

# Notitie

---

## Vermogenskosten eigen vermogen apothekers en orthodontisten

**Datum:** 8 januari 2010  
**Onderwerp:** Vermogenskosten eigen vermogen apothekers en orthodontisten  
**Kenmerk:** 1367/090406EX/mma

---

### Inleiding

#### Probleemstelling NZa

Door de NZa is tot op heden geen beleid op de rentabiliteit van het eigen vermogen opgesteld. De NZa heeft kostenonderzoeken uit laten voeren door ConQuaestor en KPMG ter bepaling van de tarieven binnen de eerstelijns zorg voor apothekers en orthodontisten. In deze kostenonderzoeken is rekening gehouden met de vermogenskosten voor vreemd vermogen. Met vermogenskosten voor eigen vermogen is hierbij geen rekening gehouden.

Apothekers en orthodontisten financieren hun bedrijfsvoering, het inkopen in, of de overname van de onderneming deels met eigen vermogen. De omvang ervan alsmede de wijze waarop in dit vermogen wordt voorzien zijn divers en hangen samen met de fase waarin een ondernemer zich bevindt alsmede met persoonlijke omstandigheden. Zo kan bijvoorbeeld eigen vermogen worden ingebracht uit privé vermogen al dan niet verkregen op basis van een hypotheek op het privé huis van de ondernemer. Ook kan in het eigen vermogen voorzien middels privé leningen bij familie, de maatschap of bij een bank. Meer en specifieke kennis over omvang en de kosten van dat privé vermogen ontbreekt.



Apothekers en orthodontisten geven aan dat de vergoedingen thans onvoldoende rekening houden met de kosten en het risico voor het inbrengen van eigen vermogen in de onderneming. Deze vergoeding voor inbreng en risico van eigen vermogen wordt volgens de ondernemers noodzakelijk vanwege de wijzigende regelgeving.

Voor de apothekers is de regelgeving ten aanzien van de receptregelvergoeding gewijzigd en daarmee het bedrijfsresultaat. De bedrijfsinkomsten voor apothekers bestaan uit een genormeerde receptregelvergoeding en inkomsten uit inkoopvoordelen. Uit deze inkoopvoordelen kunnen de ondernemers goodwill en de inbreng van eigen vermogen vergoeden. Door invoering van het preferentiebeleid zijn de inkomsten uit inkoopvoordelen teruggelopen. De hoogte van het norminkomen is hierdoor belangrijker geworden.

Voor de orthodontisten is er een maximumtarief vastgesteld, waaraan orthodontisten zich dienen te houden. Het berekende tarief is zowel gebaseerd op fiscale gegevens, als op normbedragen van inkomsten en uitgaven.

### Vraagstelling NZa

De NZa wenst meer inzicht in de vermogensbehoefte, vermogensopbouw alsmede de vermogenskosten en risicovergoeding voor eigen vermogen binnen de branche. De NZa heeft de bedrijfsvoering van apothekers en orthodontisten aangewezen als voorloper op de rest van de eerstelijns zorgsector. Voor deze twee beroepsgroepen wordt een voorlopige beleidsmaatregel opgesteld. Hiertoe is inzicht in eerder genoemde aspecten noodzakelijk. Op basis van de inzichten moet de NZa kunnen beoordelen of en op welke wijze de productvergoedingen dienen te worden heroverwogen. De NZa heeft Fakton verzocht het onderzoek dienaangaande te verrichten.

De NZa wenst vooruitlopend op de inzichten op basis van een gefundeerd onderzoek al op korte termijn inzicht in:

- Nut en noodzaak van vergoeding van vermogenskosten van eigen vermogen
- Een bandbreedte of hypothese ten aanzien van deze vermogenskosten binnen de beroepsgroep

### Aanpak Fakton

Fakton wil dit onderzoek praktijkgericht uitvoeren en op basis van empirisch verkregen resultaten nader uit te werken. Daarbij zal enerzijds vanuit de accounting historisch materiaal verkregen worden, maar anderzijds en vooral aan de hand van de praktijk van financiers, ondernemers en andere betrokkenen de onderzoeksvraag worden uitgewerkt. Het onderzoek zal worden uitgevoerd op basis van een vooraf helder geformuleerde hypothese aangaande de samenstelling en (de ontwikkeling van) de omvang van de vermogenskosten en het risico van het eigen vermogen.



## Gefaseerde uitvoering

Vanwege de urgentie wordt het onderzoek getrapd uitgevoerd.

In eerste instantie zal voor zowel de apothekers als de orthodontisten de onderzoekshypothese worden uitgewerkt. De onderzoekshypothesen zullen naast kwalitatieve aspecten ook al waar mogelijk kwantitatieve aspecten ten aanzien van risico en vermogenskosten voor eigen vermogen bevatten. Deze aspecten zullen in het kader van de onderzoekshypothesen kort worden gemotiveerd.

In tweede instantie kan aan de hand van de onderzoekshypothesen het daadwerkelijke onderzoek worden uitgevoerd. Hierbij zullen de onderzoekshypothesen worden getoetst en aangescherpt aan de hand van:

- Historisch Accounting onderzoek: branchesamenstelling, vermogensbehoefte, vermogensbehoeften, financieringswijzen.
- Interviews: (met onder andere ConQuaestor, vereniging orthodontisten, ondernemers en vereniging farmaceuten, banken en financiers, een verzekeraar, jurist NZa, waarborgfonds e.a.).

## Opdrachtuitvoering

De opdracht wordt uitgevoerd onder supervisie van ir. Wim F.P. Weide MRE, partner bij Fakton. Opdrachtleider en senior adviseur is de heer Roel J.A. Hamers MRE MRICS RT. Verder werkten aan het onderzoek en deze notitie Tim Wendrich MSc.

## De inhoud van voorliggende notitie

De voorliggende notitie bevat de resultaten van de eerste fase. De onderzoekshypothesen en motivatie van zowel de apothekers als de orthodontisten zijn erin uitgewerkt. De notitie dient als basis voor het vervolgonderzoek.

De notitie is als volgt opgebouwd:

- Situatie beschrijving per branche
- Vermogenskostentheorie
- Hypothese Apothekers
- Hypothese Orthodontisten



## Veranderende spelregels in de branche

### Farmaciemarkt en apothekers

In juli 2008 is er een nieuwe bekostiging voor de farmaciemarkt ingevoerd. In plaats van een uniforme vergoeding per recept is een gedifferentieerde receptregelvergoeding ingevoerd met twee basisprestaties en vier aanvullende prestaties. Er is veel weerstand ontstaan tegen het door de NZa vastgesteld gedifferentieerd tarief. De NZa wordt verweten dat het tarief de praktijkkosten niet dekt. In het verleden kon dit tekort worden gedekt uit de marge, maar juist deze marge staat op het moment onder druk door het individuele preferentiebeleid, dat door een aantal zorgverzekeraars is ingevoerd. Apothekersorganisatie KNMP vindt de NZa berekening van de kostprijsdekkende vergoeding niet volledig. Zo zegt ze o.a. dat de NZa geen rekening houdt met de kosten van geïnvesteerd eigen vermogen en met de financieringslasten die samenhangen met de opstart (aanloopverliezen) en overname van een apotheek (goodwill)<sup>1</sup>.

