

---

WHITEPAPER

# Cash en debt free

---



**Adagium**  
bedrijfsoverdrachten



---

**“De rol van cash  
en debt free in een  
bedrijfsoverdracht”**

---

**Auteur** Tom Vestjens

---

# Voorwoord

Binnen de overname van aandelen van een onderneming zijn er diverse fundamentele aspecten die gedefinieerd dienen te worden om een heldere aandelentransactie te realiseren.

Onder deze fundamentele aspecten verstaat men over het algemeen:

- 1 Wat wordt er overgenomen?
- 2 Wat is de ondernemings- of aandelenwaarde en hoeveel wordt er betaald?
- 3 Wat is de betalingswijze?
- 4 Wanneer komen de risico's en baten van de onderneming voor rekening van de koper?

In deze whitepaper gaan wij dieper in op het tweede punt, zijnde: *wat is de ondernemings- of aandelenwaarde en hoeveel wordt er betaald?*



## Inhoud

---

- 2 Voorwoord
- 2 Inhoudsopgave
- 3 Wat is cash- en debt free?
- 5 Voorbeeldsituaties in relatie tot cash- en debt free
- 6 Conclusies



## Wat is cash- en debt free?

Een belangrijk aspect voor ondernemers om een vervolg te geven aan een aandelentransactie is de prijs die wordt geboden door de kopende partij. De prijs wordt vaak gebaseerd op de toekomstige kasstromen en verdien capaciteit van de onderneming. Dit kan middels meerdere methodieken berekend worden. Denk hierbij bijvoorbeeld aan een DCF-methode, waarbij de toekomstige jaarlijkse vrije kasstromen in combinatie met de kostenvoet van het geïnvesteerde vermogen worden aangehouden. Of een meer eenvoudige multiple-methode, waarbij uitgegaan wordt van bijvoorbeeld vijfmaal de winst. De hieruit voortkomende waarde vormt de **ondernemingswaarde** die als uitgangspunt gehanteerd wordt. Deze prijs is gebaseerd op een

cash- en debt free positie van de onderneming. Wat betekent de term cash- en debt free voor de ondernemer?

De meeste verkooptransacties worden onderhandeld op basis van een cash- en debt free basis. In meer eenvoudige termen betekent dit dat de verkoper alle liquide middelen (cash) mag houden en op het moment van verkoop ervoor zorgt dat alle openstaande schulden van de onderneming betaald zijn. Hoewel deze gedachtegang eenvoudig lijkt, kan het definiëren van de beoogde voorwaarden een controversieel onderhandelingspunt zijn met de nodige invloed op de transactie en bijbehorende prijsstelling.

De vrije vertaling van cash- en debt free staat voor: contant (liquide middelen) en schuldenvrij, ofwel een prijs gebaseerd op een situatie waarbij de onderneming vrij is van liquide middelen en (rentedragende) schulden, ofwel debt. De liquide middelen minus de rentedragende schulden wordt ook wel de netto schuld genoemd. De **aandelenwaarde** is het bedrag dat de verkoper ontvangt voor de verkoop van zijn aandelen. Om tot deze waarde te komen is het in de praktijk van belang om de liquide middelen en rentedragende schulden per overnamedatum te verrekenen met de ondernemingswaarde. Dat levert onderstaande berekening op.

**Ondernemingswaarde (cash- en debt free)**

|                                       |       |
|---------------------------------------|-------|
| (Overtollige) liquide middelen        | + / + |
| (Rentedragende) schulden              | - / - |
| Afwijking genormaliseerd werkkapitaal | - / + |
| Aandelenprijs (overname prijs)        | = / = |

In onderstaand figuur is dit eveneens grafisch weergegeven.

Op het eerste oog lijkt dit een ongecompliceerde berekening van ondernemingswaarde naar aandelenwaarde. Gedurende het overnametraject vormt dit echter altijd een aandachtspunt waar menig discussie over gevoerd wordt. Definities en interpretaties van eenieder kunnen namelijk afwijken. De uitkomsten van deze discussies hebben namelijk direct invloed op de aandelenprijs en/of overnamesom. Het is van essentieel belang om in een vroeg stadium overeenstemming te bereiken over de definiëring en invulling van cash- en debt free.

