

# Waardestuwers in het mkb, een literatuuronderzoek





# Waardestuwers in het mkb, een literatuuronderzoek

(april 2013)



## Inhoudsopgave

1. Inleiding .....	3
1.1 Doel.....	3
1.2 Definitie mkb-organisaties .....	3
1.3 Wat is een waardestuwer? .....	3
2. Value Based Management .....	4
2.1 Value based scoreboard.....	4
2.2 Value based management voor de mkb.....	5
3. Key Performance Indicators.....	6
4. Insolventiemodellen.....	7
4.1 Altman.....	7
4.2 Bilderbeek .....	7
4.3 Taffler.....	8
4.4 Wetenschappelijk onderzoek insolventiemodellen .....	8
5. Waardestuwers in algemeen.....	11
5.1 Beursgenoteerde ondernemingen.....	11
5.2 Machinebouwbranche .....	14
5.3 Energie en milieu .....	14
5.4 E-commerce.....	15
5.5 Waardestuwers van kwalitatieve aard .....	15
6. Het mkb .....	17
6.1 NOvAA.....	17
6.2 Start-up ondernemingen .....	17
6.3 Relatie tussen de grootte en prestatie van ondernemingen.....	17
6.4 Waardestuwers mkb in productie-industrie.....	18
7. Conclusie.....	19
Bronnen .....	21



# 1. Inleiding

## 1.1 Doel

Het doel van dit literatuuronderzoek is te bepalen wat de belangrijkste waardebestuwers zijn voor de midden- en kleinbedrijven in Nederland. Er wordt gezocht naar een antwoord op de vraag 'Wat maakt het ene mkb-bedrijf meer waard dan het andere? In dit onderzoek (zoals weergegeven in de hoofdstukken 2 tot en met 6) wordt onderscheid gemaakt tussen financiële en niet-financiële (kwantitatieve versus kwalitatieve) value drivers. Er wordt voornamelijk gezocht naar de financiële instrumenten van waardebestuwers.

## 1.2 Definitie mkb-organisaties

Het "mkb" wordt voor dit NEMACC-onderzoek gedefinieerd als:

- geen scheiding tussen leiding en eigendom;
- minimaal 5 werknemers;
- maximaal 25 miljoen euro omzet;
- waarbij alle sectoren van bedrijvigheid worden betrokken en eventueel deelsectoren worden onderscheiden (handel, zakelijke dienstverlening, maak-industrie).

## 1.3 Wat is een waardebestuwer?

Een waardebestuwer (value driver) is een factor die in belangrijke mate de waarde van een onderneming bepaalt of beïnvloedt en zowel van financiële als van niet-financiële aard kan zijn.



Er is sprake van een hiërarchische structuur van oorzaak/gevolg-relaties: de "Return on Investment" (ROI) is het uiteindelijke gevolg, de operationele waardebestuwers zijn de achterliggende oorzaken.



Het in kaart brengen van de waardebestuwers betekent dat er stap voor stap wordt gekeken naar de achterliggende factoren. De financiële waardebestuwers - zoals omzet, kostprijs of werkkapitaal - kunnen "generiek" worden genoemd, omdat ze een algemeen karakter hebben en in principe bij elke onderneming worden gevonden. De operationele waardebestuwers kunnen "specifiek" worden genoemd, omdat activiteiten en processen per onderneming verschillen. Het identificeren van de operationele waardebestuwers vereist dus per organisatie een specifieke analyse.

## 2. Value Based Management

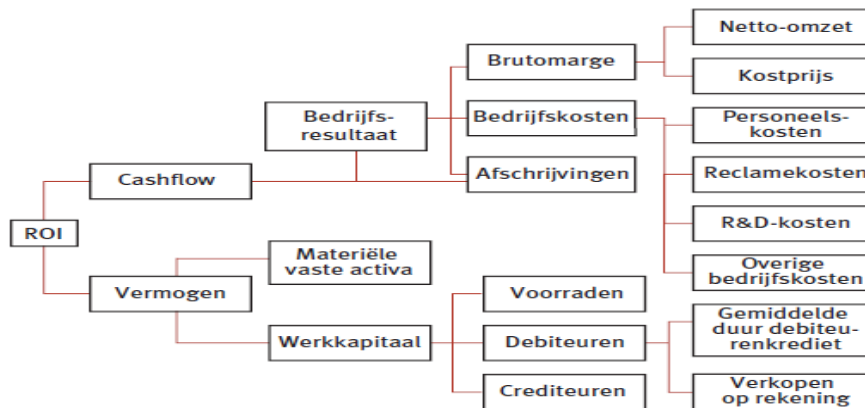
In dit hoofdstuk wordt de nieuwe management methode Value-based Management besproken. “Value-Based Management (VBM) is een managementbenadering gericht op het creëren van economische waarde door te investeren in projecten die de vermogenskosten overtreffen en deze te beheersen door middel van het sturen op waardestuwers.” (Claes, 2013)

### 2.1 Value based scoreboard

De focus ligt op value drivers en activiteiten waarover medewerkers eigen verantwoordelijkheid dragen. Het blijkt dat VBM heeft geleid tot een effectiever en efficiënter gebruik van kapitaal, een actievere beheersing van activiteiten, product- en klantportfolio's. (Claes, 2013)

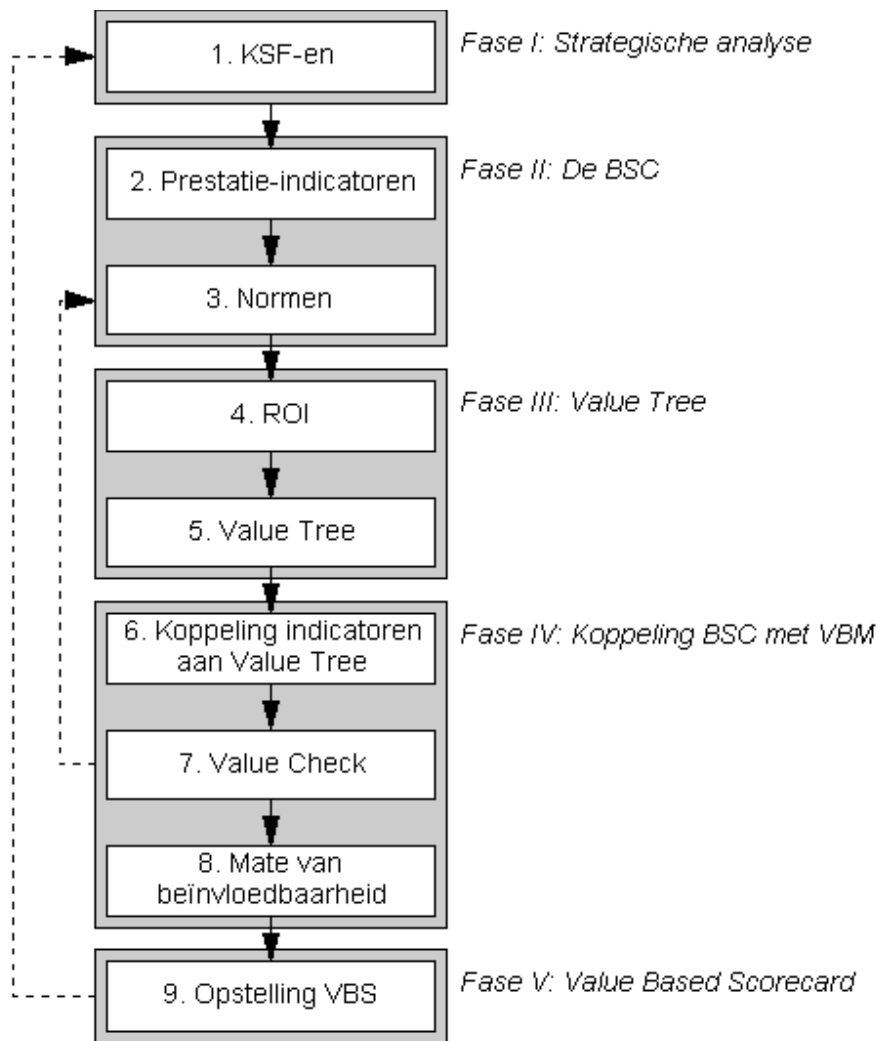
Value Based Management gaat ook vaak samen met een value based scorecard. Hier wordt op aangegeven welke factoren invloed hebben op de waarde. Om de waardestuwers binnen een organisatie te identificeren, kan gebruik worden gemaakt van een waardeboom (“value tree”), zie onderstaand figuur. (Jager & Koster, 2005) Deze waardeboom laat zien welke financiële en niet-financiële variabelen invloed hebben op de waardecreatie. In dit voorbeeld wordt Return on Investment gezien als beste proxy voor waardecreatie en welke variabelen hier op invloed hebben. Zo hebben de brutomarge, de bedrijfskosten en afschrijvingen invloed op het bedrijfsresultaat. Deze variabelen bestaan op hun beurt weer uit andere variabelen.

