

## Groeibedrijven en private equity

**Sinds de kredietcrisis is het niet eenvoudiger geworden voor een ondernemer van een groeibedrijf om bancaire financiering aan te trekken. Private equity spelers kunnen die financieringsnood invullen, het bedrijf naar een hoger niveau tillen en tegelijk de ondernemer gemotiveerd houden.**

### Wat is Private Equity?

'Private Equity' is letterlijk privaat kapitaal. Het betreft externe partijen die kapitaal ter beschikking stellen. Daarenboven speelt Private Equity een rol in de professionalisering van een bedrijf, onder meer door doorgedreven rapportering, het opmaken van een business plan, het versterken van het management, optimalisatie van het rendement, kennis over fusies en overname en algemene bedrijfskennis. Private Equity kan onderscheiden worden door hun grootte: grotere spelers die in grotere bedrijven investeren, middelgrote spelers en individuen (informals). Soms wordt een onderscheid gemaakt in functie van het stadium waarin het bedrijf waarin ze investeren zich bevindt: seed capital, early stage, groeikapitaal, leveraged buy-out (matuur bedrijf), turn-around (bedrijf in moeilijkheden).

### Doel van Private Equity

Het doel van Private Equity is om op het geïnvesteerde kapitaal een zo optimaal mogelijk rendement te halen. Daarbij zijn factoren zoals financiële hefboom en motivatie van de bedrijfsleiding van belang. Doorgaans neemt Private Equity geen operationele rol op zich en steunt op de eigenaar of het management van het bedrijf om de verwachte groei te realiseren.

### Voor- en nadelen

- + Bedrijf krijgt het nodige kapitaal voor zijn groei

- + Professionalisering van het bedrijf
- + De eigenaar profiteert van netwerk en kennis van Private Equity
- + De eigenaar profiteert van de waardeverhoging die samen wordt gerealiseerd
- De eigenaar verliest een stuk controle
- Deel van rendement vloeit naar Private Equity
- Private Equity blijft doorgaans gedurende een beperkte periode in het bedrijf.

### Doel van de financiering

De groei van een bedrijf wordt vaak belemmerd door een tekort aan adequate financiering. Deze kapitaal-nood vloeit voort uit noodzakelijke investeringen en stijgende bedrijfskapitaalbehoefte. De nood aan kapitaal kan berekend worden uit een opgesteld budget.

### Rendement versus motivatie

Zoals gezegd, zoekt Private Equity een zo hoog mogelijk rendement op investering. Maar als ze het laken teveel naar zich toe trekken, blijft onvoldoende over om de ondernemer te motiveren om de verwachte groei te realiseren. Daarom worden systemen uitgedokterd die een goed rendement koppelen aan voldoende motivatie. We halen hier twee voorbeelden aan.

1. Het 'excess return' of 'ratchet' bonus systeem (zie tabel)

Een snel groeiend bedrijf heeft aanzienlijke financiële middelen nodig om de geplande groei te financieren. De Private Equity speler verwerft via een kapitaalverhoging een belang van 43% van de aandelen van het bedrijf. In dit voorbeeld behoudt de eigenaar dus een meerderheid van 57% van de aandelen. Vooraf wordt afgesproken welk het minimum rendement is dat de Private Equity speler verwacht, bijvoorbeeld 15% per jaar. Om zich te verzekeren dat de eigenaar zich blijft inspannen, wordt dit rendement



vastgepind zoals dit in een raderwerk gebeurt met een terugslagpin of "ratchet", vandaar de naam. Indien de Private Equity speler een hoger rendement dan de 15% behaalt op zijn investering, wordt afgesproken dat de ondernemer hiervan een gedeelte ontvangt, in ons voorbeeld de helft.

De ondernemer behaalt dus niet enkel rendement op zijn eigen aandeel, maar ontvangt ook een stuk rendement van de Private Equity speler. Zo bekomt hij uiteindelijk 60% van de waarde van het bedrijf bij afrekening i.p.v. de oorspronkelijke 57%. De Private Equity speler houdt dan nog 40% van de waarde over i.p.v. de oorspronkelijke 43%, terwijl hij toch een rendement op geïnvesteerd vermogen behaalt van 16%, dus boven het minimaal vooropgestelde 15%.