Binnen een onderneming kunnen er zelfstandige componenten zijn die niet direct dienstbaar zijn aan het bedrijf. Deze kunnen bij de ondernemingswaarde opgeteld worden en betreffen cash-componenten. Onder debt wordt in de meeste gevallen de niet-operationele rentedragende schulden bedoeld.

Het komt echter meer dan eens voor dat de specificaties van het cash- en debt free principe niet in de intentieovereenkomst (Letter of Intent) worden opgenomen. Dat zorgt ervoor dat dit een discussiepunt vormt gedurende het Due Diligence onderzoek waarbij zowel de koper als verkoper de cash- en debt free items voor zichzelf identificeert ten behoeve van de onderhandelingen.

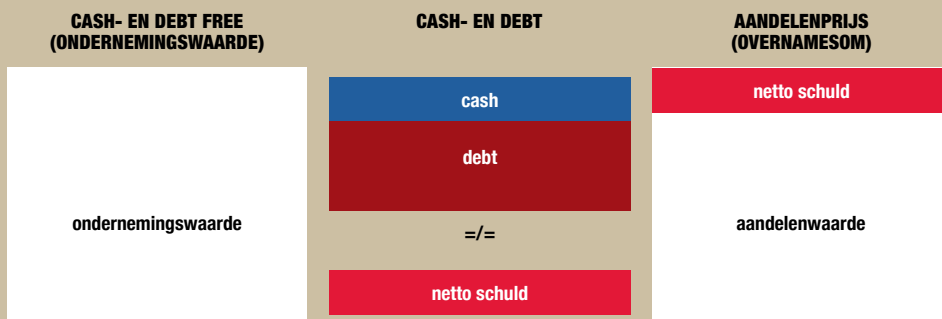
Er kunnen een aantal belangrijke vragen ontstaan gedurende de onderhandelingen.

- Neemt men de gehele liquide middelen in acht of gaat men uit van de overtollige liquide middelen? En wat wordt dan gezien als overtollige liquide middelen?
- Welke schulden dienen door de verkoper gedragen te worden? Betreffen dat enkel rentedragende schulden of bijvoorbeeld ook te betalen belastingen?
- Hoe gaat men om met een volatiel of wel wisselvallig werkkapitaal? Wat is het gebruikelijke/benodigde werkkapitaal voor de bedrijfsvoering van de over te nemen onderneming?

Om bovenstaande bedrijfsspecifieke vragen te kunnen beantwoorden is voldoende financiële en operationele kennis nodig van de onderneming en de markt waarin zij opereert.

Het operationele netto werkkapitaal, bestaande uit debiteuren, voorraad en crediteuren, hoort hier in het beginsel niet bij. Dit kan echter eventueel na samenspraak toch in acht worden genomen. Normaliter maakt men een vergelijk tussen het aanwezige werkkapitaal en het normaal benodigde werkkapitaal voor de reguliere bedrijfsvoering.

**Let wel:** dit zijn in de regel pittige discussies en onderhandelingen daar het zeer lastig te bepalen is wat het normaal benodigde werkkapitaal zal zijn.





# Voorbeeldsituaties in relatie tot cash- en debt free

In sommige gevallen worden schuldposities welke officieel geen rentedragende schulden betreffen, tóch door de kopende partij als schuld gezien. Deze discussies volgen in de meeste gevallen aan het einde van het traject nadat de koper een uitgebreid Due Diligence onderzoek uitgevoerd heeft. De impact van deze 'debt-like' items kunnen grote impact hebben op de overnamesom.