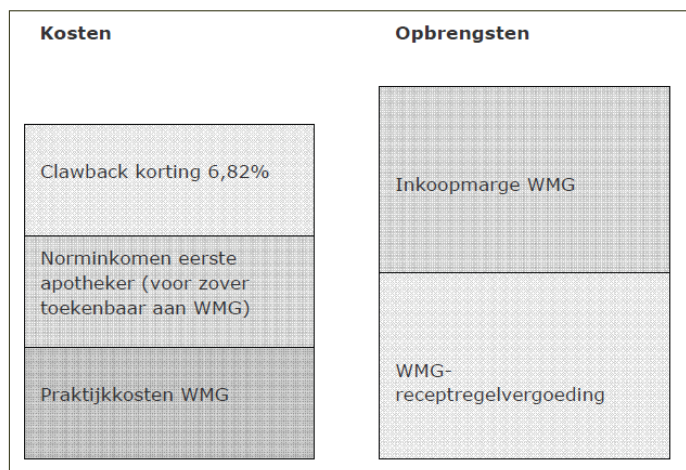
Het preferentiebeleid heeft betrekking op de multi-source geneesmiddelen die door meer dan één producent worden gemaakt. Preferentiebeleid betekent dat bij multi-source geneesmiddelen een zorgverzekeraar niet al die producten hoeft te vergoeden, maar slechts minimaal één van die producten. Tot voor kort werden op multi-source geneesmiddelen grote kortingen gegeven. Dit gebeurde omdat het voor deze producten aan de apotheker was om te bepalen welk middel een patiënt krijgt. Producenten concurreerde met elkaar om de in de gunst van de apotheker te komen door het bieden van hoge marges, de zogenaamde marktconcurrentie. De patiënt en zijn verzekeraars betalen echter de lijstprijs (de tax). Hierdoor waren de prijzen van generieke geneesmiddelen in Nederland in vergelijking met het buitenland relatief hoog.

Het preferentiebeleid heeft hier voor veel producten een einde aan gemaakt. De prijzen die patiënten en verzekeraars voor de onder het preferentie beleid vallende producten betalen zijn sterk gezakt, tot wel 90%. De kortingen (inkoopvoordelen) op deze producten zijn nagenoeg verdwenen<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> SFK, *Data en feiten 2009 in vogelvlucht*, 2009

<sup>2</sup> NZa, *Werking Farmaciemarkt*, 2008



**Figuur 1: Winst- en verliesrekening apotheek (bron: NZa, Werking Farmaciemarkt)**

Het preferentiebeleid heeft een negatief financieel effect voor de apotheekhoudende. Een deel van de inkomsten van apotheken bestaat uit inkoopvoordelen. Het preferentiebeleid heeft voor apotheekhoudenden geleid tot het wegvallen van de marge op preferente generieke middelen en leidt zodoende tot lagere inkoopvoordelen. Voor preferente middelen lijken de inkoopvoordelen nagenoeg te verdwijnen. In eerste instantie vielen slechts een aantal geneesmiddelen onder het preferentiebeleid, maar de lijst wordt steeds verder uitgebreid. De inkomsten van de apothekers staan daarmee onder druk.

De afname van de bedrijfsinkomsten zal ook een negatieve invloed gaan hebben op de waarde van de onderneming en de goodwill van de apotheken. Dit effect is nog niet zichtbaar doordat er in 2009 weinig fusies, overnames of start van nieuwe apotheken zijn geweest.

Apothekers die de laatste 5 jaar een apotheek hebben overgenomen ondervinden, door afname van inkomsten als gevolg van het preferentiebeleid, moeilijkheden bij het herfinancieren van hun schulden. Banken zijn tengevolge van de onzekerheden aangaande de bedrijfsresultaten een terughoudender beleid gaan voeren met betrekking tot het verschaffen van leningen voor onder andere goodwill en overnames. Financiering voor apotheekhoudenden, met name waar het gaat om kapitaalintensieve initiatieven, zijn minder vanzelfsprekend geworden.

### **Toekomstperspectief**

De NZa heeft het advies “Langetermijnvisie geneesmiddelenbeleid” uitgebracht. De minister van VWS heeft besloten dit advies te volgen. Dit betekent dat, mits is voldaan aan de door de NZa gestelde randvoorwaarden, per 1 januari 2011 wordt overgegaan op vrije prijsvorming. Deze liberalisering is erop gericht om een efficiëntere allocatie van middelen mogelijk te maken en om via marktwerking de inkoopvoordelen van apotheekhoudenden tot een redelijk niveau te beperken.



Duidelijk is dat de risico's voor het exploiteren van een apotheek door recente ontwikkelingen zijn toegenomen. Hoewel het inkomensperspectief voor apothekers niet slecht is, is het wel duidelijk dat tijden waarin ruimte was voor het opvangen van privé onttrekkingen boven het norminkomen en forse aflossingen op goodwillfinancieringen grotendeels tot het verleden behoren.

## Orthodontie

De NZa is geruime tijd in gesprek met marktpartijen in de orthodontie om te komen tot heronderbouwde maximumtarieven voor orthodontisten. In 2005 zijn de tarieven met 8% verlaagd. Tegen de tariefverlaging per 1 juli 2007 hebben enkele partijen met succes beroep aangetekend. Het College van Beroep voor het bedrijfsleven (Cbb) heeft op 18 december 2008 geoordeeld dat de NZa onvoldoende zorgvuldig heeft gehandeld in het tot stand komen van deze verlaging. Een van de bezwaren waren de financieringslasten.

Voor de declaratie van de geleverde mondzorg heeft de NZa prestatiebeschrijvingen en tarieven vastgesteld. Per prestatie is een aantal punten vastgelegd. De NZa bepaalt de puntenaantallen in overleg met de marktpartijen op het moment dat er een nieuwe prestatie wordt toegevoegd. Het puntenaantal wijst op de moeilijkheidsgraad, en de daaraan gekoppelde benodigde tijd, per prestatie. Het maximumtarief wordt berekend door het aantal punten te vermenigvuldigen met de puntwaarde. De algemene rekenregel voor het bepalen van de puntwaarde is:

$(\text{praktijkkostenbestanddeel} + \text{inkomstenbestanddeel}) / \text{rekennorm}$

De rekennorm is een technisch onderdeel van de rekenformule die fungeert als middel om de gegevens te verwerken tot de puntwaarde. De rekennorm weerspiegelt de productie per (norm)praktijk geteld in punten per jaar. De rekennormen zijn in overleg met marktpartijen opgeteld.

Het inkomensbestanddeel staat voor het inkomen dat de beroepsbeoefenaar bij een praktijkomvang gelijk aan de normpraktijk in één jaar redelijkerwijs moet kunnen verwerven. Dit is een door de overheid genormeerd bedrag. Onder het praktijkkostenbestanddeel vallen onder andere de kosten voor huisvesting, personeel, scholing, apparatuur en materialen, vervoer, verzekeringen, rente en afschrijving.

