 10 jaar: een aanzienlijke verruiming van de regeling. Ook het overdragen van een bedrijf bij leven wordt eenvoudiger. Bij schenken worden de leeftijdsgrens- en arbeidsongeschiktheidseis losgelaten: de schenker hoeft niet langer 55 jaar of ouder of voor tenminste 45% arbeidsongeschikt te zijn. Als er een voornemen tot overdracht bestaat, loont het de moeite te beoordelen of u of uw relatie voldoet aan de gewijzigde voorwaarden voor gebruik van de faciliteit. Uiteraard zijn wij graag bereid hierover met u van gedachten te wisselen.

Vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht

Ons bureau voert jaarlijks meerdere opdrachten uit die hun oorsprong vinden in geschillen tussen aandeelhouders, waaronder waardering van aandelenpakketten in het kader van de zogenaamde blokkeringregeling.

Op 15 december 2009 is het wetsvoorstel met betrekking tot de Wet vereenvoudiging en flexibilisering van het bv-recht aangenomen in de Tweede Kamer. Na behandeling in de Eerste Kamer is de verwachting dat het wetsvoorstel op 1 juli 2010 zal worden ingevoerd. Wat gaat er veranderen?

- **Er komen meer mogelijkheden om de inrichting van de vennootschap af te stemmen op de aard van de ondernemingsactiviteiten en de samenwerkingsrelatie tussen aandeelhouders.**

- **De regels voor besluitvorming in de besloten vennootschap worden flexibeler en maken maatwerk mogelijk. Zo komen er mogelijkheden om aandelen te creëren zonder stemrecht en aandelen zonder winstrecht.**
- **De huidige verplichte blokkeringregeling wordt afgeschaft zodat de statuten kunnen bepalen dat aandelen vrij overdraagbaar zijn. Als wel wordt geopteerd voor de blokkeringregeling kunnen gedetailleerde afspraken worden gemaakt over de prijsbepaling bij aandelenoverdracht.**
- **De mogelijkheden worden verruimd om aan een aandeelhouder via de statuten verplichtingen van verbintenisrechtelijke aard op te leggen. Denk bijvoorbeeld aan de verplichting tot bijstorten of het verstrekken van een lening aan de vennootschap.**
- **De regelingen ten aanzien van kapitaal- en crediteurenbescherming alsmede het plegen van dividenduitkeringen of uitkeringen van reserves worden herzien.**

Ook de wettelijke geschillenregeling wordt grondig aangepakt. De geschillenregeling biedt een oplossing voor conflicten tussen aandeelhouders zonder dat daarvoor ontbinding van de vennootschap noodzakelijk is. De regeling kent een tweetal vorderingen: uitstoting en uittreding. Beide leiden tot een gedwongen afscheid van één van de ruziënde aandeelhouders. De huidige geschillenregeling is, onder andere door de lange duur van de procedure, niet populair gebleken. De nieuwe regeling voorziet in belangrijke verbeteringen. De procedure kan sneller verlopen omdat de prijsvaststelling en overdracht van de

aandelen niet hoeft te wachten op een onherroepelijk vonnis van de rechter. De rechter kan verder afzien van het benoemen van deskundigen als de statuten of overeenkomst een duidelijke maatstaf bevatten voor het bepalen van de waarde. Ook wordt het mogelijk een vordering tot uitkoop in te stellen tegen de vennootschap zelf (in plaats van tegen een medeaandeelhouder). De mogelijkheden om uit te treden worden hierdoor verruimd.

Tot slot kan binnen de nieuwe geschillenregeling een uittredende aandeelhouder schade vergoed krijgen in verband met waardevermindering van zijn aandelen als gevolg van gedragingen van de medeaandeelhouders of de vennootschap zelf. Het wetsvoorstel biedt dus zowel in de blokkeringregeling als geschillenregeling mogelijkheden om gedetailleerde afspraken te maken over de prijsbepaling bij aandelenoverdracht. Prijsformules verouderen echter snel en houden veelal onvoldoende rekening met actuele ontwikkelingen en investeringsprognoses. Het is daarom raadzaam om vooraf goed te informeren naar de mogelijke uitwerking van een eventuele prijsformule en/of andere afspraken met betrekking tot de waardebeoordeling. Wij zijn u daarbij graag van dienst.

Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

Ondernemingsfinanciering met staatsgarantie

De kredietcrisis heeft afgelopen jaar een gat geslagen in de vermogenspositie van de bancaire sector. Dit heeft zich vervolgens vertaald in aangescherpte eisen en tarieven bij de verstrekking van financiering aan het bedrijfsleven. Bedrijven ervaren dat zij lastiger aan krediet kunnen komen. Het is in dat verband goed om te weten dat ondernemers een beroep kunnen doen op regelingen waarbij het Ministerie van Economische Zaken zich garant stelt voor een deel van het risicokapitaal. EZ heeft afgelopen jaar ook enkele regelingen tijdelijk verruimd om ervoor te zorgen dat ondernemers ook tijdens de kredietcrisis aan voldoende krediet kunnen komen.