Voorbeeld van een waardeboom



Om de organisatie in de praktijk waardegeoriënteerd te besturen, is een instrument nodig. Een waardemaatstaf leidt immers niet automatisch tot betere beslissingen en waarde-creërende activiteiten. De prestaties van de organisatie moeten worden gemeten, zodat kan worden gestuurd op waarde-creërende prestaties. Dit kan worden verkregen door de Balanced Scorecard te koppelen aan Value Based Management, zodat de Value Based Scorecard (VBS) ontstaat. Om een VBS te ontwikkelen dienen de volgende negen stappen te worden genomen.





## 2.2 Value based management voor de mkb

Krol (2007) heeft de rol van VBM onderzocht voor Duitse mkb ondernemingen. Er wordt geconcludeerd dat het hanteren van VBM de rating van het bedrijf kan verbeteren en dit kan weer leiden tot een hogere ondernemingswaarde. Tevens is het makkelijker voor ondernemingen om leningen aan te sluiten bij banken met een hogere rating. Voornamelijk de meetinstrumenten voor het verhogen van eigen vermogen en de kasstromen zullen een positief effect hebben voor het bedrijf. In het tweede gedeelte van het onderzoek komt naar voren dat echter niet veel Duitse mkb-bedrijven een VBM hanteren, dit komt voornamelijk doordat VBM in praktijk moeilijker toe te passen is bij kleine ondernemingen.

### 3. Key Performance Indicators

Key performance indicators (KPI's) vormen een onderdeel van performance measurement modellen. Kpi's zijn samenstellingen van meetmethodes die worden gebruikt om de prestaties van een onderneming te beoordelen. De key performance indicators zijn te verdelen in kwalitatieve en kwantitatieve factoren. Waardestuwers of "value drivers" zijn ook nauw verbonden met key performance indicators en komen soms overeen, bijvoorbeeld "omzet" is zowel een value driver als KPI.

In het onderzoek van Van der Linden (2012) zijn enkele key performance indicators gekoppeld aan een drietal insolventiemodellen. Voor een uitgebreide beschrijving van dit onderzoek wordt verwezen naar paragraaf 4.4. Hierbij is er geen onderscheid gemaakt tussen beursgenoteerde en mkb-ondernemingen. De kpi's van het Construction Best Practices Program zijn de meest gebruikte set, waarvan ook een groot aantal andere sets direct of indirect zijn afgeleid. In 2000 is een nadere uitwerking van de oorspronkelijke set opgenomen in het "KPI Report for the Minister of Construction" (Raynsford). Van der Linden gebruikt de financiële kpi's van Raynsford voor de bouwsector die zijn weergegeven in onderstaande tabel. Voor het onderzoek is er voor gekozen enkel de kpi's te gebruiken welk direct te verkrijgen zijn uit de jaarrekening.

KPI	Indicator
Winstgevendheid	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ totale netto omzet
Productiviteit (Toegevoegde waarde per FTE)	(Totale omzet – kostprijs)/ aantal FTE's
Rendement op het vermogen	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ (eigen vermogen + bankschulden)
Rendement van de toegevoegde waarde	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ bruto-omzetresultaat
Interestdekking	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ betaalde interestlasten
Ratio van de toegevoegde waarde	Bruto-omzetresultaat/ netto-omzet

Een aantal KPI's zijn belangrijk voor de waarde van een onderneming: groei van het marktaandeel, cijfers van voornaamste cliënten, klanttevredenheid en diverse financiële KPI's zoals de quick ratio, current ratio, debt ratio en rentabiliteit van totaal vermogen.

Naast de KPI's zijn er de ESG-factoren: Environmental, Social and Governance. Hierbij kan gedacht worden aan emissie-management en antivervuilingsmaatregelen, CO2 reducerende maatregelen, veiligheid van personeel, kwaliteit, rapporteren en vrijgeven van dergelijke informatie (esgmanagers.com, 2013).

## 4. Insolventiemodellen

Het begrip waardeestruwter omvat variabelen binnen het bedrijfsproces die invloed hebben op het proces van waardecreatie. Insolventie daarentegen heeft te maken met financiële factoren die een mogelijk faillissement van de onderneming kunnen voorspellen. Een onderneming is insolvent op het moment dat het haar verplichtingen (op lange termijn) niet kan voldoen. Er bestaan verschillende modellen voor het bepalen van de insolventie van ondernemingen. De modellen kijken of een onderneming op basis van het model meer gelijkenis vertoont met de karakteristieken van een failliete of een niet-failliete onderneming. Hieronder worden drie modellen besproken.

### 4.1 Altman

Op basis van het onderzoek van Beaver (1966), heeft Altman een model opgesteld dat tracht de waarde van ratio's te voorspellen. Het model is ontwikkeld op basis van gegevens van *private* ondernemingen en bepaalt de afhankelijke variabele z-score als een functie van vijf onafhankelijke variabelen.

$$Z = 0,7 \text{ NW} + 0,8 \text{ IW} + 3,1 \text{ BR} + 0,4 \text{ E/V} + 1,0 \text{ OM} \text{ (bij meting met boekwaarden)}$$

$$Z = 1,2 \text{ NW} + 1,4 \text{ IW} + 3,3 \text{ BR} + 0,6 \text{ E/V} + 1,0 \text{ OM} \text{ (bij meting met marktwaarden)}$$

NW = netto werkkapitaal/totaal vermogen: liquiditeitsratio

IW = cumulatieve ingehouden winst/totaal vermogen: levensduur ratio

BR = bedrijfsresultaat/totaal vermogen: rentabiliteitsratio

E/V = eigen vermogen/vreemd vermogen: solvabiliteitsratio

OM = omzet/balanstotaal: efficiency ratio

Aan de hand van de Z-score kan de onderneming worden ingedeeld in het onderstaand overzicht:

#### Indeling Z-scores model Altman

Z-score bij meting met		Waarschijnlijkheid liquiditeitsproblemen	De onderneming is daarmee aan te merken als
Boekwaarde	Marktwaarde		
< 1,20	< 1,88	Zeer hoog	Insolvabel
1,20 - 2,90	1,88 - 2,99	Onzeker	Onzeker
> 2,90	> 2,99	Niet waarschijnlijk	Solvabel

De uitkomst (Z-score) kan een indicatie geven van de waarschijnlijkheid van liquiditeitsproblemen op korte termijn. Het model van Altman is tegenwoordig nog steeds het meest gebruikte model voor het bepalen van mogelijke discontinuïteit. Uit dit model valt af te leiden dat de rentabiliteitsratio gevolgd door de levensduurratio grote invloed hebben op de z-score.