2. Combinatie kapitaal en converteerbare lening

Een andere methode om de ondernemer toe te laten een hoger rendement te halen, bestaat erin dat de Private Equity speler slechts een deel van het geld dat hij inbrengt onder de vorm van aandelen opneemt en een ander deel als converteerbare lening ter beschikking stelt. Het 1,5 miljoen € in ons voorbeeld zou zo kunnen opgesplitst worden in 830.000 € kapitaalverhoging waarvoor aandelen worden bekomen en 670.000 € lening met een intrestvoet van 8%.

Door slechts na 5 jaar de lening (en de interesten erop) te converteren in aandelen, bekomt de Private Equity uiteindelijk een kleiner aandeel van de waarde, dan wanneer deze van bij het begin voor het volledig geïnvesteerde bedrag aandelen zou hebben ontvangen. Reden is dat de Private Equity zich voor het stuk lening tevreden stelt met een rendement van 8%, wat veel lager ligt dan het rendement op aandelen (stel 18%). Zo wordt weerom een stuk van de waarde doorgeschoven naar de ondernemer.

Frederic Gallant (MNA) - frederic.gallant@mna.eu

WAARDERING EN LENING	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	500.000	700.000	1.000.000	1.400.000	1.800.000	2.000.000
Multiple	4					
Pre-moneywaarde (voor kapitaalverhoging)	2.000.000					
Kapitaalverhoging private equity	1.500.000					
Post-moneywaarde (na kapitaalverhoging)	3.500.000					8.000.000
SITUATIE PRIVATE EQUITY						
Investering private equity	1.500.000					3.428.571
Behaald rendement zonder split						18%
Minimum vereist rendement private equity						15%
Split boven het min. vereiste rendement						50%
Rendement private equity (na split)						16%
Private equity ontvangt (na split)						3.217.543
Aandeel private equity	43%					40%
SITUATIE EIGENAAR						
Waarde aandelen eigenaar zonder split	2.000.000					4.571.429
Eigenaar ontvangt extra door split						211.029
Eigenaar ontvangt (na split)						4.782.457
Aandeel eigenaar	57%					60%
Rendement eigenaar						18%

# Eenheidsstatuut: arbeiders en bedienden (bijna) op gelijke voet bij ontslag

**Op 31 december 2013 verscheen in het Belgisch Staatsblad de wet van 26 december 2013 betreffende de invoering van een eenheidsstatuut tussen arbeiders en bedienden (WES). Met deze wet wordt een einde gesteld aan de ellenlange discussie over de ongelijke behandeling tussen arbeiders en bedienden bij ontslag en kort verzuim, nadat het Grondwettelijk Hof op 7 juli 2011 de oude regelingen als discriminatoir had bestempeld en de regering ertoe gedwongen had een nieuw uniform stelsel uit te werken. Het eenheidsstatuut is in werking getreden op 1 januari 2014. Hieronder volgt een kort overzicht van de voornaamste nieuwigheden bij ontslag.**

## 1. Opzeggingstermijnen in functie van de anciënniteit

De opzeggingstermijnen zijn voortaan, zowel voor de arbeiders als voor de bedienden, uitsluitend afhankelijk van de anciënniteit van de werknemer. Met anciënniteit wordt bedoeld "de periode gedurende welke de werknemer ononderbroken in dienst is gebleven van dezelfde onderneming". Er wordt hierbij geen rekening meer gehouden met de omvang van het bruto jaarloon, noch met de leeftijd van de werknemer. Wanneer de opzegging wordt gegeven door de werkgever, komt bovendien de vroegere periode van tewerkstelling, die een werknemer als uitzendkracht heeft verricht bij de werkgever in de hoedanigheid van gebruiker, in aanmerking voor de berekening van de anciënniteit met een maximum van één jaar, voor zover de aanwerving volgt op de periode van uitzendarbeid en de functie uitgeoefend bij de werkgever identiek is aan deze die als uitzendkracht werd uitgeoefend. Elke periode van inactiviteit van zeven dagen of minder geldt als een periode van tewerkstelling als uitzendkracht.