Het werkkapitaal van de onderneming kan fluctueren gedurende het overnameproces. Er kunnen zich namelijk niet-gebruikelijke omstandigheden voordoen. Dit heeft als gevolg dat er op dat moment sprake is van een ongebruikelijke hoogte van het werkkapitaal. Dit kan mogelijkwijs aanduiden dat er op de overnamedatum meer of minder netto schuld aanwezig is dan noodzakelijk wordt geacht om de onderneming op de gebruikelijke operationele wijze voort te zetten. Normaliter zal het niveau na het overnameproces naar een normaal en gebruikelijk niveau gedijen. Dit verschil wordt meer dan eens aangeduid als een debt- of cash-like item. Dit item dient, afhankelijk van wat er afgesproken is, verrekend te worden om tot de aandelenwaarde dan wel overnamesom te komen.

Het bepalen van de normaal benodigde werkkapitaalpositie is daarom een belangrijk onderdeel van de rentedragende schuldpositie en daarmee ook de aandelenprijs. Dit maakt het onderhandelen over de aandelenprijs een lastig doch uiterst belang-

rijk onderdeel van het traject, waarmee geld kan worden verdiend of verloren. Een ervaren adviseur met kennis en ervaring op dit gebied is daarom voor iedere (ver)kopende ondernemer aan te raden.

Om het belang van cash- en debt free in een aandelentransactie te verduidelijken hebben wij enkele voorbeeldsituaties uitgeschreven. Dit betreffen fictieve voorbeelden waarin onderhandelingspunten voor de adviseur zijn opgenomen.

**Voorbeeldsituatie 1:** het over te nemen bedrijf heeft op de beoogde overnamedatum op de activazijde van de balans een cashpositie € 500.000. Gelijktijdig vertoont de balans een flinke post vooruit gefactuurerde bedragen in de vorm van onderhanden werk. Dat leidt tot een negatief werkkapitaal. Dient in dat geval de € 500.000 als overtollig aangemerkt te worden? Of is het juist een buffer die benodigd is voor de bedrijfsvoering?

**Voorbeeldsituatie 2:** het over te nemen bedrijf heeft op de beoogde overnamedatum op de passivazijde van de balans een schuldpositie van € 2.000.000. De onderneming is onderhavig aan seizoen conjunctuur, volatiel gedurende het jaar wegens seizoensinvloeden. Richting de winter ontstaat er een liquiditeitstekort door grote vooruitbestellingen. Hierdoor heeft de onderneming behoefte aan 'extra' tijdelijke financiering welke zichtbaar is op de balans. Na het verstrijken van de winterperiode neemt die behoefte aanzienlijk af. In januari is dus te voorzien

dat er, ondanks de tijdelijke financiering, medio het jaar geen financieringsbehoefte zal zijn. Er ontstaat een cashpositie van € 2.500.000. Is er dan sprake van een hoge schuldpositie die verrekend dient te worden of zal men hierbij ook de hoge cashpositie gedurende het jaar in acht moeten nemen?

En stel nu dat er in januari een hoge cashpositie zichtbaar is en men een hoge schuldpositie gedurende de zomer voorziet. Betreffen het dan overtollige liquide middelen per 1 januari? Ongeacht de financieringsbehoefte in de zomer?

**Voorbeeldsituatie 3:** het over te nemen bedrijf heeft op de beoogde overnamedatum op de activazijde van de balans een cashpositie € 500.000. Echter, de onderneming kent gedurende het jaar een zeer volatiel netto werkkapitaal welke ontstaat door fluctuatie in voorraad, debiteuren en crediteuren.

Denk bijvoorbeeld aan projectmatige werkzaamheden. De (adviseur van) koper zal zich afvragen wat de gebruikelijke hoogte van het werkkapitaal per overnamedatum zou moeten zijn i.c.m. de aanwezige cashpositie.

**Voorbeeldsituatie 4:** het over te nemen bedrijf heeft op de beoogde overnamedatum op de activazijde van de balans een cashpositie € 500.000 en kent geen rentedragende schulden. Wel is er sprake van een aanzienlijke hoge post crediteuren (>90 dagen uitstaand) waardoor de cashpositie onnatuurlijk hoog lijkt. De kopende partij hanteert een betalings-termijn van 30 dagen waardoor een groot deel van de openstaande crediteuren gelijk na overdracht betaald zullen worden. Dit zal een forse impact hebben op de cashpositie van het bedrijf. Moet een bepaald deel van het saldo crediteuren in dit geval toch als 'debt' aangemerkt en verrekend worden?