### 4.2 Bilderbeek

Hete model van de Nederlandse Bilderbeek is ontwikkeld in 1977. De steekproef bestond uit een totaal van 85 ondernemingen die failliet zijn gegaan en die niet failliet zijn gegaan in de periode tussen 1950 en 1974. De waarnemingen die zijn meegenomen beslaan vijf jaren voorafgaand aan faillissement en niet, zoals vaak, slechts één jaar.

Een zwaktepunt van dit model is dat het ontwikkeld is op basis van gegevens van Nederlandse industriële ondernemingen, het model is dan ook minder goed toepasbaar voor andere sectoren. Dit model is, in tegenstelling tot het Altman-model, niet ontwikkeld voor private ondernemingen. Echter, het model heeft een hoge voorspelbaarheid voor faillissement (nauwkeurigheid van 70-80% voor meerdere jaren voorgaand aan faillissement). De cashflow ratio's zijn niet opgenomen om zodoende meer stabiliteit in het model te creëren.

Het model van Bilderbeek ziet er als volgt uit :

$$\text{Gezond: CI} = -0,60 K1 + 21,76 K8 + 0,21 K11 + 10,25 K15 + 23,78 K19 - 7,04$$

$$\text{Insolvent: Cf} = -0,24 K1 + 32,55 K8 + 0,62 K11 + 6,53 K15 + 11,87 K19 - 6,03$$

K1 = nettowinst/eigen vermogen: rentabiliteitsratio

K8 = crediteuren/omzet: betaalcapaciteit indicatie

K11 = omzet/totale vermogen: betaalcapaciteit indicatie

K15 = toegevoegde waarde/totale vermogen: rentabiliteitsratio

K19 = winstreserve/totale vermogen: betaalcapaciteit

De gegevens van de te onderzoeken onderneming worden in beide formules ingevoerd waarbij de V-waarde het verschil voorstelt in de waarde CI en Cf. Zijn de V-waarden voor periode t-4 tot en met t positief, dan wordt de onderneming als goedlopend gekwalificeerd. Een slechtlopende onderneming zal voor dezelfde periode negatieve waarden vertonen.

#### 4.3 Taffler

Het model van Taffler is in 1977 ontwikkeld om in eerste instantie beursgenoteerde bedrijven in productie en bouw te analyseren. De steekproef bestond uit meer dan 80 beursgenoteerde industriële ondernemingen die tussen 1968 en 1976 failliet zijn gegaan en daarnaast 46 solvante ondernemingen.

$$Z = 3,20 + 12,18 X1 + 2,50 X2 - 10,68 X3 + 0,0289 X4$$

X1 = resultaat voor belasting / kortlopende schulden

X2 = vlottende activa / totale schulden

X3 = kortlopende activa / totale activa

X4 = geen krediet interval\*

\* Geen krediet interval = (quick assets – kortlopende schulden) / (dagelijkse bedrijfskosten)

Quick assets= (vlottende activa – voorraden) / kortlopende schulden

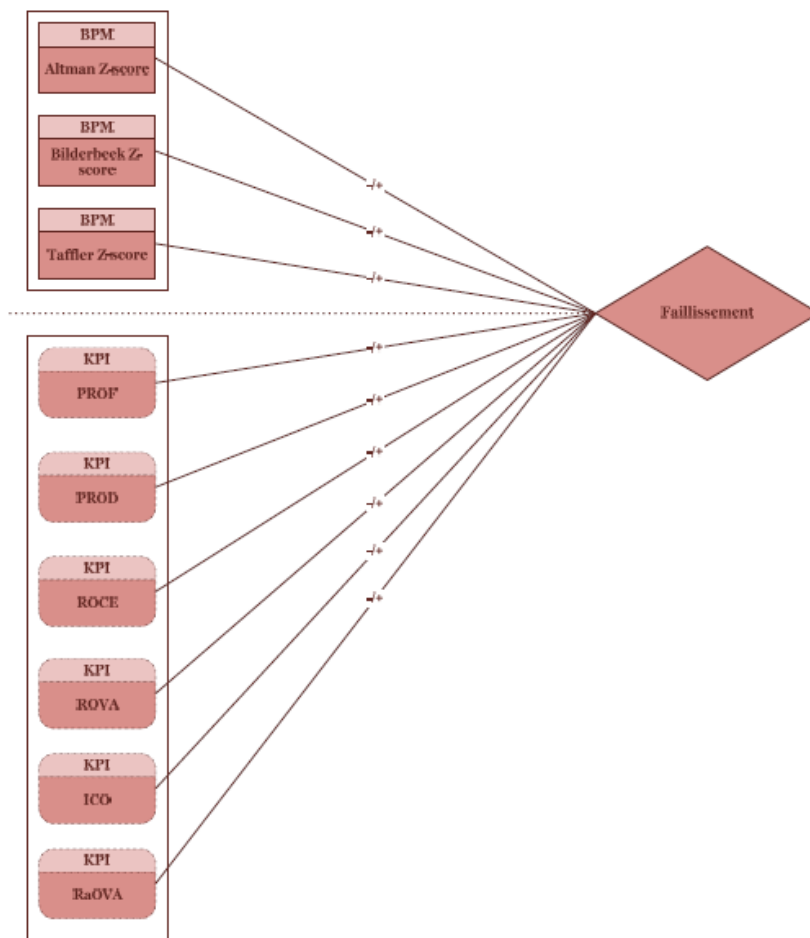
Dagelijkse bedrijfskosten= (netto omzet – resultaat voor belastingen – afschrijvingskosten) / 365

Een positieve z-score is een indicator om te beoordelen of een solvabele onderneming is, oftewel of onwaarschijnlijk is dat de onderneming binnen een jaar failliet gaat. Indien de formule een negatieve uitkomst laat zien, dan valt de beoordeelde onderneming in de risicocategorie en heeft de onderneming een financieel profiel wat lijkt op het profiel van ondernemingen die failliet zijn gegaan. Afhankelijk van hoe negatief de score is, is de kans op financiële problemen groot.

#### 4.4 Wetenschappelijk onderzoek insolventiemodellen

Door van der Linden (2012) is onderzoek gedaan naar het voorspellen van de faillissementen in de bouwsector op basis van z-scoremodellen van Taffler, Bilderbeek en Altman. De selectie van de z-score modellen van Taffler, Bilderbeek en Altman zijn gebaseerd op voorspellend vermogen (betrouwbaarheid), voorspellend vermogen in de tijd, focus ten aanzien van de branche en afleidbaarheid uit informatie in de jaarrekening. Het Taffler-model is speciaal ontwikkeld voor beursgenoteerde industriële ondernemingen. De dataset bestaat uit 100 ondernemingen in de sector bouwnijverheid in de periode 2010-2012. Hierbij is er geen onderscheid gemaakt tussen beursgenoteerde en mkb-ondernemingen.

Ook wordt in dit onderzoek getracht de z-scores te koppelen aan kpi's. Er wordt onderzocht of de combinatie van branchespecifieke kpi's en insolventiemodellen leidt tot hogere voorspelbaarheid van faillissement. De onafhankelijke variabelen bestaan uit de factoren van de z-score modellen en de Raynsford key performance indicators. Het conceptueel model is weergegeven in de navolgende figuur.