De tarieven worden gebaseerd op de actuele informatie over werkelijke kosten, productie en tijdsbesteding van de orthodontisten. Het is noodzakelijk de tarieven regelmatig op een uniforme manier te herijken, opdat aanbieders geprikkeld blijven om efficiënt te werken. In de orthodontie is er echter een grote verscheidenheid aan praktijkvormen en geleverde zorg per praktijk. Dit betekent dat er ongewenste effecten van tariefregulering kunnen voorkomen, zoals de belemmering van innovatie, over/onderwinsten, kruissubsidies, het beperkte onderscheid tussen zorgaanbieders en het feit dat gereguleerde tarieven gebaseerd zijn op gemiddelde kosten. De



werkelijke kosten per aanbieder zullen hiervan afwijken bijvoorbeeld als gevolg van lokale kostprijsverschillen en schaalverschillen. Bij het reguleren van landelijk geldende tarieven is het moeilijk om met deze verschillen rekening te houden<sup>3</sup>.

Het ministerie VWS is op het moment aan het kijken of de prijzen voor orthodontie kunnen worden vrijgegeven. Dit brengt weer onzekerheid met zich mee wat van invloed is op de financieringsmogelijkheden van de sector.

### Conclusies t.b.v. hypothesen

- Vermogenskosten hangen onlosmakelijk samen met de vermogensstructuur en, naast financiële wetmatigheden, zekerheden en risico's.
- De apothekersbranche en de orthodontie zijn totaal verschillend qua regelgeving, toekomstige autonome ontwikkeling organisatievorm en vermogensbehoefte. Ze kennen hun eigen mores. Daarmee zal per branche een branchespecifieke hypothese ten aanzien van de vermogenskosten moeten worden geformuleerd.
- In het verleden geldende kosten, opbrengsten, financieringsstructuur en bedrijfsresultaten zijn geen garantie voor de toekomst. Door wijziging in regelgeving, demografische en andere ontwikkelingen is dit voortdurend in beweging. De wijzigingen in de inkomensstructuur en omvang voor apothekers en orthodontisten zijn fors en staan nog niet geheel vast. Dit betekent dat naast de huidige situatie (ultimo 2009) ook toekomstige verwachting ten aanzien van de vermogenskosten in hypothesen moet worden opgenomen.
- Door de gewijzigde regelgeving en toegenomen onzekerheid is de waarde van ondernemingen volgens de betrokkenen gedaald (goodwill neemt af). Het onderzoek beperkt zich tot de toekomstige vermogenskostenvoet. De waardedaling (of schade) van de ondernemingen tengevolge van de gewijzigde regelgeving staat zodoende buiten de probleemstelling van dit onderzoek. De schade is al geleden in het verleden en in vergoeding van schade dient op andere wijze door de branche voorzien te worden (nadeelcompensatie).
- Vanwege de afname van de bedrijfsresultaten en het toegenomen risico zal de in de ondernemingen aanwezige "goodwill" waarschijnlijk verder dalen. Het tempo en omvang zijn echter onbekend en dienen een plek te vinden in de hypothesen.

---

<sup>3</sup> NZa, *Advies liberalisering deelmarkt orthodontie*, 2009



## Vermogenskostentheorie

Zonder al te diep op de theoretische en wetenschappelijke achtergronden in te gaan past het in het kader van deze notitie om kort in te gaan op enkele belangrijke aspecten ten aanzien van vermogenskosten. Dit zal gebeuren aan de hand van een aantal vragen:

- Welke typen vermogen zijn er in de branche beschikbaar?
- Waarom moeten vermogenskosten vergoed worden?
- Wat bepaalt de waarde van een onderneming?
- Is de vermogensstructuur van invloed op de waarde van de onderneming?

## Vermogenstypen

Welke typen vermogen zijn beschikbaar voor een onderneming?

De vorm waarin vermogen beschikbaar wordt gesteld verschilt. In de basis zijn er twee typen vermogen. Vreemd vermogen of eigen vermogen. Wordt vermogen tijdelijk ingebracht met de verplichting om dit terug te betalen, en vaak ook met een vooraf overeengekomen vergoeding (rente) en zekerheden, dan spreken wij over vreemd vermogen. Het vreemd vermogen is niet van de onderneming. Wordt het vermogen permanent ingebracht met recht op winst dan spreken wij van eigen vermogen. Het vermogen is van de onderneming, er is geen garantie op een vergoeding en het dient als risicobuffer voor de onderneming.

## Vermogenskosten

Waarom moeten vermogenskosten vergoed worden? Het antwoord is simpel, alles heeft zijn prijs. Ook het beschikbaar stellen of inbrengen van vermogen in een onderneming.

De redenen hiervoor zijn dat de inbrenger van vermogen gecompenseerd wil worden voor het afzien van consumptie, risico en onvoorziene zaken, alsmede zijn koopkracht wil behouden. Hij wil daarbij ten minste die vergoeding die anderen met een vergelijkbaar onderneming- of risicoprofiel ook zouden vergoeden ("opportunity costs").

De vermogenskosten zullen daarmee afhankelijk zijn van algemene economische parameters zoals inflatie en rente, maar vooral ook van de risico's en alternatieven van de vermogensverschaffers. Het is daarmee afhankelijk van het ondernemingsprofiel. Verder zal er een verschil zijn tussen de vermogenskosten van vreemd en eigen vermogen. Vreemd vermogen zal vanwege de zekerheden en beperktere risico's lagere vermogenskosten kennen dan het eigen vermogen. De vermogenskosten voor het beschikbaar stellen van eigen vermogen worden vergoed uit de winst van de onderneming. De onderneming moet dus winst moeten maken wil zij eigen vermogen kunnen aantrekken.





Een verschijnsel in de branche is dat ondernemers die eigen vermogen in de onderneming moeten inbrengen niet allemaal over dat vermogen beschikken. Zij zijn in dat geval aangewezen om in privé vermogen aan te trekken. Hiervoor zijn verschillende vormen. Lenen van de bank, familie of van de verkopende partij in geval van overname. Op dit vlak zijn ook initiatieven in de apothekbranche (van groothandel) om in deze kapitaalbehoefte van ondernemers te voorzien middels leningen. Hiermee wordt expliciet dat het eigen vermogen dat in de onderneming wordt ingebracht in privé leidt tot vermogenskosten die uit de winst/dividend moeten kunnen worden voldaan.

### Waarde onderneming

Wat bepaalt de waarde van een onderneming? De waarde van een onderneming wordt in beginsel bepaald door de omvang van de voor de vermogensverschaffers vrij beschikbare operationele geldstroom (cash flow) en de gezien het risico en de alternatieven door de vermogensverschaffers geëiste of noodzakelijke vermogenskosten. De vermogensverschaffers bepalen de waarde van de onderneming als de huidige (contante) waarde van de toekomstige (onzekere) geldstroom aan de hand van hun geëiste vermogenskostenvergoeding. Naarmate er meer cashflow beschikbaar is of het risico dienaangaande geringer is zal de waarde toenemen. Vice versa.

Wanneer de waarde van de onderneming de op de balans van de onderneming geadministreerde activa te boven gaat noemt men dat surplus "goodwill". Goodwill weerspiegelt daarmee de bedrijfseconomische waarde van de onderneming. In de apothekersbranche was het de afgelopen jaren gewoonlijk om 1 a 1,7 keer de jaaromzet aan Goodwill te betalen.

