

Inhoud

Voorwoord.....	1
Impact van informatieachterstand.....	2
Quickscan.....	3
Deminor nieuws.....	4

EDITIE FEBRUARI 2011

Contact

Deminor International
E. van Nieuwenhuyselaan 6 bus 8
B-1160 Brussel
www.deminor.com

Verantwoordelijke uitgever:
Bernard Thuysbaert, Partner
Email: bernard.thuysbaert@deminor.com

Voorwoord

In de tweede editie van onze newsletter geven wij meer aandacht aan de waardering van minderheidsparticipaties.

Het zal u niet zijn ontgaan dat de fusie- en acquisitiemarkt (M&A) weer volle aandacht krijgt. Een herstel komt na een gigantische dip in navolging van de financiële crisis.

De waarde van KMO's wordt niet gemeten aan hun beurskoers. Daarom lijkt het alsof niet beursgenoteerde ondernemingen de storm beter hebben overleefd. Voor aandeelhouders van KMO's wordt het opnieuw actueel om zich een objectief oordeel te vormen over de waarde van het bedrijf waarin zij participeren, ongeacht of zij hun participatie al dan niet wensen te verkopen. Het is tijd om de wonden te likken maar aandeelhouders en besturen zijn ook druk bezig met een strategische evaluatie en wensen hierbij een faire en objectieve waardering te laten uitvoeren door een onafhankelijke derde.

Bij sommige meerderheidsaandeelhouders leeft de hoop dat er interessante opportuniteiten zijn om aan zeer gunstige voorwaarden minderheidsaandeelhouders uit te kopen. Er zijn ook opnieuw externe partijen die zich aanmelden om middelgrote bedrijven over te nemen.

De waardering van een niet-beursgenoteerde onderneming gebeurt niet anders dan deze van een beursgenoteerd bedrijf. Het fundamenteel verschil is dat minderheidsaandeelhouders meestal een gigantische informatieachterstand hebben, waardoor het veel moeilijker is om de reële waarde van de onderliggende activa en het reële potentieel van de betrokken onderneming tot uiting te laten komen. Hierna vindt u enkele concrete aandachtspunten en beschouwingen over deze problematiek.

In elke editie vermelden wij bondig (meestal anoniem) een recente transactie of opdracht die Deminor in België heeft gerealiseerd. Wij verheugen ons met de toelating van onze cliënte te kunnen melden dat wij eind augustus 2010 een verkooptransactie hebben begeleid voor één van de twee familiale aandeelhouders in de holdingstructuren boven het beursgenoteerde Spadel.

In de nieuwsbrief komen wij ook bondig terug op de nieuwe tool die Deminor heeft ontwikkeld voor aandeelhouders en bestuursorganen van niet-beursgenoteerde ondernemingen: de Quickscan Aandeelhouderspositie. Sinds de lancering medio december 2010 zijn er al meer dan 100 Quickscans opgevraagd via de Deminor website. Er zijn ook heel wat vragen over de concrete mogelijkheden om verbeteringsprocessen op meerdere aspecten van de aandeelhouderspositie te implementeren.

Het jaar 2011 wordt voor ons allen ongetwijfeld boeiend. Ik wens jullie een voorspoedig jaar, met vele transacties, fusies, acquisities, strategische heroriënteringen gekoppeld aan meer deugdelijk en duurzaam ondernemen.

Met vriendelijke groeten,

Bernard Thuysbaert

Partner

Impact van informatieachterstand bij de waardering van minderheidsparticipaties van KMO's

Voor de waardebeoordeling van minderheidsparticipaties worden dezelfde waarderingmethoden gebruikt als voor de waardebeoordeling van 100% participaties. Typisch bij de waardering van een minderheidsparticipatie in een KMO is de toepassing door de meerderheidsaandeelhouder van een minderheidsd cote op de berekende waarde van de aandelen. Hoewel deze d cote de meest gekende penalisatiefactor is, kan de impact van informatieachterstand van de minderheidsaandeelhouder bij de waardering van zijn minderheidspakket zeer groot zijn.

De informatieachterstand van de minderheidsaandeelhouder is afhankelijk van zijn betrokkenheid binnen de onderneming. Een actieve minderheidsaandeelhouder die een managementpositie bekleedt, beschikt bijgevolg over dezelfde of gelijkaardige informatie als een actieve meerderheidsaandeelhouder.

Een passieve minderheidsaandeelhouder die bestuurder is wordt niet op dagelijkse basis geïnformeerd, maar ontvangt veel informatie in het kader van zijn bestuursmandaat en kan ter ondersteuning van de uitoefening van zijn mandaat informatie opvragen. Zonder een bestuursmandaat is de betrokkenheid van de passieve minderheidsaandeelhouder meestal beperkt tot het bijwonen van de Algemene Vergadering waar hij zijn vraagrecht kan uitoefenen. De informatie waarover hij beschikt zal zich meestal beperken tot het wettelijke minimum, met name het

jaarverslag, de jaarrekening en het verslag van de commissaris.