KPI	Indicator
<b>PROF → Winstgevendheid</b>	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ totale netto omzet
<b>PROD → Productiviteit (Toegevoegde waarde per FTE)</b>	(Totale omzet – kostprijs)/ aantal FTE's
<b>ROCE → Rendement op het vermogen</b>	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ (eigen vermogen + bankschulden)
<b>ROVA → Rendement van de toegevoegde waarde</b>	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ bruto-omzetresultaat
<b>ICO → Interestdekking</b>	Nettoresultaat voor interest en belastingen/ betaalde interestlasten
<b>RaOVA → Ratio van de toegevoegde waarde</b>	Bruto-omzetresultaat/ netto-omzet

Er is geconcludeerd dat de drie z-scoremodellen samen geen significant verband weergeven. Het model van Bilderbeek geeft de hoogste voorspelbaarheid van faillissement voor de bouwsector. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat de onderzoekspopulatie, namelijk de bouwsector, overeenkomt met de populatie (Nederlandse industriële ondernemingen) waarop het Bilderbeekmodel is gevormd. De toegevoegde waarde en de netto-omzet worden gezien als de bepalende variabelen

voor de z-score in de bouwsector. Verder is naar voren gekomen dat de toevoeging van een set van kpi's aan de z-scoremodellen niet leidt tot hogere voorspelbaarheid van een faillissement. Daarentegen is er wel een verband tussen de ratio van de toegevoegde waarde en faillissement. De ratio van de toegevoegde waarde is in dit geval de bruto-omzetresultaat gemeten als percentage van de netto-omzet. Dit is opmerkelijk te noemen vanwege het feit dat de ratio volledig is opgebouwd uit gegevens uit de winst- en-verliesrekening. Bij de z-scores is er juist een combinatie van gegevens uit de winst-en-verliesrekening en de balans. Daarnaast laat deze uitkomst zien dat voor een bouwonderneming de toegevoegde waarde en de netto-omzet zeer belangrijke indicatoren kunnen zijn bij de beoordeling van de financiële positie. (van der Linden, 2012)

## 5. Waardestuwars in algemeen

In dit hoofdstuk wordt de literatuur besproken met betrekking tot waardestuwars in algemeen. Het gaat hierbij om onderzoeken voor de *beursgenoteerde* ondernemingen.

### 5.1 Beursgenoteerde ondernemingen

Als algemene waardestuwars worden aangegeven de omzetgroei, winstgevendheid, belastingdruk en kosten van kapitaal. (mkb-bedrijfsopvolging.nl, 2013)

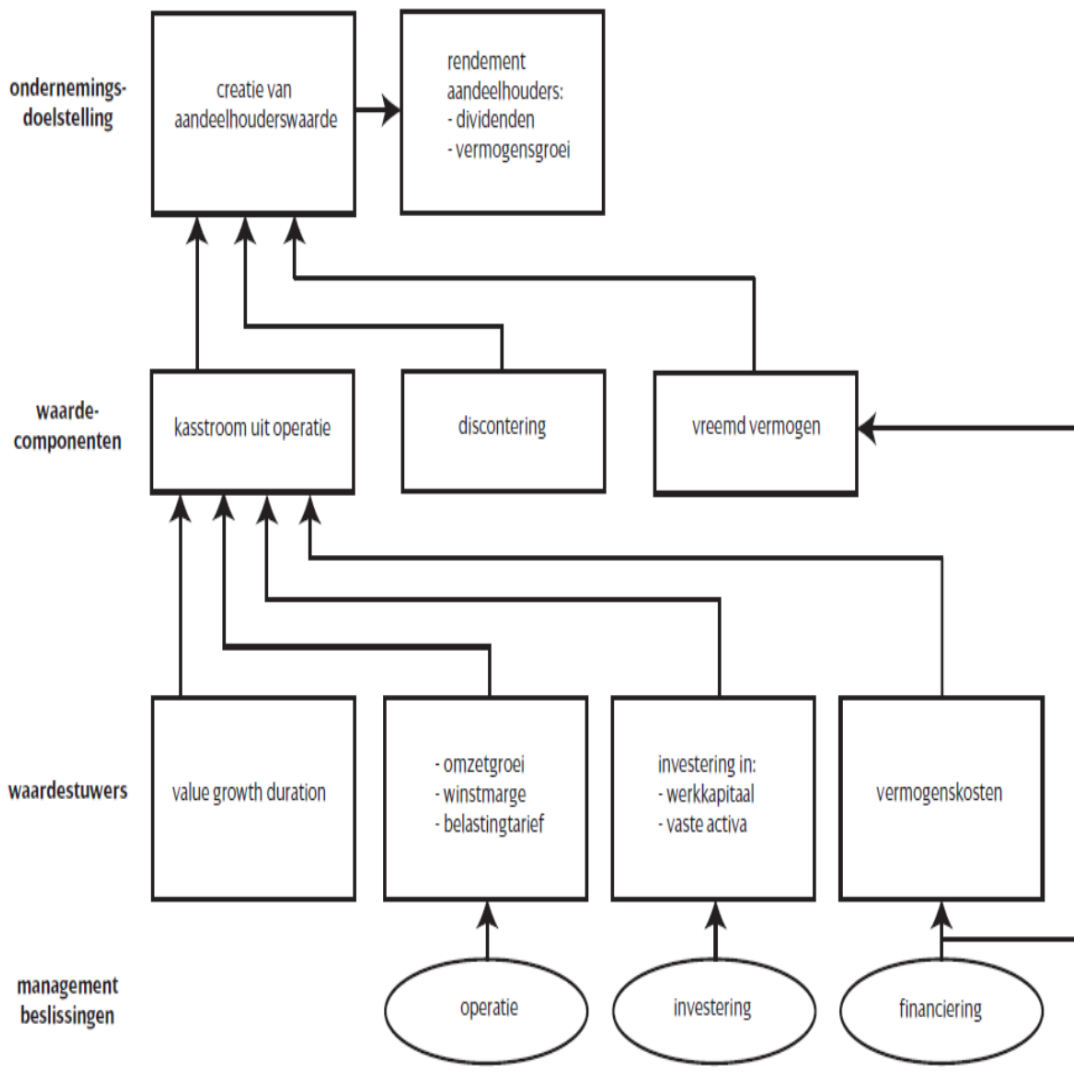
Het aantal waardestuwars is echter niet limitatief. Andere waardestuwende factoren zijn: sector, omzet, klantenportefeuille, cultuur, outperformance, persoonsgebondenheid, synergie, werkkapitaal, investeringen en toeleveranciers. (crombok.nl, 2013)

Het creëren van aandeelhouderswaarde vat Rappaport (1998) samen in onderstaande figuur. Rappaport onderkent de volgende zeven value drivers die bepalend zijn voor de creatie van aandeelhouderswaarde:

1. Value growth duration (planning period)
2. Sales growth
3. Operating profit margin
4. Income tax rate (cash taxes)
5. Working capital investment
6. Fixed capital investment
7. Cost of capital

Deze value drivers zijn echter nogal algemeen financieel van aard en kunnen eigenlijk slechts worden gebruikt om de gerealiseerde of voorspelde aandeelhouderswaarde in een bepaalde periode te berekenen. Pas nadat deze value drivers worden vertaald in operationele value drivers (denk bijvoorbeeld aan debiteurentermijn, capaciteitsbenutting, crediteurentermijn, kostprijzen, voorraden, etc.) kunnen deze value drivers worden gebruikt om de onderneming te sturen op waarde.