### Invloed vermogensstructuur op waarde onderneming

Is de vermogensstructuur van invloed op de waarde van de onderneming? Ofwel kan de waarde van de onderneming beïnvloed worden door wijziging in samenstelling van eigen en vreemd vermogen? Uit wetenschappelijk onderzoek is gebleken dat er in theorie, afgezien van fiscale effecten en enkele randvoorwaarden, er in principe geen invloed van een wijzigende vermogensstructuur is op de waarde van de onderneming<sup>4</sup>. De gemiddelde vermogenskostenvoet blijft gelijk. Wel zal door verschuiving in de vermogenssamenstelling een verschuiving van de mate van risico tussen de vermogensverschaffers plaatsvinden en daarmee een aanpassing op de geëiste en of gerealiseerde vermogenskostenvoet van de diverse vermogensverschaffers. Het zogenaamde "leverage" of hefboomeffect.

Naast de theoretische achtergrond van Modigliani Miller speelt in de realiteit ook de fiscaliteit een rol. De overheid behandelt vreemd vermogen anders dan eigen vermogen. Rente op vreemd vermogen worden als bedrijfskosten gezien, maar dividend op eigen vermogen niet. Hierdoor beïnvloedt de betaalde rente de fiscale winst en daarmee de te betalen belasting. Netto zijn de

---

<sup>4</sup> Modigliani Miller



rentekosten voor de onderneming daarmee lager dan de betaalde rente. Dit effect staat bekend als het zogenaamde “tax shield” van vreemd vermogen. Het is voor de eigen vermogensverschaffers gunstig om de onderneming met goedkoper vreemd vermogen te financieren. Hiermee neemt het eerder genoemde “leverage” effect bij toevoeging van vreemd vermogen nog meer toe.

Aan de vervanging van eigen vermogen door vreemd vermogen zijn grenzen. De onderneming kent maar een beperkte leencapaciteit of kredietruimte. Deze ruimte is afhankelijk van het risico dat de financiers bereid zijn te lopen. Een groot risico betekent lagere leencapaciteit en/of hogere rente. (solvabiliteit, debt service en dergelijke zijn meetinstrumenten van de financiële sector). Er blijft daarmee een noodzaak om de onderneming te voorzien van eigen vermogen. De omvang van het eigen vermogen hangt af van het benodigde totaal vermogen alsmede de leencapaciteit. Zowel de omvang van het eigen vermogen als de leencapaciteit zal in de branche verschillen afhankelijk van het risicoprofiel en ondernemingsprofiel.

Na deze toelichting terugkomend op de vraag “is de vermogensstructuur van invloed op de waarde van de onderneming? In beginsel dus niet. De waarde van de onderneming wordt bepaald rekening houdend met de voor de onderneming geldende optimale vermogensstructuur, waarbij optimaal van leverage, leencapaciteit en tax shield gebruik gemaakt zal worden. Van de optimale vermogensstructuur, eigen en vreemd vermogen, zijn op basis van de daarvoor gelden vermogenskosten de gewogen gemiddelde vermogenskosten van de onderneming te bepalen. In jargon de WACC genoemd.

Voldoet de ondernemer niet aan dit optimum dan zal hij daarmee de prijs of zijn gerealiseerd rendement van zijn eigen vermogen verlagen.

### Conclusies t.b.v. hypothesen

- Gratis vermogen of geld bestaat niet;
- Ondernemingen zijn in beginsel niet volledig te financieren met vreemd vermogen;
- Er is een noodzaak voor ondernemers voor inbreng van eigen vermogen;
- Naast vreemd vermogen kent ook eigen vermogen vermogenskosten;
- Vermogenskosten voor vreemd vermogen zijn bedrijfskosten;
- Vermogenskosten voor eigen vermogen komen ten laste van de winst;
- Zonder winstverwachting hebben ondernemingen in beginsel geen mogelijkheid om eigen vermogen aan te trekken;
- Vermogenskosten zijn afhankelijk van generieke financiële aspecten (rente, inflatie) en specifieke risico's. Verder zijn vermogenskosten afhankelijk van “opportunity costs”;



- Eigen vermogen vereist vanwege de risico's een hogere vermogenskosten vergoeding dan vreemd vermogen;
- Verdeling vermogenskosten vindt plaats op basis van "leverage";
- Vermogenskostenvergoeding eigen vermogen houdt rekening met een optimale vermogensstructuur;
- De optimale vermogensstructuur is afhankelijk van de leencapaciteit;
- De leencapaciteit verschilt per branche en binnen de branche per ondernemingsprofiel;
- Van belang is zodoende bij de hypothesen rekening te houden met de verschillende ondernemingsprofielen;
- De werkelijke vermogenskosten zijn afhankelijk van de werkelijke vermogensstructuur;
- Het werkelijke rendement op EV is afhankelijk van werkelijke vermogensstructuur en bedrijfsresultaat;
- Een ondernemer kan door een suboptimale financieringsstructuur waarde en of rendement vernietigen.



## Hypothese apotheken

### Ondernemingsprofielen

Ten behoeve van de onderzoekshypothesen is het van belang wetenschap te hebben van het verschil van bedrijfsvoeringen in de branche en de mogelijk daaruit resulterende verschillende risicopercepties en vermogensbehoeften. Wellicht dat deze binnen de branche dusdanig verschillend zijn dat deze een verschil in vermogenskosten veroorzaken. Teneinde dit in de hypothesen mee te nemen worden de ondernemingsprofielen binnen de branche onderzocht op basis van ondernemingsleeftijd, juridische structuur en onderneming- en vermogensomvang en opbouw.

### Leeftijd en juridische structuur

In totaal telt de branche ca 1.950 apotheken<sup>5</sup>. Binnen de branche zijn zowel natuurlijke personen, juridische entiteiten (maatschap, VOF, BV) als samenwerkingsverbanden werkzaam. Zo'n 35% van de apotheken is eigendom van 9 consortia (ketenapotheken). In 2008 zijn er circa 17 nieuwe apotheken geopend<sup>6</sup>. Qua leeftijd van de ondernemingen zijn er verschillende relevante insteken denkbaar. In de inleiding is al aangegeven dat er verschillende effecten binnen de branche worden gemeld. Een eerste inschatting leert dat de branche anders gezien wordt door toetreders dan door starter en of ondernemingen die al langere tijd bestaan dan wel onderdeel zijn van een krachtig consortium.

### Ondernemingsomvang, vermogensomvang en vermogensopbouw

De gemiddelde jaaromzet per openbare apotheek bedraagt ca. € 2.470.000,-<sup>7</sup>.

Bij de ketenapotheken is dat een veelvoud. Het marktaandeel van de diverse hiervoor genoemde groepen is in deze fase van het onderzoek niet onderzocht. Maar zal voor beleidformulering zeker relevant zijn. Van belang is te weten welke groepen bij gebruik van branche gemiddelden over- of onderpresteren.

Over de branche gemiddelden en samenstelling van activa, passiva, vermogensstructuur en resultatenrekening en dergelijke is nagenoeg geen data voorhanden. Zeker niet op basis van een bedrijfseconomische waardering.