Voor de passieve minderheidsaandeelhouders die geen bestuurdersmandaat bekleden kampen dus dikwijls met een aanzienlijke informatieachterstand. Voor hen is het dan ook moeilijker om de onderneming objectief te waarderen. Dit kan verstrekking gevolgen hebben wanneer zij, misschien zelfs o.w.v. hun niet-betrokkenheid, hun participatie wensen te verkopen.

De informatieachterstand kan verschillende vormen aannemen. Zo heeft een passieve aandeelhouder vaak een minder goed inzicht in de markt, kan hij het potentieel van bepaalde technologie n minder goed inschatten en weet hij misschien nauwelijks welke opportuniteiten de onderneming heeft. Maar ook puur financieel heeft de niet-actieve minderheidsaandeelhouder een informatieachterstand. Deze informatieachterstand is voornamelijk te wijten aan het feit dat de jaarrekening wordt opgemaakt vanuit fiscaal oogpunt, eerder dan dat deze het werkelijk rendement van de onderneming weergeeft. Daarenboven ontvangt hij enkel de neergelegde jaarrekening, zonder dat hij inzage heeft in de meer gedetailleerde, interne jaarrekening.

Wanneer vanuit fiscaal oogpunt het werkelijk rendement van de onderneming niet wordt getoond, resulteert dit in een onderwaardering van de aandelen. Daarom zullen op de neergelegde jaarrekeningen vaak een aantal correcties toegepast worden, waardoor het werkelijk rendement wel zichtbaar wordt. Enkele veel voorkomende normalisaties of correcties die een impact op de waarde van de onderneming kunnen hebben zijn de omzetting van de fiscaal geïnspireerde degressieve

afschrijvingen naar lineaire afschrijvingen, het activeren van investeringen die onmiddellijk in kost werden genomen, correcties voor eenmalige en uitzonderlijke kosten, aanpassing van de vergoeding van de manager-aandeelhouder aan een marktconforme vergoeding, wegwerken van de onderwaardering van voorraden en bestellingen in uitvoering, correcties voor opstrooming van winst naar een holdingvennootschap, normalisaties voor het doorschuiven van omzet naar een volgend boekjaar of in rekening brengen van kosten die betrekking hebben op het volgende boekjaar, correcties voor de toepassing van transfer pricing met een vennootschap waarvan de minderheidsaandeelhouder geen aandeelhouders is, ...

Deze lijst bevat zowel correcties in het kader van de gewone bedrijfsvoering, alsook manipulaties die op of over de rand van het legale zijn. Hoewel een aantal hiervan strafbaar zijn, zijn ze voor de passieve minderheidsaandeelhouder zeer moeilijk opspoorbaar, zelfs indien de minderheidsaandeelhouder een vermoeden heeft van dergelijke praktijken. Het niet toepassen van deze correcties in het kader van de waardering zal echter resulteren in een onderwaardering van de aandelen.

De informatieachterstand bij passieve minderheidsaandeelhouders kan een enorme impact hebben bij de waardering van de minderheidsparticipatie en zorgt uiteindelijk voor een impliciete minderheidsd cote. Het gebrek aan informatie maakt dat minderheidsaandeelhouders bij de waardering van hun participatie niet de nodige normalisaties doorvoeren op de fiscaal geïnspireerde neergelegde jaarrekening. Tenslotte zal de meerderheidsaandeelhouder

– nadat de onderneming al te laag werd gewaardeerd o.w.v. de informatieachterstand – nog proberen een minderheidsd cote toe te passen.

Door een actieve opvolging van de minderheidsparticipatie kan de passieve minderheidsaandeelhouder zijn informatieachterstand beperken, en kan hij ook een betere inschatting maken van de waarde van zijn minderheidsparticipatie.

Voor meer informatie over waarderingen en fairness beoordelingen bij transacties tussen aandeelhouders, neem contact op met stefan.hertogs@deminor.com

Deminor lanceert een Quickscan om de positie van aandeelhouders te evalueren

Aan de hand van een 60-tal vragen wordt het met deze tool mogelijk voor een aandeelhouder in een niet-beursgenoteerde onderneming (NBO) of voor het bestuur van een dergelijke NBO om de positie van de aandeelhouders te evalueren.

Deminor heeft medio december 2010 een nieuwe tool ‘Quickscan Aandeelhouderspositie’ gelanceerd.