Figuur 1: Shareholder value netwerk (Bron: Rappaport, 1986, p. 54)



Hall (2002) beschrijft dat de belangrijkste value drivers niet altijd hetzelfde zijn maar per periode kunnen verschillen. Tevens zijn de meeste value drivers “interrelated” zodat ze niet individueel analyseerbaar zijn. “Economic Value Added” (EVA) correleert volgens Hall het meest met aandeelhouderswaarde. De winstgevendheidsmaatstaven verklaarden EVA het best. Balansposten verklaarden niet veel. Geconcludeerd kan worden dat winstgevendheidgerelateerde items het belangrijkste zijn in het waardecreatieproces. Bij gevestigde bedrijven wordt winstgevendheid minder belangrijk en zien we dat een effectief gefinancierde balans, efficiënte vaste activa en werkkapitaal belangrijk zijn.

De value drivers worden door Hall verdeeld in drie categorieën: generic, business unit and operating value drivers. Onder generic vallen bijvoorbeeld return on invested capital en operating margin. Onder business unit vallen bijvoorbeeld customer mix en cost allocations. En onder operating level vallen bijvoorbeeld percentage of capacity utilized en cost per delivery.

#### Waardecreatie door bedrijven

Een ander onderzoek is gedaan door The Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation (CBI) naar waardecreatie door bedrijven. Zij hebben negen niet-financiële waardestuwers van immateriële activa geanalyseerd, zijnde: innovation, quality, customer relations, management capabilities, alliances, technology, brand value, employee relations en environmental and community



issues. Het onderzoek is uitgevoerd op S&P500 bedrijven in de “durable and non-durable manufacturing sectors”.

De resultaten laten zien dat “innovation” de meeste invloed heeft op de marktwaarde. Innovation is gemeten op basis van de kosten voor onderzoek en ontwikkeling (R &D), hoeveelheid patenten en het belang van deze patenten. Na innovation zijn management capabilities en employee relations de belangrijkste waardestuwende factoren. Dit sluit aan met de veel voorkomende gedachte bij bedrijven dat “people are our most important assets”. Ook quality en alliances zijn belangrijke waardestuwende factoren. De negen variabelen zijn ook bij elkaar gevoegd en vergeleken met de marktwaarde en er blijkt een correlatie van 0.70 van deze negen variabelen met de marktwaarde van bedrijven (70%). Verassend was dat voor technology en customer satisfaction geen statistische relatie is gevonden. Wel geven ze aan dat dit zo zou kunnen zijn omdat bijvoorbeeld customer satisfaction al in innovation en quality zit verwerkt of dat er op een gegeven moment een evenwicht is behaald waardoor meer investeren in customer satisfaction niet leidt tot meer omzet.

Dit onderzoek is ook uitgevoerd op e-commerce bedrijven. De geanalyseerde variabelen zijn hier: innovation, brand investment, strategic alliances, number of users, minutes per page, change in usage, market share. De resultaten lieten zien dat hier strategic alliances het meest invloed hebben op de marktwaarde van de bedrijven. Hierna kwamen innovation en the number of users or ‘eyes’ . De 7 variabelen samen verklaren 80% van de marktwaarde van de bedrijven en zijn dus zeer belangrijke waardestuwende factoren. (Low, 2000)

In het artikel van Van Rinsum, Den Dekker en Van Iersel (2006) wordt aangegeven dat creatie van aandeelhouderswaarde over het algemeen de doelstelling is van ondernemingen. De belangrijkste waardestuwende factoren die zij aangeven zijn: value growth duration, omzetgroei, winstmarge, belastingtarief, investeringen in: werkkapitaal, vaste activa en vermogenskosten. Dit onderzoek is gebaseerd op beursgenoteerde ondernemingen

#### *Rangschikking waardestuwende factoren*

Een ander onderzoek is gedaan naar het meten en rangschikken van waardestuwende factoren. In dit onderzoek analyseren ze de invloed van bepaalde waardestuwende factoren op de free cashflow van een organisatie en kijken ze hoe dit varieert per industrie. Bij het uitvoeren van dit onderzoek is gekozen voor een panel-data-analyse om het effect van de waardestuwende factoren op de free cash flow te onderzoeken. De volgende waardestuwende factoren zijn gebruikt: net sales, operating cost, interest expense on long term debt, income taxes, fixed cost of investment, replacement cost of investment en working capital investment. Het onderzoek is uitgevoerd op 22 Nederlandse bedrijven (naamloze vennootschappen), die als volgt kunnen worden onderverdeeld:

**Table 1: Samples by Industry**

Industry	Number of Companies
Chemicals	3
Constructions	3
Electronics	2
Food	4
Machinery & Equip.	5
Printing and Publishing	2
Others	3
<b>Total</b>	<b>22</b>

De resultaten geven aan dat het effect van income tax aanzienlijk is, hoewel dit dus buiten het bereik van managementcontrole is. Investment cost hebben relatief weinig effect. Daarnaast heeft net sales in het algemeen een lage plaats in de rangorde (tussen de 3<sup>e</sup> en 6<sup>e</sup> plaats). Marktkapitalisatie, als exogene variabele, heeft een sterk positief effect op de free cash flow.

Per sector zijn er geen significante verschillen gevonden. In het algemeen zijn income tax, interest uitgaven, operating cost en net sales belangrijke waardestuwende factoren. Daarom wordt er in dit onderzoek aangegeven dat om de free cashflow een boost te geven, het verhogen van net sales niet de enige oplossing is. Hier wordt namelijk aangegeven dat het effect van operating cost en interest veel aanzienlijker is dan net sales. (Akalu, 2002)

## 5.2 Machinebouwbranche

Er is onderzoek gedaan naar de factoren die de waarde stuwen in de machinebouwbranche. De waardestuwers zijn afgeleid van vijf 'value drivers' die Rappaport onderscheidt: 1. omzetgroei, 2. operationele winstmarge, 3. investeringen in werkkapitaal, 4. investeringen in vaste activa en 5. vermogenskosten. Acht geoperationaliseerde variabelen bleken de waarde schepping significant te beïnvloeden. Wegens onderlinge correlaties worden er vijf behandeld, alsmede één opvallende niet significante variabele. De factoren die zijn geanalyseerd: omzet, winstmarge, personeelskosten, werkkapitaal, vaste activa en solvabiliteit. Als maatstaf is gekozen voor de Cashflow Return On Investment (CFROI).

Een zeventigtal beursgenoteerde ondernemingen in de machinebouwbranche zijn onderzocht in Europese landen uit 1999 en 2000. Uit dit onderzoek blijkt dat een hoge winstmarge belangrijker is dan een hoge omzet. Arbeidsintensieve ondernemingen presteren niet slechter dan kapitaalintensieve ondernemingen. Hevige productieautomatisering leidt niet automatisch tot betere prestaties. Dit onderzoek toont niet aan dat efficiënter gebruik van werkkapitaal significant bijdraagt aan waardecreatie. Ondernemingen met relatief weinig vaste activa presteren beter dan de anderen. Tevens blijkt relatief veel eigen vermogen tot een hogere CFROI te leiden. Als laatste wordt aangegeven dat flexibel in kunnen spelen op veranderende marktomstandigheden ("hanteren van hefbomen") een belangrijke waardestuwende factor is. (Van den Berg et al.)

De waardestuwers of 'value drivers' verschillen per sector en bedrijf. In een ICT-bedrijf is bijvoorbeeld innovatie en technische ontwikkeling een belangrijke value driver terwijl dit wellicht een minder belangrijke waardestuwende factor is in een bakkerij.