## 2. Aanvang van de opzeggingstermijnen

De beëindiging van de arbeidsovereenkomst door middel van een opzegging moet nog steeds schriftelijk gebeuren, maar de WES bepaalt nu dat de opzeggingstermijn ingaat de maandag volgend op de week waarin de opzeggingstermijn ter kennis werd gebracht. Met andere woorden, wanneer de opzegging per aangetekend brief plaatsvindt, zal de opzeggingsbrief, in principe, ten laatste op woensdag verstuurd moeten worden opdat de opzeggingstermijn de daaropvolgende maandag zou ingaan.

## 3. Opzeggingstermijnen bij aanvang van de arbeidsovereenkomst na 1 januari 2014

De opzeggingstermijnen worden voortaan bepaald in weken en niet langer in maanden of in dagen. De tabel hieronder geeft een overzicht van de nieuwe opzeggingstermijnen wanneer de arbeidsovereenkomst ingaat na 1 januari 2014.

Bij een ontslag van een werknemer met het oog op het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd, moet de werkgever een termijn van maximaal zesentwintig (26) weken in acht nemen waarvan het einde samenvalt met de eerste dag van de maand volgend op die waarin de pensioengerechtigde leeftijd wordt bereikt. De opzeggingstermijn bij een stelsel van werkloosheid met bedrijfsstoeslag (voorheen "brug-

pensioen") kan de opzeggingstermijn voor ondernemingen in moeilijkheden of herstructurering worden verkort tot minimaal zesentwintig (26) weken.

## 4. Opzeggingstermijnen voor arbeidsovereenkomsten gesloten voor 1 januari 2014

Wanneer de arbeidsovereenkomst voor 1 januari 2014 een aanvang heeft genomen, gelden specifieke regels waarbij de toepasselijke opzeggingstermijnen in 2 fasen worden vastgelegd. De eerste fase (1ste) heeft betrekking op de anciënniteit die de werknemer heeft verworven op 31 december 2013. De opzeggingstermijnen worden er berekend volgens de wettelijke, reglementaire en conventionele regels die op 31 december 2013 op de betrokken werknemer van toepassing waren, behoudens afwijkingen voorzien in de nieuwe wet. Voor arbeiders gelden dus de (sectorale) opzeggingstermijnen zoals ze van toepassing waren op 31 december 2013, onder voorbehoud evenwel van de overgangsbepalingen en de uitzonderingsregeling die in de WES voorzien zijn voor arbeiders die in bepaalde sectoren worden tewerkgesteld of die bepaalde activiteiten uitvoeren. Voor bedienden variëren de termijnen in functie van het jaarloon van de betrokken werknemer op datum van 31 december 2013. Overschrijdt het jaarloon op die datum de drempel van 32.254 € niet, dan bedraagt de opzeggingstermijn bij ontslag door de werkgever ten minstens 3 maanden indien de bediende minder dan 5 jaar dienst heeft, te vermeerderen met 3 maanden bij de aanvang van elke nieuwe periode van vijf jaar dienst bij dezelfde werkgever. Wordt de drempel van 32.254 € daarentegen wel overschreden, bedraagt de door de werkgever na te leven opzeggingstermijn, in afwijking van de oude regeling, 1 maand per begonnen jaar anciënniteit, met een minimum van 3 maanden. Met andere woorden, de toepassing van of refereert naar de formule Claeys vervalt. De tweede fase (2de) heeft dan betrekking op de anciënniteit die de werknemer heeft verworven vanaf



de inwerkingtreding van de nieuwe wet. De opzeggingstermijnen worden er berekend, ongeacht of de werknemer voorheen een arbeider of een bediende was, op basis van de uniforme regels zoals samengevat in de tabel hierboven. De uiteindelijke na te leven opzeggingstermijnen worden vastgelegd door de resultaten van de berekeningen in de eerste en tweede fase bij elkaar op te tellen. Op het eindresultaat zijn wel nog uitzonderingen voorzien wanneer de beëindiging van de arbeidsovereenkomst uitgaat van de werknemer zelf, ten einde rekening te houden met de maximale termijnen die werknemers in acht moeten nemen bij ontslag.

## 5. Motivering van het ontslag

De werkgever zal ook verplicht worden het ontslag om andere dan dringende redenen te motiveren vanaf de inwerkingtreding van een collectieve arbeidsovereenkomst betreffende de verplichte motivering van het ontslag door de werkgever, gesloten in de NAR en algemeen verbindend verklaard. Vanaf dat ogenblik zal de regeling vervallen betreffende het willekeurig ontslag van arbeiders waarbij de werkgever thans nog steeds het bewijs moet leveren dat het ontslag geen verband houdt met de geschiktheid of het gedrag van de arbeider of niet berust op de noodwendigheden inzake de werking van de onderneming, de instelling of de dienst.