Het vermoeden bestaat dat vooral de post goodwill bij de toetreders en starters relevant is en naarmate de leeftijd van de onderneming toeneemt de relevantie van deze post zal afnemen. Verder bestaat het vermoeden dat het relatieve vermogensbeslag (activa als percentage van de

---

<sup>5</sup> 2008, bron Stichting Farmaceutische kengetallen

<sup>6</sup> 2008, bron Stichting Farmaceutische kengetallen

<sup>7</sup> 2008, bron Stichting Farmaceutische kengetallen



omzet) in de beginfase hoger ligt dan daarna. Ook bestaat het vermoeden dat de leencapaciteit zal toenemen met de toename van de leeftijd van de onderneming.

Al deze zaken doen vermoeden dat het risicoprofiel en daarmee de vermogenskostenvoet voor toetreders en voor starters of ondernemingen die al langere tijd bestaan dan wel onderdeel zijn van een krachtig consortium kunnen verschillen. Dit zal in het ondernemingsprofiel terug dienen te komen.

### **Conclusies t.b.v. hypothese**

Voor de hypothese is het wenselijk de branche in ten minste 4 ondernemersprofielen onder te verdelen:

- Toetreders (nieuw en als onafhankelijke apotheek);
- Starters (onafhankelijke apotheek, onderneming bestaat c.a. 5 jaar);
- Going Concern (onafhankelijke apotheek, onderneming bestaat meer dan 5 jaar);
- Consortium (ketenapotheek, onderdeel van groter geheel, inclusief nieuwe filialen en overnamen).

Voor de hypothese is het verder van belang de branche aan de hand van deze ondernemingsprofielen in marktaandeel in te delen. Tot slot is het van belang om van mogelijke effecten dat sommige apotheken onderdeel uitmaken van of behoren tot een groothandel te abstraheren.

### **Vermogenskosten Vreemd Vermogen**

Binnen de onderneming zijn in de regel meerdere typen van vreemd vermogen aanwezig. De financiering geschiedt met zowel lange, middellange als met een korte looptijd en al dan niet voorzien van zekerheden. Ieder type kent een eigen daarmee samenhangende kostenvoet of rente. De vermogenskostenvoet van vreemd vermogen is zodoende een resultante of gewogen gemiddelde van de samenstelling en omvang van het vreemd vermogen.

Verder is de omvang van het vreemd vermogen relevant voor de vermogenskosten en de leverage ten gunste van het eigen vermogen. Hierbij is de leencapaciteit een maatstaf voor het financieringsoptimum. Over de werkelijke vermogenssamenstelling en het vermogensbeslag aan activa ontbreekt op dit moment betrouwbare informatie. Fakton heeft getracht op basis van een inschatting hieraan invulling te geven. De leencapaciteit blijft naar inschattingen van Fakton, en onder de aanname dat er voldoende cash flow beschikbaar is om uit de normale bedrijfsvoering rente en aflossingsverplichtingen te voldoen, beperkt tot maximaal c.a. 75% van de economische waarde. De leencapaciteit zal overigens verschillen per ondernemingsprofiel.

In hoeverre de optimale leencapaciteit in de branche thans wordt benut is niet bekend.



Transparantie in de kenmerken en samenstelling van het vreemd vermogen in de branche ten aanzien van dit onderdeel ontbreekt nog. Het vermoeden is echter dat in de branche de leencapaciteit niet volledig benut wordt. Er zit mogelijk bij “going concern” ondernemers meer eigen vermogen in de onderneming dan vanuit het financieringsoptimum mogelijk is. Deze veronderstelling zal per ondernemingsprofiel in de hypothese een plek moeten krijgen.

Ten aanzien van de vermogenskosten voor vreemd vermogen worden de typen kort benoemd. Een deel van de activa (voorraad, debiteuren en dergelijke) kan gefinancierd worden door leverancierskrediet en crediteuren en is daarmee “vermogenskosten vrij”. Dat geldt niet voor alle activa. Relevant zijn de vermogensbehoefte en de zekerheden, looptijd, reële rente, inflatieverwachting en de risicoperceptie van de vermogensverschaffers over de onderneming, branche en de ondernemer. Op basis van inschatting van Fakton ligt de hypothese voor de vermogenskostenvoet van rentedragend vreemd vermogen tussen 4,0 % voor rekening courant krediet tot 6,5 % voor langer beschikbaar vermogen. Daarmee komt de gemiddelde vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen in de branche ingeval er optimaal gebruik wordt gemaakt van de eerder genoemde leencapaciteit op ca. 4,0 % a 5,5 %. De gemiddelde vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen varieert tengevolge van de looptijd, samenstelling, zekerheden, leencapaciteit en het ondernemingsprofiel. Deze veronderstelling zal in de hypothese een plek moeten krijgen.

De mate van onzekerheid in de wet- en regelgeving is thans dusdanig dat er geen status quo in de risicoperceptie en daarmee de vermogenskosten bestaat. Hierdoor is een beschouwing op consequenties vermogenskosten ten gevolge van mogelijke ontwikkelingen na ultimo 2009 wenselijk.

De uiteindelijke werkelijke financiering van de onderneming met vreemd vermogen vindt op individuele basis plaats, waarbij individuele zekerheden in de vorm van hypotheek, eigendomsoverdracht en dergelijke worden verlangd. De financier zal op basis van de zekerheden in de activa en het vertrouwen in de ondernemer de leencapaciteit van de onderneming bepalen. Hierbij was tot voor kort goodwill tot c.a. 125% van de jaaromzet financierbaar met een looptijd van maximaal 10 jaar. Naast de leencapaciteit uitgedrukt als %-tage van de activa in de onderneming zal de financier ook de solvabiliteit, “loan to cost” alsmede de “debt service” in ogenschouw nemen.

Overigens kan een individuele ondernemer er voor kiezen minder dan de leencapaciteit te benutten. Hiermee creëert hij minder “leverage” maar meer zekerheden. De onderneming functioneert bewust of onbewust als spaarpot voor de ondernemer.



## Vermogenskosten Eigen Vermogen

Een onderneming volledig met vreemd vermogen financieren is in deze branche niet mogelijk. Het risicoprofiel, de leencapaciteit en in sommige gevallen de omvang van goodwill staan dit in de weg. Het branchegemiddelde aan eigen vermogen bedraagt per openbare apotheek c.a. € 300.000,-<sup>8</sup>. Transparantie in de kenmerken en samenstelling van het totale vermogen in de branche ten aanzien van dit onderdeel ontbreekt nog.

Relevant voor de vermogenskosten van eigen vermogen zijn de vermogensbehoefte, de zeggenschap, reële rente, inflatieverwachting en de risicoperceptie van de vermogensverschaffers over de onderneming, branche en de ondernemer.

### CAPM methode

Voor de inbreng van het eigen vermogen zou de aandeelhouder die vergoeding moeten verlangen die ook bij een alternatieve aanwending zou zijn verkregen ("opportunity costs"). Dus het rendement dat verkregen zou zijn indien het vermogen in een branche belegd zou zijn dat een vergelijkbaar risico en rendementprofiel heeft.