## 5.3 Energie en milieu

Door Bose (2004) is onderzoek gedaan naar de onderliggende waardestuwers van intellectuele activa in de biotech-, informatietechnologie-, en energie- en milieu-industrie (E&E in de tabel). In totaal waren er 35 observaties voor alle value drivers bij elkaar. Het is niet duidelijk of dit onderzoek alleen voor de beursgenoteerde ondernemingen is.

De hoogst gewaardeerde waardestuwende factor is winstgevendheid van de intellectuele activa. Day (1999) geeft aan dat winstgevendheid altijd een van de belangrijkste doelstellingen is van een bedrijf en tevens het resultaat voor gedane investeringen. De volgende waardestuwende factor is uniekheid van innovatie. Hiermee wordt de creativiteit van een bedrijf bedoeld, de creativiteit van het creëren van unieke intellectuele activa.

Value-driver	Biotech	Infotech	E&E	Total	Ranking
Profitability	16	7	12	35	1
Uniqueness of innovation	11	9	14	34	2
Reputation of research team and firm	6	11	8	25	3
Growth prospects	16	4	4	24	4
Quality of management	11	8	4	23	5
Economic factors	6	7	2	15	6
Risks	6	6	2	14	7

Hierna volgen de reputatie van het onderzoeksteam en het bedrijf, groeivoorzicht en managementkwaliteit. Er wordt aangegeven dat een toevoeging aan het intellectuele kapitaal leidt tot een hogere marktwaarde. Als minst geobserveerd worden de economische risicofactoren genoemd.

Daarnaast zijn er voor specifieke doeleinden zoals customer relationship management en human capital onderzoeken gedaan naar de value drivers. Bij deze onderzoeken worden echter heel specifieke value drivers beschreven, zoals bijvoorbeeld employee characteristics en bijvoorbeeld creativiteit en intelligentie, die belangrijk zijn voor servicegerichte bedrijven. Ook een onderzoek door

Bjornson & Taylor (2002) naar value drivers in de homebuilding supply chain geeft zeer diverse value drivers aan (dit is dan specifiek voor de e-chain):

*Table 1: Classification of E-chain Value Drivers*

<b>Classification</b>	<b>Value Driver for Extended Supply Chain</b>	<b>Impact</b>
<b>Transaction</b> (17% of Supply Chain Costs)	World Wide Web Interface to Information Hub (not discussed in this paper)	Minimal
<b>Non-coordination</b> (33% of Supply Chain Costs)	Reducing Demand Distortion Improving Demand Signal Capture Pooling Demand	Significant
<b>Core</b> (50% of Supply Chain Costs)	Removing Trade Contractor Link Kitting and Just-In-Time Delivery of Materials Forward Positioning of "Spare and Repair" Inventory	Significant

#### 5.4 E-commerce

Een ander onderzoek naar waardecreatie bij e-commerce bedrijven is gedaan door middel van een enquête van 30 Europese e-commerce bedrijven. (Amit et al, 2000) Hiermee zijn twee strategieën gevonden waarmee waarde wordt gecreëerd. Deze strategieën zijn de efficiëntie die e-commerce met zich mee brengt en de hoeveelheid stickyness (hoe goed een site is in het aantrekken en behouden van consumenten) die er wordt gecreëerd. Waarde creëren via verhoogde transactie-efficiëntie kan door:

- verbetering van de supply chain door het verlagen van leverancierskosten en verticale integratie;
- het aanbieden van verschillende goederen en diensten;
- gemak en tijdsparing voor de klant;
- verlagen van asymmetrische informatie klant en aanbieder.

Het creëren van stickyness kan op de volgende manieren:

- klant belonen voor zijn loyaliteit;
- bied persoonlijke diensten/goederen aan;
- opbouwen van virtual communities;
- creëer vertrouwen van de klant bij transacties.

#### 5.5 Waardestuwers van kwalitatieve aard

Volgens Martens zijn er drie waardestuwers die een rol spelen bij de bedrijfsovername namelijk het type koper, het toekomstperspectief van het bedrijf en de ondernemersafhankelijkheid van de organisatie (jeroen-martens.blogspot.com, 2011).

Voor het type koper geeft hij aan dat strategische kopers een relatief hoge waarde aan het bedrijf geven omdat het bedrijf strategische voordelen kan opleveren, bijvoorbeeld synergievoordelen en een verbeterde concurrentiepositie. Aan de andere kant, een financiële partij zal een relatief lage waarde aan het bedrijf toekennen omdat zij deze strategische voordelen niet kennen en vooral het bedrijf voor een zo laag mogelijke waarde willen overnemen.

Daarnaast is het toekomstperspectief erg belangrijk; de meest interessante bedrijven om over te nemen zijn die met een redelijk marktaandeel en veel groeimogelijkheden.

Als laatste waardestuwer wordt de ondernemersafhankelijkheid genoemd. Dit gaat over de vraag hoe afhankelijk het bedrijf is van de ondernemer. Omzetsdaling na bedrijfsovername kan voorkomen worden door het bedrijf minder afhankelijk van de ondernemer te maken door bijvoorbeeld procedures vast te leggen of enkele verantwoordelijkheden te delegeren.

Er zijn een aantal belangrijke vragen die beantwoord moeten worden om tot de juiste bedrijfswaarde te komen, namelijk:

- Beschikt het bedrijf over meerdere vaste klanten?
- Zijn de belangrijkste gegevens van klanten bekend en vastgelegd?
- Is de omzet goed gespreid over het aantal klanten?

- Is de bedrijfsnaam of het merk bekend?
- Is de eigenaar/verkoper misbaar/onmisbaar?
- Heeft het bedrijf zich gedurende langere tijd bewezen?
- Zijn er alternatieven te vinden voor producten/diensten?
- Wordt de markt op systematische wijze bewerkt?
- Is het bedrijf in staat zich aan te passen aan veranderingen in de markt?
- Is het verloop van medewerkers laag?
- Is de kennis van inkoop, productie en verkoop gespreid over meerdere mensen?
- Zijn in de nabije toekomst belangrijke investeringen noodzakelijk?

De belangrijkste waardebestuwers zijn de klantenkring, de binding die het bedrijf heeft met deze klanten en de optimalisatie van de waardeketen binnen het bedrijf. (jan.ac, 2013)

## 6. Het mkb

In dit hoofdstuk wordt literatuur met betrekking tot het mkb besproken.

### 6.1 NOvAA

De Nederlandse Orde van Accountants-Administratieconsulenten (NOvAA) stelt in een gepubliceerde congresbundel (1993) 'Waardering van de mkb onderneming' dat waarde in absolute zin niet bestaat, de waarde wordt door mensen vastgesteld. De waarde wordt bepaald door een combinatie van doelstellingen, kennis, kunde en omstandigheden van de ondernemingen op het moment van waardering. Doordat kleine ondernemingen niet te maken hebben met aandeelhouders, is het voor deze partij niet relevant om het bedrijf te waarderen. Verder worden in deze congresbundel de stappen van waardebeoordeling kort toegelicht, er wordt echter niet ingegaan op de waardebestuwers van het midden- en kleinbedrijf.