Borgstellingskrediet Midden- en Kleinbedrijf (BMKB)

Ondernemers uit het midden- en kleinbedrijf die voldoende toekomstperspectief hebben, maar banken onvoldoende zekerheden kunnen bieden, kunnen een borgstelling krijgen voor een gedeelte van hun krediet. Het maximale borgstellingskrediet bedraagt € 1,5 mio. Voor starters (maximaal 5 jaar oud) is dit € 200.000. De regeling is bedoeld voor MKB-bedrijven met maximaal 250 fte in dienst. Bepaalde sectoren zijn evenwel uitgesloten. De looptijd van de staatsgarantie is maximaal 6 jaar. Bij financieringen voor verbouw en aanschaf van onroerend goed bedraagt de looptijd 12 jaar.

Regeling Groeifaciliteit

De Groeifaciliteit is een variant op de al langer bestaande BMKB regeling. De Groeifaciliteit houdt in dat financiers die risicokapitaal verschaffen aan MKB-ondernemingen een garantiestelling

krijgen. Als de bank of participatiemaatschappij verlies lijdt op de investering, kan deze 50% declareren bij Economische Zaken.

De Groeifaciliteit is tijdelijk, tot en met eind 2010, verruimd.

De maximum verstrekking van risicokapitaal dat onder de garantie kan worden gebracht is verhoogd van € 5 mio naar € 25 mio.

De verruiming is uitsluitend bedoeld voor het verstrekken van risicokapitaal door participatiemaatschappijen. Voor de banken die deelnemen verandert er niets. Zij kunnen evenwel gebruik maken van de verruimde GO-regeling.

Garantie Ondernemingsfinanciering (GO-regeling)

De GO-regeling is bestemd voor grote en middelgrote ondernemingen. Op grond van de regeling kunnen financiers die kapitaal verschaffen een garantie van 50% van de overheid krijgen. Per 23 november jl. is de GO-regeling aanzienlijk verruimd. Een aanvraag voor garantiékrediet kan thans een bedrag omvatten van € 1,5 tot € 150 mio (voorheen € 50 mio), waarbij de overheid voor maximaal € 75 mio garant staat. De looptijd van de garantie is maximaal 8 jaar. Tevens is de zogenaamde "fresh money" eis verruimd. Zo is onder voorwaarden herfinanciering van bestaande leningen mogelijk. De GO-regeling is verlengd naar eind 2010.

Samenvattend bieden de garantieregelingen interessante mogelijkheden. In het algemeen geldt voor alle regelingen als eis dat de onderneming voldoende toekomstperspectief moet hebben, gelet op rentabiliteit, continuïteit en cashflow.

Bij het maken van een dergelijke analyse zijn wij ondernemers graag behulpzaam.

2009

BRACHT SMAN REGISTER VALUATORS
EEN NIEUW ELAN

2010

OPTIMISME EN TOENEMENDE ACTIVITEIT



EEN NIEUW ELAN

Sman Register Valuators

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

2009

NIEUW ELAN

2009: een nieuw elan

2009 bracht Sman Register Valuators een nieuw elan. Dat ziet u terug in onze nieuwe huisstijl waarin kernwaarden als transparantie, zakelijkheid en objectiviteit centraal staan. Het motto "Inzicht in waarde" vat onze bedrijfsfilosofie samen. Dat inzicht in waarde beperkt zich niet tot ondernemingswaardering en onze overige inhoudelijke werkerreinen.

Sman Register Valuators steunt ondernemers in spe op Sri Lanka door het verstrekken van microkredieten via de hulporganisatie Family Help Programme (www.fhpholland.nl). Microkrediet is een middel om deze ondernemers te helpen op weg naar zelfstandigheid.

Sinds 2009 onderhoudt Sman Register Valuators een actieve sponsorrelatie met het Nieuw Kamer Orkest, een hoogwaardig ensemble van conservatoriumstudenten die op het punt staan naar vooraanstaande podia door te breken. Wij bieden onze relaties de mogelijkheid de concerten van deze talentvolle musici bij te wonen.



Sman Register Valuators

Jaarbericht

WAARDE IN ZICHT

2010

OPTIMISME EN TOENEMENDE ACTIVITEIT

2010: optimisme en toenemende activiteit

2010 wordt een jaar waarin onderwerpen spelen die bij uitstek op het werkterrein liggen van de register valuator. Koop en verkoop van ondernemingen of aandelenpakketten vereisen gedegen inzicht in waarde. Wij zien een voortzettend economisch herstel en constateren een toenemende activiteit op de fusie- en overnamemarkt. Ondernemers zien kansen, beleggers zien perspectieven en durven weer risico's te nemen.

In 2008 en 2009 zochten financiers en ondernemers noodgedwongen soms tijdelijke of minder optimale oplossingen voor structurele problemen.

Deze "noodverbanden" zullen moeten worden vervangen, bijvoorbeeld door versterking van het eigen vermogen via een aandelenemissie. Goede emissievoorwaarden zijn gestoeld op een gedegen waardering. Ook bij andere vormen van (her-) financiering is de inschakeling van een waarderingsdeskundige met recht van toegevoegde waarde.

De aangekondigde wijzigingen in het bv-recht en de successiewet maken het verstandig dat ondernemers, advocaten en accountants zich laten bijstaan door adviseurs met gespecialiseerde waarderingsdeskundigheid. Sman Register Valuators staat u en uw relaties graag met raad en daad terzijde!





Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering



Sman Register Valuators

Bureau voor
Ondernemingswaardering

Lagedijk 104
Postbus 75, 1540 AB Zaandijk
t: 075-6218809, f: 075-6218476
info@sman.nl, www.sman.nl