De rendementsverwachting of vermogenskosten kunnen volgens de CAPM methodiek worden bepaald aan de hand van het risicovrij rendement verhoogd met een risico-opslag. De risico-opslag wordt berekend aan de hand van het beursgemiddelde en de Bèta (mate en richting waarin het risico van de branche afwijkt van dat beursgemiddelde). Onafhankelijk betrouwbaar onderzoek aangaande de Nederlandse branche ontbreekt echter. Uit een quick scan van beursgenoteerde (grote) farmaceutische industrie blijkt een Bèta die varieert van 0.2 tot 1.2 (gemiddeld 0.7) . Het gemiddelde risico in deze branche ligt daarmee onder het gemiddelde risico van de markt. Wanneer met deze data een projectie voor de Nederlandse markt wordt gemaakt dan ligt de Rev (risicovrij + Beta x risicopremie) tussen de c.a. 5,2 % en de c.a. 9,3 % (gemiddeld c.a. 7,3 %).

Voorzichtigheid ten aanzien van deze methode en cijfers is geboden. De situatie van beursgenoteerde farmaceutische bedrijven is niet zonder meer vergelijkbaar met de apothekers in Nederland. Ook is de gemiddelde ondernemingsgrootte in Nederland kleiner dan die in de gebruikte data. Verder dient men te realiseren dat de Bèta wordt bepaald aan de hand van transacties van minderheidspakketten en daarmee onderhevig aan het beurssentiment zijn. Voor kleinere en niet beursgenoteerde onderneming is geen data voorhanden, dus die zijn in bovenstaande cijfers niet meegenomen.

Duidelijk zichtbaar is wel dat de rendementen hoger zijn dan vermogenskosten van vreemd vermogen tengevolge van het risico dat voor eigen vermogen hoger ligt.

---

<sup>8</sup> 2008, bron Stichting Farmaceutische kengetallen



### **Build up methode**

Een tweede methode die in de waarderingspraktijk wordt toegepast en rekening houdt met de specifieke situatie van de branche, onderneming en ondernemer is de opbouwmethode ("build up"). Bij deze methode wordt de rendementseis voor eigen vermogen opgebouwd vanuit het risicovrije rendement op langlopende staatsleningen. Dit risicovrije rendement wordt gecorrigeerd voor generieke en specifieke risico's. De meest invloedrijke correcties zijn de specifieke risico's ten aanzien van de branche, de ondernemingomvang en de thans bestaande onzekerheden t.a.v. wet en regelgeving. Deze aspecten variëren overigens per ondernemingsprofiel. Fakton raamt de Rev op basis van deze methode voor de branche tussen de 6,6 % en maximaal 8,1 % voor consortia en 12,1 % voor toetreders.

De mate van onzekerheid in de wet en regelgeving is thans dusdanig dat er geen status quo in de risicoperceptie bestaat. Hierdoor is een beschouwing op consequenties vermogenskosten ten gevolge van mogelijke ontwikkelingen na ultimo 2009 wenselijk.

### **Lenen van eigen vermogen in privé**

Wanneer de ondernemer zijn uit privé vermogen in te brengen eigen vermogen wenst te financieren gelden hiervoor naast de in privé te stellen zekerheden (hypotheek, verpanding aandelen en dergelijke) vermogenskosten van meer dan 6,0 %.

Persoonlijke leningen vanaf € 25.000,- met een looptijd van 5 jaar worden momenteel aangeboden tegen een rente van 8,6 %.<sup>9</sup> Ingeval er geen zekerheden in de vorm van borg, vermogen of inkomen gegeven kunnen worden zal dit aandeel niet financierbaar zijn voor minder dan de Rev.

### **Samenvattende conclusie ten aanzien van Rev**

De Rev zal tenminste de Rvv voor lang vastgelegd vermogen moeten bedragen. Gezien het risicoprofiel zal de Rev zelfs hoger moeten zijn dan de rente op lang lopende financieringen. Door het verschillende risico per ondernemingsprofiel zal per ondernemingsprofiel de Rev verschillen. Deze veronderstelling zal in de hypothese een plek moeten krijgen.

### **Samenvattende hypothese apothekers**

Alle hiervoor behandelde aspecten die de vermogenskosten van een onderneming en de vermogenskosten van eigen vermogen bepalen zijn in een samenvattende hypothese weergegeven. In navolgende tabel is de volledige hypothese weergegeven.

Deze hypothese zal in de tweede fase van het onderzoek, het veldonderzoek, getoetst dienen te worden.

---

<sup>9</sup> ING bank 30 december 2009





Tabel: Hypothese Apothekers

Jaar	Ultimo 2009	"leencapaciteit"	Rev	Rvv	na 2009	"leencapaciteit"	Rev	Rvv		
ondernemingsprofiel	marktaandeel	maximaal	min	max	min	max	marktaandeel	maximaal	Rev	Rvv
Toetreders	< 5%	79%	6,6%	12,1%	4,0%	5,0%	↓	↓	↑	↑
Starters	10% - 20%	75%	6,6%	11,6%	3,9%	4,9%	↓	↓	↑	↑
Going Concern	20% - 60%	68%	6,6%	11,1%	3,7%	4,7%	↓	↓	↑	↑
Consortia	35%	68%	6,6%	8,1%	3,7%	4,7%	↑	-	-	-
toelichting tendens > 2009										
tendens stijgend           ↑										
tendens dalend             ↓										
tendens gelijkblijvend   -										

### Toelichting op Tabel: Hypothese Apothekers.

Het marktaandeel is uitgedrukt in aantal apotheken van het totaal aantal apotheken (dus geen omzet). De leencapaciteit is uitgedrukt als %-tage van het beleenbaar activa. De Rev betreft een schatting van de bandbreedte en is uitgedrukt als %-tage van het bedrijfseconomisch aanwezige eigen vermogen. De Rvv is de gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet van het in de onderneming bij optimale financieringsstructuur aanwezige vreemd vermogen.

### Disclaimer

De cijfers in de hypothese zijn tot stand gekomen op basis van een theoretische benadering en deels door inschattingen. De cijfers en aannamen betreffen nog in de praktijk te toetsen hypothesen.



## Hypothese orthodontisten

### Ondernemingsprofielen

Ten behoeve van de onderzoekshypothesen is het van belang wetenschap te hebben van het verschil van bedrijfsvoeringen in de branche en de mogelijk daaruit resulterende verschillende risicopercepties en vermogensbehoeften. Wellicht dat deze binnen de branche dusdanig verschillend zijn dat deze een verschil in vermogenskosten veroorzaken. Teneinde dit in de hypothesen mee te nemen worden de ondernemingsprofielen binnen de branche onderzocht op basis van ondernemingsleeftijd, juridische structuur en onderneming- en vermogensomvang en opbouw.

### Leeftijd en juridische structuur

Exacte cijfers over de samenstelling van de branche ontbreken. De NZa is ten aanzien van de orthodontie een breed brancheonderzoek gestart<sup>10</sup>. Naar verwachting zullen de eerste bruikbare resultaten daarvan in maart 2010 beschikbaar zijn. Navraag bij de NZa<sup>11</sup> over de huidige inzichten leert dat binnen de branche vooral natuurlijke personen of samenwerkingsverbanden van natuurlijke personen actief zijn (maatschap, VOF). Er zijn maar enkele grotere rechtspersonen met filialen en orthodontisten in loondienst. Deze vormen waarschijnlijk zowel in aantal als marktaandeel waarschijnlijk een minderheid in de branche. De variëteit in de thans binnen de bij NZa bekende data is echter groot.