### 6.2 Start-up ondernemingen

In het onderzoek van Miloud et al. (2012) worden diverse factoren geanalyseerd die de waarde beïnvloeden van net begonnen of startende bedrijven in Frankrijk. Met start-up bedrijven worden drie fases van het bedrijf bedoeld: seed stage, start-up stage en first stage zoals beschreven in het onderzoek van Ruhaka and Young (1987). De waardering wordt gemeten door het totaal aan "pre-money valuation", wat gelijk staat aan het gewaardeerde bedrag minus het geld geïnvesteerd in financiering. De variabelen zijn: sectordifferentiatie, groei van sector, ervaring oprichter, managementervaring, start-up ervaring, solo/team oprichting, management team compleetheid alsmede omvang netwerk. Deze variabelen zijn als volgt gemeten:

- sectordifferentiatie: sector advertentie uitgaven/ totale omzet sector;
- groei van sector: omzet sector in jaren T/ omzet sector in T – 1;
- ervaring oprichter: aantal gewerkte jaren medewerker in zelfde sector;
- managementervaring oprichter: aantal jaren dat oprichter in een management positie heeft gewerkt;
- start-up ervaring oprichter: dummy variabele: 1=ja, 0=nee;
- solo/team oprichting: dummy variabele: 1=team, 0=anders;
- compleetheid management team: dummy variabele: 1=alles aangevinkt, 2=anders;
- omvang netwerk: het aantal alliance partners.

De resultaten laten zien dat sectordifferentiatie en groei van de sector positief gecorreleerd zijn aan de waardering. Kijkend naar de ondernemer lieten de resultaten ook zien dat relevante sectorervaring, managementervaring en start-up-ervaring een positieve invloed hebben op de waardering van het bedrijf. Het bedrijf wordt ook hoger gewaardeerd als een onderneming een volledig managementteam heeft (compleetheid managementteam) of als de onderneming door een groep ondernemers is ontstaan in plaats van door een individuele ondernemer. Als laatste heeft ook de omvang van een ondernemersnetwerk een positieve invloed op de waardering. Alle onderzochte factoren hebben dus inderdaad een positieve invloed op de waardering van de onderneming. De waardebestuwers hier zijn dus de mogelijkheden van de industrie, de kwaliteit van de oprichter(s) en managementteam en de externe relaties.

### 6.3 Relatie tussen de grootte en prestatie van ondernemingen

Serrasqueiro en Macas Nunes (2008) hebben onderzoek gedaan naar de relatie tussen de grootte en de prestatie van middel- en kleinbedrijven in Portugal voor de periode van 1993 tot 2003. De data bestaat uit 162 Portugese bedrijven met een omzet van niet meer dan 27 miljoen euro en minder dan 250 werknemers. Naast de relatie met de grootte van een bedrijf is er tevens gekeken naar de invloed van andere factoren.

**Table 1** Measurement of variables

Variables	Measurement
<i>Dependent variables</i>	
Performance (PERF <sub><i>i,t</i></sub> )	Ratio between operating income and total assets
<i>Independent variables</i>	
Company Size1 (SIZE1 <sub><i>i,t</i></sub> )	Logarithm of total assets
Company Size2 (SIZE2 <sub><i>i,t</i></sub> )	Logarithm of sales
Company Size3 (SIZE3 <sub><i>i,t</i></sub> )	Logarithm of number of employees
Debt (LEV <sub><i>i,t</i></sub> )	Ratio between total liabilities and total assets
Liquidity (LIQ <sub><i>i,t</i></sub> )	Ratio between current assets and short-term liabilities
Risk (EVOL <sub><i>i,t</i></sub> )	Absolute value of percentage change of operating income
Asset structure (TANG <sub><i>i,t</i></sub> )	Ratio between fixed assets and total assets
Shareholder control (OWNER <sub><i>i,t</i></sub> )	Dummy variable that assumes the value of 1 if shareholder control belongs to foreigners and the value 0 otherwise
Managerial control (MAN <sub><i>i,t</i></sub> )	Dummy variable that assumes the value 1 if the principal manager is different from principal shareholder and the value 0 otherwise

De grootte van de onderneming heeft een positieve invloed op de prestatie van het bedrijf. Voordelen van een grotere onderneming zijn schaalvoordelen, diversificatie en capaciteit om sneller te kunnen reageren op marktomstandigheden. Overigens is de relatie tussen grootte en prestatie niet significant voor grote ondernemingen. Tevens is er een positieve relatie tussen scheiding van management en eigendom en de bedrijfsprestatie. Vreemd vermogen heeft een negatieve relatie met de prestatie van de onderneming. De factoren liquiditeit, risico en eigendomscontrole zijn niet relevant in het verklaren van de prestatie van mkb-ondernemingen.

#### 6.4 Waardestuwers mkb in productie-industrie

In 2006 is onderzoek gedaan naar de waardestuwende factoren bij het mkb in de productie-industrie. (Gallear et al., 2006) Uit diverse interviews met managers van productiebedrijven zijn een aantal waardestuwers geselecteerd en onderzocht bij 207 mkb-bedrijven. De waardestuwers die zijn geselecteerd zijn: innovation, ownership, organisational capabilities, strategic orientation, the operating environment and e-commerce. Qua bedrijven hebben de onderzoekers twee groepen gemaakt: bedrijven met een sterke groei en bedrijven met geen of weinig omzetgroei. De bedrijven met sterke groei vallen in deze categorie wanneer ze voor minimaal drie achtereenvolgende jaren een omzetgroei van 30% of meer hadden.

De data is verzameld door middel van een zelf gecreëerde enquête die verstuurd is naar 1000 bedrijven die door middel van een aselechte steekproef zijn geselecteerd uit circa 15.000 elektronische/engineering mkb-bedrijven uit de UK. Er waren 207 respondenten. De doelgroep wordt gevormd door midden- en kleinbedrijven in de productie-industrie.

De uitkomsten van de enquête zijn geanalyseerd met behulp van onder andere correlatieanalyse. De variabele innovatie werd gemeten aan de hand van:

- het bedrag geïnvesteerd in R&D;
- aantal nieuwe producten gelanceerd;
- belangrijkheid van technologische veranderingen in processen en producten.

De resultaten lieten zien dat bedrijven met een sterke groei niet veel meer uitgeven aan innovatie dan bedrijven zonder sterke groei. Ook laten de resultaten zien dat bedrijven met een sterke groei meer georiënteerd zijn op omzet dan op innovatie. Verder laten de resultaten zien dat bedrijven met een sterke groei meer nadruk leggen op externe drivers zoals strategische oriëntatie, de operationele omgeving en het gebruik van e-commerce in vergelijking met bedrijven met een statische of dalende omzetgroei. De analyse laat zien dat bedrijven met een sterke omzetgroei vooral concurreren op basis van de prijs. Hoewel sterk groeiende bedrijven hun omzet met meer dan 30% hebben verhoogd in de afgelopen drie jaar of langer, is het onzeker of productiebedrijven hun concurrentievoordeel kunnen behouden zonder beroep op meer onderzoek en ontwikkeling en innovatie op de lange termijn.

## 7. Conclusie

Door middel van dit literatuuronderzoek is getracht financiële waardestuwers te vinden voor de mkb-organisaties in Nederland.

Ten eerste kan geconcludeerd worden dat er relatief weinig tot geen onderzoek is verricht naar de waardestuwers van mkb-ondernemingen in Nederland.