Carl Bevernage (carl.bevernage@amboslaw.be)  
Damien Stas de Richelle  
(damien.stasderichelle@amboslaw.be)  
Advocaten-vennoot bij AMBOS NBGO

Anciënniteit	Opzegging door de WG (in weken)	Opzegging door de WN (in weken)
Van 0 tot minder dan drie maanden	2	1
Van drie maanden tot minder dan zes maanden	4	2
Van zes maanden tot minder dan negen maanden	6	3
Van negen maanden tot minder dan twaalf maanden	7	3
Van twaalf maanden tot minder dan 15 maanden	8	4
Van 15 maanden tot minder dan 18 maanden	9	4
Van 18 maanden tot minder dan 21 maanden	10	5
Van 21 maanden tot minder dan 24 maanden	11	5
Van 2 jaar tot minder dan 3 jaar	12	6
Van 3 jaar tot minder dan 4 jaar	13	6
Van 4 jaar tot minder dan 5 jaar	15	7
Van 5 jaar tot minder dan 6 jaar	18	9
Van 6 jaar tot minder dan 7 jaar	21	10
Van 7 jaar tot minder dan 8 jaar	24	12
Van 8 jaar tot minder dan 9 jaar	27	13
Van 9 jaar tot minder dan 10 jaar	30	13
Van 10 jaar tot minder dan 11 jaar	33	13
Van 11 jaar tot minder dan 12 jaar	36	13
Van 12 jaar tot minder dan 13 jaar	39	13
Van 13 jaar tot minder dan 14 jaar	42	13
Van 14 jaar tot minder dan 15 jaar	45	13
Van 15 jaar tot minder dan 16 jaar	48	13
Van 16 jaar tot minder dan 17 jaar	51	13
Van 17 jaar tot minder dan 18 jaar	54	13
Van 18 jaar tot minder dan 19 jaar	57	13
Van 19 jaar tot minder dan 20 jaar	60	13
Van 20 jaar tot minder dan 21 jaar	62	13
Van 21 jaar tot minder dan 22 jaar	63	13
Van 22 jaar tot minder dan 23 jaar	64	13
Van 23 jaar tot minder dan 24 jaar	65	13
Van 24 jaar tot minder dan 25 jaar	66	13
Van 25 jaar tot minder dan 26 jaar	67	13



# Besturen in vennootschappen – What's in a name?

**Een vennootschap is een rechtspersoon en kan geen zelfstandige handelingen stellen. Vennootschappen zijn afhankelijk van hun "organen". Finaal zullen natuurlijke personen in naam en voor rekening van de vennootschap optreden, haar rechten uitoefenen en verplichtingen naleven.**

Als basisorganen van een vennootschap worden principieel de algemene vergadering van aandeelhouders/vennoten (hierna: algemene vergadering) en het bestuur aangeduid. Laat nu de term "bestuur" een vaag begrip zijn. De indruk wordt gewekt dat het bestuursorgaan de top van een vennootschap is, maar is dit wel zo? Een actueel punt, gezien de recente kopstukwissels die de media gehaald hebben. Wat mag een bestuurder of zaakvoerder doen? Of wat mag net niet? Geldt hetzelfde voor de gedelegeerd bestuurder? Wat met een algemeen directeur? Deze bijdrage verduidelijkt het een en ander.

## 1/ De zaakvoerder, de bestuurder en de raad van bestuur

Zaakvoerders worden benoemd in de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (BVBA), de commanditaire vennootschap op aandelen (Comm.VA) en de gewone commanditaire vennootschap (Comm.V.); bestuurders vinden we in de naamloze vennootschap (NV), de coöperatieve vennootschappen met beperkte en onbeperkte aansprakelijkheid (CVBA-CVOA). Afhankelijk van de vennootschapsvorm wordt het "bestuursorgaan" gevormd door de zaakvoerder, de bestuurder, het college van zaakvoerders of de raad van bestuur.