Gebaseerd op haar 20-jaar ervaring als adviseur inzake aandeelhoudersvraagstukken binnen NBO’s heeft Deminor een 60-tal vragen ontwikkeld die talrijke aspecten betreffen die de positie van de aandeelhouder beïnvloeden: de juridische bescherming van de aandeelhouder middels afspraken op aandeelhoudersniveau, de wijze waarop de relaties tussen de familie en de onderneming worden geregeld, de werking van de bestuursorganen, de aanstelling, de vergoeding van het

management en de opvolging, en de beschikbare financiële informatie, controle en transparantie binnen de onderneming.

De positie van de aandeelhouders wordt immers niet alleen bepaald door de juridische afspraken, maar ook de concrete invulling van de driehoeksverhouding tussen de eigenaars, het bestuur en het management binnen de NBO.

Met de antwoorden op deze Quickscan kan elke aandeelhouder een score bekomen en zijn positie als aandeelhouder evalueren. Ook al is elke onderneming anders, toch geeft deze score een goede indicatie van de mate van bescherming van de positie van de aandeelhouder en dit op alle domeinen.

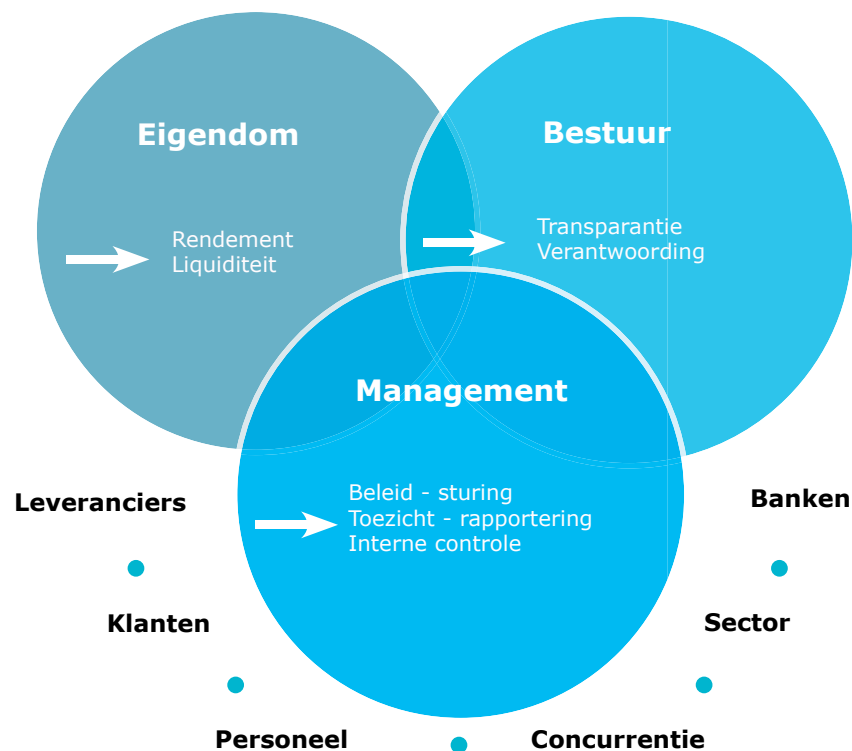
De Quickscan is reeds toegepast op een 25-tal dossiers waarin Deminor de laatste drie jaar actief

is tussengekomen ten behoeve van aandeelhouders of de onderneming. Uit deze kleine steekproef blijkt dat de gemiddelde score onder de 50 % ligt, en dat gemiddeld familiebedrijven minder goed scoren dan niet-familiale ondernemingen.

De Quickscan Aandeelhouderspositie is beschikbaar op de website van Deminor en is gratis en geheel vrijblijvend. De verkregen antwoorden op de Quickscan worden strikt vertrouwelijk behandeld en niet ter beschikking gesteld van derden. Sinds de lancering zijn reeds meer dan 100 Quickscans opgevraagd via de website van Deminor.

Voor meer informatie over de Quickscan, neem contact op met jan.bleyen@deminor.com

[Klik hier om de Quickscan te downloaden.](#)



d e m i n o r

Augustus, 2010

Spadel

Familiale holdings die een controlebelang aanhouden in het op Euronext Brussel genoteerde Spadel

Uittrede van een minderheidsaandeelhouder met een participatie van 32%

Deminor heeft een familiale minderheidsaandeelhouder begeleid bij de verkoop van zijn minderheidsparticipatie in de controlerende holding-vennootschappen

d e m i n o r

d e m i n o r

Juni, 2010

Selectie- en uitzendkantoor

Opening van kapitaal voor management

Deminor heeft optie - en aandeelhoudersovereenkomst opgesteld

d e m i n o r

d e m i n o r
Empowering your shares