Qua leeftijd van de ondernemingen zijn er verschillende relevante insteken denkbaar. In de inleiding is al aangegeven dat er verschillende effecten binnen de branche worden gemeld. Een eerste inschatting leert dat de branche anders gezien wordt door toetreders dan door starters en of ondernemers die al langere tijd bestaan. Consortia of grotere ondernemingen zijn verwaarloosbaar.

### Ondernemingsomvang, vermogensomvang en vermogensopbouw

Ook over de samenstelling en verdeling van de markt is weinig betrouwbare openbare informatie beschikbaar, zodoende kan er over de ondernemingsomvang, vermogensomvang en de vermogensopbouw maar beperkt uitspraak worden gedaan. Naar aanleiding van het eerder vermelde diepteonderzoek van de NZa zal hieromtrent in maart 2010 informatie beschikbaar komen.

---

<sup>10</sup> NZa/Conquestor diepteonderzoek orthodontisten

<sup>11</sup> Mail NZa 29-12-2009



Navraag bij de Nza<sup>12</sup> leert dat blijkens een niet representatieve steekproef de balanstotalen een relatieve spreiding laat zien van ca. € 100.000 tot meer dan € 2 mln. De Nza schat dat de gemiddelde orthodontiepraktijk ca 3 a 4 stoelen omvat.

Het boekhoudkundig eigen vermogen is in het merendeel van de ondernemingen een aanzienlijk deel van het balanstotaal. In een enkel geval heeft de onderneming "Goodwill" op haar balans geactiveerd. Het vermoeden bestaat daarmee dat binnen de branche en de waarden van de onderneming relatief weinig goodwill aanwezig is. De financiering van goodwill zal vooral bij toetreders en starters relevant zijn en naarmate de leeftijd van de onderneming toeneemt zal de relevantie van deze post afnemen. Verder bestaat het vermoeden dat het relatieve vermogensbeslag (activa als percentage van de omzet) in de beginfase hoger ligt dan daarna. Ook bestaat het vermoeden dat de leencapaciteit zal toenemen met de toename van de leeftijd van de onderneming.

Het marktaandeel van de diverse hiervoor genoemde groepen is in deze fase van het onderzoek niet onderzocht. Maar zal voor beleidformulering zeker relevant zijn. Van belang is te weten welke groepen bij gebruik van branche gemiddelden over- of onderpresteren.

Al deze zaken doen vermoeden dat het risicoprofiel en daarmee de vermogenskostenvoet voor toetreders en voor starter alsmede voor ondernemingen die al langere tijd bestaan kunnen verschillen. Dit zal in het ondernemingsprofiel terug dienen te komen.

### **Conclusies t.b.v. hypothese**

Voor de hypothese is het wenselijk de branche in ten minste 3 ondernemersprofielen onder te verdelen:

- Toetreders (natuurlijke personen en of zelfstandigen (nog niet in markt actief))
- Starters (natuurlijke personen en of zelfstandigen (tot 5 jaar in de markt))
- Going Concern (natuurlijke personen, zelfstandigen en consortia/filialen (> 5 jaar))

Voor de hypothese is het verder van belang de branche aan de hand van deze ondernemingsprofielen in marktaandeel in te delen.

### **Vermogenskosten Vreemd Vermogen**

Binnen de onderneming zijn in de regel meerdere typen van vreemd vermogen aanwezig. De financiering geschiedt met zowel lange, middellange als met een korte looptijd en al dan niet voorzien van zekerheden. Ieder type kent een eigen daarmee samenhangende kostenvoet of rente.

---

<sup>12</sup> Mail NZa 29-12-2009



De vermogenskostenvoet van vreemd vermogen is zodoende een resultante of gewogen gemiddelde van de samenstelling en omvang van het vreemd vermogen.

Verder is de omvang van het vreemd vermogen relevant voor de vermogenskosten en de “leverage” ten gunste van het eigen vermogen. Hierbij is de leencapaciteit een maatstaf voor het financieringsoptimum. Over de werkelijke vermogenssamenstelling en het vermogensbeslag aan activa ontbreekt op dit moment betrouwbare informatie. Fakton heeft getracht op basis van een inschatting hieraan invulling te geven. De leencapaciteit blijft naar inschattingen van Fakton, en onder de aanname dat er voldoende cash flow beschikbaar is om uit de normale bedrijfsvoering rente en aflossingsverplichtingen te voldoen, beperkt tot maximaal c.a. 65% van de economische waarde. De leencapaciteit zal overigens verschillen per ondernemingsprofiel.

In hoeverre de optimale leencapaciteit in de branche thans wordt benut is niet bekend. Transparantie in de kenmerken en samenstelling van het vreemd vermogen in de branche ten aanzien van dit onderdeel ontbreekt nog. Het vermoeden is echter dat in de branche de leencapaciteit niet volledig benut wordt. Er zit dus meer eigen vermogen in de onderneming dan vanuit het financieringsoptimum mogelijk is. Deze veronderstelling zal per ondernemingsprofiel in de hypothese een plek moeten krijgen.

Ten aanzien van de vermogenskosten voor vreemd vermogen worden de typen kort benoemd. Een deel van de activa (voorraad, debiteuren en dergelijke) kan gefinancierd worden door leverancierskrediet en crediteuren en is daarmee “vermogenskosten vrij”. Dat geldt niet voor alle activa. Relevant zijn de vermogensbehoefte en de zekerheden, looptijd, reële rente, inflatieverwachting en de risicoperceptie van de vermogensverschaffers over de onderneming, branche en de ondernemer. Op basis van inschatting van Fakton en ligt de hypothese voor de vermogenskostenvoet van rentedragend vreemd vermogen tussen 4,0 % voor rekening courant krediet tot 6,5 % voor langer beschikbaar vermogen. Daarmee komt de gemiddelde vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen in de branche ingeval er optimaal gebruik wordt gemaakt van de eerder genoemde leencapaciteit op ca. 4,0 % a 5,5 %. De gemiddelde vermogenskostenvoet van het vreemd vermogen varieert tengevolge van de looptijd, samenstelling, zekerheden, leencapaciteit en het ondernemingsprofiel. Deze veronderstelling zal in de hypothese een plek moeten krijgen.

De mate van onzekerheid in de wet en regelgeving is thans dusdanig dat er geen status quo in de risicoperceptie en daarmee de vermogenskosten bestaat. Hierdoor is een beschouwing op consequenties vermogenskosten ten gevolge van mogelijke ontwikkelingen na ultimo 2009 wenselijk.



De uiteindelijke werkelijke financiering van de onderneming met vreemd vermogen vindt op individuele basis plaats, waarbij individuele zekerheden in de vorm van hypotheek, eigendomsoverdracht en dergelijke worden verlangd. De financier zal op basis van de zekerheden in de activa en het vertrouwen in de ondernemer de leencapaciteit van de onderneming bepalen. Naast de leencapaciteit uitgedrukt als %-tage van de activa in de onderneming zal de financier ook de solvabiliteit, loan to cost alsmede de debt service in ogenschouw nemen.