Het is de algemene vergadering die beslist over de benoeming van het bestuursorgaan. De zaakvoerders/bestuurders moeten vervolgens jaarlijks verantwoording afleggen aan de algemene vergadering, waarbij desgevallend kwijting wordt verleend voor de gestelde handelingen.

De specifieke bevoegdheden van het bestuursorgaan worden vastgesteld door het Wetboek van vennootschappen en de statuten van de vennootschap. Het bestuursorgaan heeft een "volheid van bevoegdheid": zij kan alle handelingen stellen die de wet niet uitdrukkelijk voorbehoudt voor de algemene vergadering en dit in naam en voor rekening van de vennootschap.

In vennootschappen waar een collegiaal bestuursorgaan is, zoals in een NV, dienen de bestuursleden overleg te plegen alvorens te handelen. Is er geen college of raad van bestuur dan kan iedere zaakvoerder of bestuurder alle bestuurshandelingen alleen stellen.

De volheid van bevoegdheid kan statutair beperkt worden. Doch deze bevoegdheidsbeperkingen gelden enkel intern. Zij zijn niet tegenstelbaar aan derden, ook al zijn ze bekendgemaakt. Bovendien geldt dit enkel op voorwaarde dat alle partijen te goeder trouw handelen. Alleen- of meerhandtekeningsclausules, waarbij statutair wordt voorzien dat de vennootschap kan vertegenwoordigd worden door de handtekening van één of meer zaakvoerders of bestuurders, zijn wél tegenstelbaar aan derden mits publicatie in de bijlagen bij het Belgisch Staatsblad.

## 2/ De gedelegeerd bestuurder - CEO

In een NV kunnen er nog bestuursorganen zijn. Eén daarvan is de gedelegeerd bestuurder. Daar waar de bestuurders worden benoemd door de algemene vergadering, wordt de gedelegeerd bestuurder verkozen onder de leden van de raad van bestuur. Het is ook daar waar verantwoording voor de gestelde handelingen dient afgelegd te worden.

Voor de buitenwereld treedt de gedelegeerd bestuurder vaak op als dé ultieme vertegenwoordiger van de vennootschap. Hij tekent contracten, voert besprekingen en neemt beslissingen. Stuk voor stuk handelingen met desgevallend verstrekkende gevolgen voor de vennootschap. Maar, heeft de gedelegeerd bestuurder hiervoor wel het mandaat of de bevoegdheid? Wat kan en mag hij doen?

De gedelegeerd bestuurder is gelast met het "dagelijks bestuur". Deze term wordt niet gedefinieerd door het Wetboek van vennootschappen. De invulling ervan blijkt uit rechtspraak en rechtsleer en dient concreet per vennootschap te worden bekeken. Het Wetboek voorziet wel dat het dagelijks bestuur van de vennootschap alsook de vertegenwoordiging ervan, voor wat dat bestuur aangaat, kan worden opgedragen aan één of meer personen, al dan niet aandeelhouders.

De gedelegeerd bestuurder opereert binnen de grenzen van het dagelijks bestuur en kan zo de vennootschap alleen vertegenwoordigen. Belangrijk is dat de gedelegeerd bestuurder autonoom beslissingen van dagelijks bestuur kan nemen, zonder de andere leden van de raad van bestuur hierin te moeten kennen. Voor deze dagelijkse bestuurshandelingen wordt best kwijting gevraagd aan de raad van bestuur. De gedelegeerd bestuurder neemt vaak ook de vertegenwoordiging van de vennootschap op zich. Deze externe vertegenwoordigingsbevoegdheid wordt geput uit de statuten. Let wel: de gedelegeerd bestuurder beschikt hierbij echter niet over een beslissingsrecht. De te stellen handeling of uit te voeren verrichting wordt voorafgaand voorgelegd aan de collegiale beraadslaging en beslissing van de raad van bestuur. De gedelegeerd bestuurder voert enkel uit wat op niveau van de raad van bestuur werd beslist. Een afzonderlijke kwijting is niet vereist.

Op basis van de procura-leer mogen derden te goeder trouw er bovendien van uitgaan dat de gedelegeerd bestuurder die alleen optreedt voor de vennootschap, hiervoor de toestemming heeft van de raad van bestuur.

