

Lekker “ WACCEN ”

Gepubliceerd op www.accountancyvandaag.nl, 21 augustus 2008-09-30



Een aantal jaren geleden schoten ze als paddenstoelen uit de grond: “de Wok restaurants”. Lekker Wokken, werd een gevleugelde uitspraak. Nu is een WOK natuurlijk iets anders dan een WACC. Maar het gemak waarmee dit kookgerei wordt gehanteerd vertoont wel wat overeenkomsten met het gemak waarmee zo’n WACC wordt gebruikt in waarderingsland.

Kostenvoet

De fijnproevers onder ons hebben het natuurlijk al in de gaten. WACC is de afkorting van The Weighted Average Cost of Capital. Of te wel: de gemiddelde gewogen kostenvoet van het totale vermogen. Het is zo’n ding waar je alles instopt en er komt iets moois uit. Net als een Thais gerecht. Met zo’n WACC maak je toekomstige geldstromen in een DCF-methode contant en je hebt de waarde van een onderneming te pakken.

Speldenprik

Zo’n WACC is een duivels ding. Zoals zo vaak met ingewikkelde recepten. Als je de ingrediënten op een verkeerde manier samenvoegt is het resultaat een belabberd eindproduct. En zo is het ook met waarderings op basis van een WACC. In de meeste gevallen leidt het tot een opgeblazen waardering. U kent het wel, zo’n waardering waaruit je met één speldenprik alle lucht laat lopen. Smullen voor de waarderingsexperts die een contra-expertise mogen uitvoeren. Zeker als ze dat in een juridische procedure kunnen doen.

Oude schoolboeken

Het horror scenario is natuurlijk de andere zijde van de medaille. Je zult maar met de beste bedoelingen de oude schoolboeken uit de kast hebben getrokken en een waardering op basis van WACC hebben gemaakt. Een mooie waarde rolde uit de spreadsheet en de klant was helemaal tevreden. Nu word je in rechte betrokken omdat blijkt dat er een rekenfoutje is gemaakt. De waarde ligt enkele miljoenen lager. Met het zweet op je rug lees je de polis van de aansprakelijkheidsverzekering nog eens na.

Rekenen

Wat is er aan de hand met die WACC. Er zijn een aantal manieren waarop je zo’n WACC kunt berekenen. Hieronder staan de meest gebruikte. Beide berekeningen dienen overigens exact dezelfde uitkomst te geven.

- 1) $WACC = keu - (kvv * (VV/TV) * T)$
- 2) $WACC = (kel * (EV/TV)) + (KVV * (1-T) * (VV/TV))$

Waarbij: Kvv: kostenvoet vreemd vermogen
VV : economische waarde vreemd vermogen
keu: kostenvoet eigen vermogen unlevered (geen vreemd vermogen)
TV : economische waarde totale vermogen (Enterprise Value)
T : belastingtarief
Kel: kostenvoet eigen vermogen levered (wel vreemd vermogen)

Tax shields worden hierbij contant gemaakt tegen keu

De tweede vergelijking wordt doorgaans het meest gebruikt en daar gaat het dus mis. Kel staat voor kostenvoet van het eigen vermogen levered. Dat is dus de kostenvoet voor het eigen vermogen, waarbij gebruik gemaakt wordt van vreemd vermogen. Deze kostenvoet is hoger dan de kostenvoet van het eigen vermogen unlevered. Dit komt door het hefboomeffect.

In mijn praktijk doe ik regelmatig contra-expertises. Vaak kom ik daarbij waarderings op basis van WACC tegen. De fout waar ik dan tegen aan loop is dan de volgende.

- Een prachtige onderbouwing voor een kostenvoet eigen vermogen **unlevered**.
- Die kostenvoet wordt regelrecht ingevoerd in de tweede WACC formule.
- Dat leidt tot een te lage WACC
- En dat leidt tot een te hoge waardering.

Voor mij is het dan ‘gefundenes Fressen’. Waarderings met een foutieve WACC zijn vaak 25% te hoog. In een juridische procedure wordt er dan snel geld verdiend door mijn cliënt.