Overigens kan een individuele ondernemer er voor kiezen minder dan de leencapaciteit te benutten. Hiermee creëert hij minder “leverage” maar meer zekerheden. De onderneming functioneert bewust of onbewust als spaarpot voor de ondernemer.

### Vermogenskosten Eigen Vermogen

Een onderneming volledig met vreemd vermogen financieren is in deze branche niet mogelijk. Het risicoprofiel, de leencapaciteit en in sommige gevallen de omvang van goodwill staan dit in de weg. Transparantie in de kenmerken en samenstelling van het totale vermogen in de branche ten aanzien van dit onderdeel ontbreekt nog.

Relevant voor de vermogenskosten van eigen vermogen zijn de vermogensbehoefte, de zeggenschap, reële rente, inflatieverwachting en de risicoperceptie van de vermogensverschaffers over de onderneming, branche en de ondernemer.

### CAPM methode

Voor de inbreng van het eigen vermogen zou de aandeelhouder die vergoeding moeten verlangen die ook bij een alternatieve aanwending zou zijn verkregen (“opportunity costs”). Dus het rendement dat verkregen zou zijn indien het vermogen in een branche belegd zou zijn dat een vergelijkbaar risico en rendementprofiel heeft.

De rendementsverwachting of vermogenskosten kunnen volgens de CAPM methodiek worden bepaald aan de hand van het risicovrij rendement verhoogd met een risico-opslag. De risico-opslag wordt berekend aan de hand van het beursgemiddelde en de Bèta (mate en richting waarin het risico van de branche afwijkt van dat beursgemiddelde). Onafhankelijk betrouwbaar onderzoek aangaande de Nederlandse branche ontbreekt echter. Uit een quick scan van enkele beursgenoteerde “dental Laboratories” blijkt een Bèta die varieert van -0.06 tot 1.06 (gemiddeld 0.5). Het gemiddelde risico in deze branche ligt daarmee onder het gemiddelde risico van de markt. Wanneer met deze data een projectie voor de Nederlandse markt wordt gemaakt dan ligt de Rev (risicovrij + Beta x risicopremie) tussen de c.a. 4,1 % en de c.a. 8,7 % (gemiddeld c.a. 6,4 %).



Voorzichtigheid ten aanzien van deze methode en cijfers is geboden. De situatie van beursgenoteerde “dental Laboratories” is niet zonder meer vergelijkbaar met de orthodontisten in Nederland. Het betreft maar enkele waarnemingen. Ook is de gemiddelde ondernemingsgrootte in Nederland kleiner dan die in de gebruikte data. Verder dient men te realiseren dat de Bèta wordt bepaald aan de hand van transacties van minderheidspakketten en daarmee onderhevig aan het beurs sentiment zijn. Voor kleinere en niet beursgenoteerde onderneming is geen data voorhanden, dus die zijn in bovenstaande cijfers niet meegenomen.

Duidelijk zichtbaar is wel dat de rendementen hoger zijn dan vermogenskosten van vreemd vermogen tengevolge van het risico dat voor eigen vermogen hoger ligt.

### **Build up methode**

Een tweede methode die in de waarderingspraktijk wordt toegepast en rekening houdt met de specifieke situatie van de branche, onderneming en ondernemer is de opbouw methode (“build up”). Bij deze methode wordt de rendementseis voor eigen vermogen opgebouwd vanuit het risicovrije rendement op langlopende staatsleningen. Dit risicovrije rendement wordt gecorrigeerd voor generieke en specifieke risico’s. De meest invloedrijke correcties zijn de specifieke risico’s ten aanzien van de branche, de ondernemingomvang en de thans bestaande onzekerheden t.a.v. wet en regelgeving. Deze aspecten variëren overigens per ondernemingsprofiel. Fakton raamt de Rev op basis van deze methode voor de branche tussen de 6,8 % en maximaal 11,3 %.

De mate van onzekerheid in de wet en regelgeving is thans dusdanig dat er geen status quo in de risicoperceptie bestaat. Hierdoor is een beschouwing op consequenties vermogenskosten ten gevolge van mogelijke ontwikkelingen na ultimo 2009 wenselijk.

### **Lenen van eigen vermogen in privé**

Wanneer de ondernemer zijn uit privé vermogen in te brengen eigen vermogen wenst te financieren gelden hiervoor naast de in privé te stellen zekerheden (hypotheek, verpanding aandelen en dergelijke) vermogenskosten van meer dan 6,0 %.

Persoonlijke leningen vanaf € 25.000,- met een looptijd van 5 jaar worden momenteel aangeboden tegen een rente van 8,6 %.<sup>13</sup> Ingeval er geen zekerheden in de vorm van borg, vermogen of inkomen gegeven kunnen worden zal dit aandeel niet financierbaar zijn voor minder dan de Rev.

### **Samenvattende conclusie ten aanzien van Rev**

De Rev zal tenminste de Rvv voor lang vastgelegd vermogen moeten bedragen. Gezien het risicoprofiel zal de Rev zelfs hoger moeten zijn dan de rente op lang lopende financieringen.

---

<sup>13</sup> ING bank 30 december 2009



Door het verschillende risico per ondernemingsprofiel zal per ondernemingsprofiel de Rev verschillen. Deze veronderstelling zal in de hypothese een plek moeten krijgen.

### Samenvattende hypothese orthodontisten

Alle hiervoor behandelde aspecten die de vermogenskosten van een onderneming en de vermogenskosten van eigen vermogen bepalen zijn in een samenvattende hypothese weergegeven. In navolgende tabel is de volledige hypothese weergegeven.

Deze hypothese zal in de tweede fase van het onderzoek, het veldonderzoek, getoetst dienen te worden.

Tabel: Hypothese Orthodontisten

Jaar ondernemingsprofiel	Ultimo 2009 marktaandeel	"leencapaciteit" maximaal	Rev		Rvv		na 2009 marktaandeel	"leencapaciteit" maximaal	Rev	Rvv
			min	max	min	max				
Toetreders	< 5%	67%	6,8%	11,3%	4,0%	5,0%	↓	↓	↑	↑
Starters	10% - 20%	64%	6,8%	11,3%	3,9%	4,9%	↓	↓	↑	↑
Going Concern	20% - 80%	64%	6,8%	11,3%	3,7%	4,7%	↓	↓	↑	↑
toelichting tendens > 2009										
tendens stijgend           ↑										
tendens dalend             ↓										
tendens gelijkblijvend   -										

### Toelichting op Tabel: Hypothese Apothekers.

Het marktaandeel is uitgedrukt in aantal praktijken van het totaal aantal praktijken (dus geen omzet). De leencapaciteit is uitgedrukt als %-tage van het beleenbaar activa. De Rev betreft een schatting van de bandbreedte en is uitgedrukt als %-tage van het bedrijfseconomisch aanwezige eigen vermogen. De Rvv is de gemiddelde gewogen vermogenskostenvoet van het in de onderneming bij optimale financieringsstructuur aanwezige vreemd vermogen.

### Disclaimer

De cijfers in de hypothese zijn tot stand gekomen op basis van een theoretische benadering en deels door inschattingen. De cijfers en aannamen betreffen nog in de praktijk te toetsen hypothesen.