Belangrijk is dat de begrippen "gedelegeerd bestuurder", "dagelijks bestuurder" en het angelsaksische "chief executive officer" (CEO) feitelijk hetzelfde mandaat aanduiden binnen het bestuur.

## 3/ De directeur - CEO

Bij de NV wordt het dagelijks bestuur van de vennootschap vaak waargenomen door een algemeen directeur. Anders dan de gedelegeerd bestuurder, heeft de directeur geen bestuurder te zijn. Hierin ligt het verschil tussen de termen: een gedelegeerd bestuurder is per definitie voorafgaandelijk tot bestuurder benoemd; de directeur is "as such" geen lid van de raad van bestuur.



De bevoegdheden van de directeur worden toegekend via een bijzondere lastgeving. Het gevolg hiervan is dat de betreffende persoon enkel de toegekende taken binnen deze lastgeving mag uitvoeren. Elke bevoegdheidsbeperking is tevens tegenwerpelijk aan derden. Desgevallend kan gevraagd worden om het bewijs van de delegatie voor te leggen.

Net zoals een gedelegeerd bestuurder wordt de directeur gelast met het dagelijks bestuur gemeenzaam CEO genoemd.

## 4/ Het directiecomité

Indien de statuten van de NV en de Comm.VA hierin voorzien, kan een directiecomité worden opgericht, het derde bestuursorgaan naast de raad van bestuur en de persoon gelast met het dagelijks bestuur. De installatie van het directiecomité gebeurt door de raad van bestuur.

Het comité is een meerhoofdig en collegiaal orgaan. De leden zijn natuurlijke of rechtspersonen en kunnen al dan niet bestuurder van de vennootschap zijn. De specifieke bevoegdheden worden bepaald en toegekend door de raad van bestuur. Het is niet mogelijk om een totaalpakket aan bevoegdheden over te dragen. Het algemeen beleid van de vennootschap en handelingen die door het Wetboek specifiek voorbehouden zijn aan de raad van bestuur, blijven daar ook.

Bevoegdheidsbeperkingen zijn niet tegenstelbaar aan derden, ook al zijn ze bekendgemaakt.

## 5/ Conclusie

Het begrip bestuursorgaan dekt met andere woorden meerdere ladingen, waarbij vaak onterecht een beeld van alleenheerschappij wordt gecreëerd. Weet dat achter elke gedelegeerd bestuurder of algemeen directeur een sturend en ondersteunend team staat.

Eveline Smet  
Advisor - Alaska

ALASKA

www.alaska-group.eu

# De jaarrekening: relatieve maar toch boeiende bron van informatie

In België heeft elke vennootschap de jaarlijkse verplichting om zijn jaarcijfers neer te leggen. Uiterlijk binnen de maand na de algemene vergadering die deze jaarrekening goedkeurt kan eenieder deze jaarcijfers raadplegen via de website van de Nationale Bank van België. Alhoewel de sancties op zich niet echt zwaar te noemen zijn is het niet tijdig of zelfs niet neerleggen van de jaarrekening vooral een negatief teken naar banken, kredietverzekeringsmaatschappijen, leveranciers en klanten en al wie interesse heeft in 'situatie' van de onderneming. Daarbij komt ook de verhoogde aansprakelijkheid van de zaakvoerders en/of bestuurders in het vizier.

Ratio-analyses over solvabiliteit, liquiditeit en rendabiliteit komen vrijwel vanzelf uit tal van analyse-programma's en deze worden vaak naar voor geschoven als de belangrijkste graadmeter voor de gezondheid van het bedrijf. Ik wil het hierover nu niet hebben, wel over de interpretatie van het 'succes' van een onderneming op basis van de gepubliceerde jaarrekening.

Uiteraard is er een groot verschil in beschikbare informatie tussen het volledige en het verkort schema: omzet, bruto marge, de toelichting en het jaarverslag van vooral de commissaris ontbreken bij kleine ondernemingen maar de evolutie van enkele kerncijfers blijven het bekijken waard.