Uit de waardeboom van de value based management komt naar voren dat de brutomarge, de bedrijfskosten en de afschrijvingen invloed hebben op het bedrijfsresultaat. Drie insolventiemodellen zijn besproken in dit literatuuronderzoek. In het artikel over insolventie in de bouwsector wordt geconcludeerd dat het Bilderbeekmodel de hoogste voorspelbaarheid heeft. In dit model heeft de betaalcapaciteit van de onderneming grote invloed op de z-score. De volgende ratio's zijn opgenomen in het Bilderbeek model:

- rentabiliteitsratio = nettowinst/eigen vermogen
- betaalcapaciteit indicatie = crediteuren/omzet
- betaalcapaciteit indicatie 11 = omzet/totale vermogen
- rentabiliteitsratio = toegevoegde waarde/totale vermogen
- betaalcapaciteit = winstreserve/totale vermogen

De toegevoegde waarde en de netto-omzet kunnen zeer belangrijke indicatoren zijn bij de beoordeling van de financiële positie van ondernemingen in de bouwsector (van der Linden, 2012). Tevens hebben de kpi's groei van het marktaandeel, cijfers van voornaamste cliënten, klanttevredenheid en diverse financiële kpi's zoals de quick ratio, current ratio, debt ratio, rentabiliteit van totaal vermogen etc. invloed op de waarde van een onderneming.

In het onderzoek naar startup bedrijven werd geconcludeerd dat de mogelijkheden van de sector, de kwaliteit van de oprichter(s) en managementteam en de externe relaties de belangrijkste waardestuwers zijn. De mogelijkheden van de sector zijn als volgt gemeten:

- sector differentiatie: sector advertentie uitgaven/ totale omzet sector;
- groei van sector: omzet sector in jaren T/ omzet sector in T – 1.

Voor kleine onderneming geldt dat de grootte van de onderneming een positieve invloed heeft op de prestatie van het bedrijf. Dit leidt namelijk tot schaalvoordelen, diversificatie en capaciteit om sneller te kunnen reageren op marktomstandigheden. Deze relatie is niet significant voor grote ondernemingen. Tevens is er een positieve relatie tussen scheiding van management en eigendom en de bedrijfsprestatie. Vreemd vermogen heeft een negatieve relatie met de prestatie van de onderneming.

Bovendien blijkt uit onderzoek dat ondernemingen met een sterke groei meer georiënteerd zijn op omzet dan op innovatie. Innovatie is gemeten aan de hand van R&D-uitgaven, het aantal nieuwe producten en de belangrijkheid van technologische veranderingen in processen en producten binnen het bedrijf. Deze bedrijven leggen meer nadruk op externe drivers zoals strategische oriëntatie, de operationele omgeving en het gebruik van e-commerce in vergelijking met bedrijven met een statische of dalende omzetgroei. Zij concurreren vooral op basis van de prijs.

In onderstaande tabel zijn de belangrijkste waardestuwers op basis van literatuuronderzoek weergegeven:

Waardestuwers	Ratio
	<b>MKB</b>
Brutomarge	Bruto-omzet / netto-omzet
Bedrijfskosten	-
Afschrijvingen	-
Ratio van toegevoegde waarde	Bruto-omzetresultaat/ netto-omzet
Betaalcapaciteit	1. Crediteuren/ bruto-omzet 2. Winstreserve/ totale vermogen
Sector differentiatie: sector	Advertentie uitgaven/ totale omzet sector



Groei van sector	Omzet sector in jaren T/ omzet sector in T – 1
Omvang/Grootte onderneming	1. Totale bezittingen 2. Omzet
<b>Beursgenoteerde onderneming</b>	
Omzetgroei	-
winstgevendheid	-
belastingdruk	-
Kosten van kapitaal	-
Innovatie	1. R&D uitgaven 2. Waarde en aantal patenten
Income tax	-
Interest uitgaven	-
Sector differentiatie	Sector advertentie uitgaven / sector totale omzet
Omvang onderneming	1. Totale bezittingen 2. Omzet 3. Aantal FTE's in dienst



## Bronnen

- Audretsch, D. en A. Link. (2012). Valuing an entrepreneurial enterprise. *Small Business Economics* 38: 139-145.
- Bose, S., Oh, K.B. (2004) Measuring strategic value-drivers for managing intellectual capital", *The Learning Organization*, Vol. 11 Iss: 4 pp. 347 – 356
- Gompers, P. (1999). A note on valuation in entrepreneurial ventures. *Harvard Business School Case 9298082*: 1-17
- Hall, J. and C. Hofer. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing* 7:25-42
- Miloud, T., Aspelund, A. and Cabrol, M. (2012) Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital* 2012, 1-24.
- O'Regan, N., Ghobadian, A., Galleary, D. (2006) "In search of drivers of high growth in manufacturing SMEs". *Technovation* 26, 30-41.
- Waldron, D. and C. Hubbard (1991). Valuation methods and estimates in relationship to investing versus consulting. *Entrepreneurship : Theory & practice* 16:43-52
- Zott, C., Amit, R., Donlevy, J. (2000) Strategies for value creation in e-commerce: Best practice in Europe. *European Management Journal* 18 (5), p. 463-475.
- Silva Serrasqueiro en Macas Nunes, Z. en P. (2008) 'Performance and Size: Empirical evidence from Portuguese SME's', *Small Business Economics*, Augustus 2009, 31, 2, pp195-217.
- Lewis, L.D. (1988) 'How to Value a Small Business', *Business*, Jul 1988, 38, 3, pp.46-46
- Low, J. (2000) "The value creation index", *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1 Iss: 3, pp.252 – 262
- Linden van der, I. (2012), 'Het voorspellen van faillissementen in de bouwsector: de toegevoegde waarde van branchespecifieke key performance indicators'
- Krol, F. (2007), 'Value based management in small and medium enterprises'
- Taylor, J., Bjornson, H. Identification and classification of value drivers for a new production homebuilding supply chain.
- NOvAA (1993) 'Waardering van de mkb onderneming', p.55
- Jager, E. Koster, J., De value based scorecard: integratie van BSC en VBM. *Finance & Control Management Accounting*. Site: [http://www.mabonline.nl/pdf/481/Rinsum\\_Dekker\\_ersel.pdf](http://www.mabonline.nl/pdf/481/Rinsum_Dekker_ersel.pdf)
- Rinsum van, M., den Dekker, R., van Iersel, J. Sturen op aandeelhouderswaarde. *Management Accounting*. Site: [http://dSPACE.uvu.vu.nl/bitstream/1871/12899/3/3abstract\\_dutch.pdf](http://dSPACE.uvu.vu.nl/bitstream/1871/12899/3/3abstract_dutch.pdf)
- Cleas, P.C.M., [http://dSPACE.uvu.vu.nl/bitstream/1871/12899/3/3abstract\\_dutch.pdf](http://dSPACE.uvu.vu.nl/bitstream/1871/12899/3/3abstract_dutch.pdf)
- Akalu, M.M., Measuring and Ranking Value Drivers. Site: <http://repub.eur.nl/res/pub/6815/2002-0432.pdf>
- Waardestuwers in de machinebouwbranche. van den Berg, B., van Erp, R., Leenders, R., Westerman, W. site: <http://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CGQQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.rug.nl%2Fstaff%2Fw.westerman%2FMACH.BAS.doc&ei=QUWqT6u2NrT04QsX0fGECg&usg=AFQjCNHFJtB-XnmoYdsb-sOicyUp4U3EWw&sig2=6RxYvf7UWEnWo1Dcs3Bq1g>

### Websites:

- [http://www.esgmanagers.com/Sustainable\\_Investing/What\\_is\\_ESG](http://www.esgmanagers.com/Sustainable_Investing/What_is_ESG)
- <http://www.mkb-bedrijfsopvolging.nl/voorbereiding-bedrijfsoverdracht>
- <http://combok.nl/index.php?cat=66>
- <http://jeroen-martens.blogspot.com/2011/07/waardestuwers-bij-verkoop-van-uw.html>
- <http://www.jan.ac/Bent-u-in-control-of-overkomt-het-u.php>

Correspondentieadres  
NEMACC, Kamer H 13-05  
Postbus 1738, 3000 DR Rotterdam