---

## Conclusies

Er bestaat geen eenduidig gedefinieerde standaard hoe men om dient te gaan met de verschillende cash- en debt items en de finale verrekening hiervan. Dit is afhankelijk van de situatie én de wensen en interpretaties van zowel de koper als verkoper. Daarnaast worden in de intentieovereenkomst zelden zulke dergelijke complexiteiten opgenomen. De definities in de koopovereenkomst zullen uiteindelijk het laatste woord geven. Uit deze overeenkomst zal blijken hoe men omgaat met de cash- en debt items en wat het effect hiervan op de overnamesom is. Om te bepalen of een item nu aan de cash of debt kant van de overname-berekening valt, is er behoefte aan sterke argumenten vanuit het perspectief van zowel verkoper als koper. Deze argumenten dienen analytisch en onderhandelings-technisch gezien goed onderbouw te zijn. Des te eerder deze items geïdentificeerd en besproken worden, des te soepeler de deal zal verlopen. Dit is een belangrijke taak voor de adviseur en zijn expertise op dit vakgebied.

### Aandachtspunten voor Koper en Verkoper (en diens adviseurs):

- Bereid u goed voor in samenspraak met uw adviseur;
- Ken de financiële gegevens van de onderneming;
- Presenteer eigen berekeningen/analyses. Zorg ervoor dat u de regie voert;
- Definieer zo vroeg mogelijk in het traject de overeengekomen bevindingen zoals definities en bedragen als ook de methodiek om van ondernemingswaarde tot aandelenprijs te geraken;
- Op deze wijze zijn partijen bekend met een bepaalde bandbreedte waarin de overnamesom zal liggen én weet men waar eenieder aan toe is;
- Spreek af dat een bieding ten alle tijden op een cash en debt free waarde is gebaseerd. Het is hierbij relevant om in de voorwaarden van de bieding reeds te (laten) spreken over de veronderstelling/verwerking van de netto schuld;
- Vind de juiste balans tussen hoofd- en bijzaken gedurende de onderhandelingen over de netto schuld en de verwerking daarvan om tot de aandelenprijs te geraken.



# Do's & Don'ts bij bedrijfsoverdrachten

Weet wat u wel en niet kunt doen en verwachten tijdens een bedrijfsoverdracht.

- Het creëren van een optimale financiële balans »
- Financier niet meer dan nodig is voor de aankoop van aandelen van een onderneming »
- Maak de toegevoede waarde van uw bedrijf scherp »

Lees al onze  
Do's & Don'ts  
op onze  
website

Lees meer:



## Colofon

---

Dit whitepaper is een uitgave van Adagium Corporate Finance B.V.

### Auteur

Tom Vestjens

### Adagium Corporate Finance B.V.

Eisenhowerweg 14D

5466 AC Veghel

Tel. (0413) 22 50 10

### Locatie Venlo

Kazernestraat 10

5928 NL Venlo

E-mail [info@adagium.nl](mailto:info@adagium.nl)

Kijk ook eens op [www.adagium.nl](http://www.adagium.nl)

---

**Adagium**  
bedrijfsoverdrachten 

---

## Over Adagium

---

Ieder bedrijf een goed vervolg. Sinds 2006 begeleidt Adagium ondernemers en ondernemingen in het midden- en kleinbedrijf bij bedrijfsverkopen en aankopen. Met een extra specialisatie voor bedrijfsoverdrachten bij familiebedrijven. Inmiddels hebben we al meer dan 200 bedrijfsoverdrachten begeleid.

Wij geloven dat ieder bedrijf een goed vervolg verdient. Onze adviseurs doorlopen graag met u het proces van aankoop dan wel verkoop van uw onderneming. Zodat u als ondernemer de juiste beslissing neemt voor uzelf en uw onderneming.

## Team Adagium

Albert, Frank, Simone, Jon, Tom, Jasper en Roel