Enkele tips :

1. Doe je huiswerk vooraf :

- Sta er eerst bij stil in welke sector de onderneming actief is. De bouwsector is geen retail en productiebedrijven hebben andere kenmerken dan handelsvennootschappen.
- Zie na of er 'verbonden ondernemingen' zijn. Zo kan je via CompanyWeb zicht krijgen op alle ondernemingen waarin iemand een bestuursmandaat uitoefent. Dit vertelt natuurlijk niks over de aandeelhoudersstructuur maar geeft toch wel een beeld. In volledige schema's van de jaarrekening vind je op vol.5.5.1 van de toelichting de participaties van die onderneming, met verwijzing naar het eigen vermogen.

2. Wat kan de jaarrekening vertellen?

- Kijk vooral naar de evolutie van bepaalde kerncijfers en verwar % niet met €. Zo mag de marge in % dan gestegen zijn, het zijn de euro's die uiteindelijk instaan voor het betalen van alle overheads.
- Bekijk de solvabiliteit: de waarde van het eigen vermogen t.o.v. balanstotaal is essentieel maar zie direct naar de 'overige vorderingen' en 'overige schulden'. In een groepsstructuur hebben deze vaak te maken met verbonden ondernemingen. Ga in dit geval na of er een geconsolideerde jaarrekening beschikbaar is.
- Probeer abstractie te maken van prijsstijgingen in omzetevoluties. Met wat zoekwerk vind je via internet prijsindexen voor heel wat sectoren.
- Distilleer een eigen marge vanuit de jaarrekening: omzet 70/71 – 60 – gemiddeld aantal arbeiders x

jaarkost = verfijnde bruto-marge. Vergelijk die met andere bedrijven in de sector. Vooral in de bouwsector en de industrie is deze marge belangrijk omdat werken via onderaanneming geboekt wordt op 60-rekening en de kost van eigen arbeiders op 62 geboekt staat.

- Bekijk de voorraadrotatie. Een stijging in bruto-marge kan een gevolg zijn van sterk verhoogde voorraden. Vooral in een industriële omgeving is dit – door absorptie van de vaste productiekost in de standaardkostprijs – niet te onderschatten.
- Financiële schulden vervallende tijdens het boekjaar t.o.v. de cash flow. Doe deze oefening voor een aantal jaren uit het verleden.
- Bekijk de boekwaarde van de materiële vaste activa t.o.v. de aanschaffingswaarde, rekening houdend met de investeringen van de laatste jaren. Vooral Terreinen en Gebouwen kunnen een potentiële meerwaarde inhouden.
- Ebitda is belangrijk bij waardering en om een operationele benchmark te doen maar uiteindelijk is het toch het resultaat na belastingen dat telt. Afschrijvingen zijn trouwens ook meer en meer bedrijfseconomisch juist, ook in KMO omgeving.
- Zie na hoeveel de onderneming geïnvesteerd heeft de laatste 5 jaar. Dit vind je terug in de toelichting op vol 5.3
- Bekijk het personeelsverloop in de sociale balans.

3. De toekomst van het bedrijf hangt niet enkel af van cijfers.

- Probeer na te gaan of de onderneming niet teveel afhankelijk is van één klant of probeer de 80/20 regel na te gaan (80% van de omzet door 20% van de klanten).
- Bestudeer de situatie van het bedrijf in de ganse ketting: waar wordt het meest toegevoegde waarde gecreëerd. Kan het bedrijf opschuiven in die ketting? Hoe zal de sector eruit zien binnen 5 à 10 jaar?

Conclusie:

De informatie uit de jaarrekening is relatief. Zo heb je ook geen zicht op de uitgekeerde vergoedingen aan de bestuurders, hetgeen essentieel is om zicht te krijgen op het 'genormaliseerde' exploitatieresultaat van het bedrijf. Je krijgt evenmin een beeld of er voldoende ingespeeld wordt op markttendensen en de bedrijfsleiding de nodige competenties heeft. Maar mits wat initiatief krijg je toch een duidelijker beeld van de onderneming dan je zou denken. En wat is trouwens het alternatief? Een 'uitgeplozen' jaarrekening doet je nadenken over hoe het bedrijf in zijn sector presteert en doet je nadenken over de strategie. En laat de 'black box' dan de kwaliteit van de bedrijfsleiding zijn. Ondernemen is uiteindelijk geen exacte wetenschap en ooit komt de waarheid wel naar boven. Probeer in dit verband ook een track record van de bestuurders/zaakvoerders van de vennootschap na te gaan.

Edwig Tanghe (Conessence)  
edwig@conessence.com

