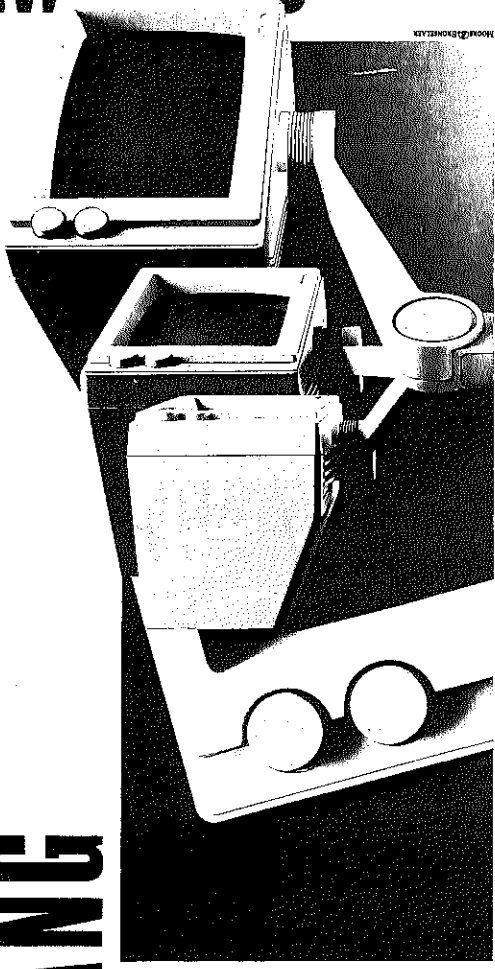


WANG

WANG

MAKES

WOK



WAT JE OOK DOET, MET WANG WERKT HET BETER.

Wat het Wang computersysteem zo uitzonderlijk maakt is zijn veelzijdigheid. Of u nu een grote onderneming bent, of een onderneming uitbaat, een KMO, er bestaat een Wang computer die precies tegemoetkomt aan uw eisen.

VS - het zware werk voor zijn rekening neemt. Maar ook de PC en de Advanced PC zijn echte diversiteitssoorten. Bovendien zijn de Wang computers zo flexibel en soepel dat u er vele werkposten op aanstellen kunt worden om zo de split te voorzien van een kleine KMO.

Samen met de Wang computers en randapparatuur vormen zij doeltreffende totaaloplossingen voor de meest diverse bedrijfskanten.

Form with fields: ANTOORDBOON, Naam, Bedrijf, Adres, Telefoon, and a logo for WANG COMPANY.

DE WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING: KUNST OF WETENSCHAP? Een kritische analyse

Thierry VAN LOOCKE

Thierry Van Loocke is licentiaat in de Toegepaste Economische Wetenschappen, oriëntatie accountancy (UFSIA, 1986). Hij werd laureaat van de jaarlijkse CMB-studiereis naar Brazilië.

Samenvatting

Het uitvoeren van een waardebeoordeling kan in vele situaties nuttig zijn. Uit empirisch onderzoek blijkt echter dat er te veel aan improvisatie wordt gedaan, doordat de gebruikte waardebeoordelingsmethodes onvolledige en dus verkeerde informatie geven omtrent de globale waarde van een onderneming.

Inleiding

Het kan in vele omstandigheden nuttig zijn de waarde te kennen van een bepaalde onderneming om zo niet te moeten improviseren bij het nemen van belangrijke beslissingen.

In bepaalde gevallen vereist een rationele beslissing dus een voorafgaande waardebeoordeling, want dit laat toe dat het subject bewuster en onder ruimere informatie kan handelen. Dat kan onder andere zo zijn in de volgende gevallen:

- bij familiale ondernemingen die worden voortgezet door één van de erfgenamen, waarbij hij andere erfgenamen een bepaalde vergoeding dient te betalen die overeenstemt met hun deel in de onderneming;
- bij de overdracht van aandelen: indien men op een grondige wijze de waarde wil bepalen van een aandeel, impliceert dit dat er een waardebeoordeling wordt uitgevoerd van de betrokken onderneming;
- bij het nemen van belangrijke beleidsbeslissingen;
- waarschijnlijk het belangrijkste punt waar een bedrijfseconomische waardebeoordeling dient te gebeuren is de omvorming. De omvorming kan de vorm hebben van een opslorping, een samensmelting of een splitsing.

De waardebeoordeling van de onderneming leidt tot de vaststelling van een waarde voor de onderneming. Deze functie wordt te dikwijls verwaarloosd; te vaak denkt men dat de waardebeoordeling eveneens de prijs dient weer te geven. Alhoewel waarde en prijs aanverwante begrippen kunnen zijn, hebben ze een fundamenteel andere draagwijdte. Het onderscheid dient dus duidelijk gevormd te worden.

- *Waarde* heeft betrekking op de financiële uitdrukking van het nut dat in de toekomst uit de onderneming aan het subject toevloeit. Het nut volgt uit de mate waarin de onderneming aan de doelstellingen van het subject voldoet. Iedere waarde wordt dus essentieel subjectief bepaald.
- *Prijs* drukt de financiële vergoeding uit. De prijs is afhankelijk van de marktsituatie en de macht van de partijen gedurende het onderhandelingsproces.

De waardebeoordeling geeft informatie over de onderhandelingsmarge en gaat aan de prijsbepaling vooraf. Ze kan in die zin de onderhandelingen vlotter doen verlopen, daar redelijke en gefundeerde cijfers de basis vormen voor de discussies.

I. DE GANGBARE WAARDEBEPALINGSMETHODES: BEZIN VOOR JE BEGINT!

Een waardebeoordeling kan geschieden volgens zeer verschillende methodes, die elk soms sterk verschillende waarderingen kunnen geven. Dit komt doordat geen enkele formule "de" formule is. Met als gevolg dat sommige auteurs de waardebeoordeling meer als een kunst gaan beschouwen dan als een wetenschap.

Uit empirisch onderzoek blijkt dat drie categorieën van waardebeoordelingsmethodes het frequentst voorkomen. Deze drie groepen zullen een na een kritisch worden doorgelicht.

A. De methodes met de substantiële waarde als basis

1. Omschrijving

Met substantiële waarde bedoelen we het netto-actief op waarderingdatum. De substantiële of intrinsieke waarde is dus de balanswaarde van het eigen vermogen (totaal actief minus totaal der schulden), te waarderen tegen vervangingswaarde.

De waardebeoordeling gebeurt het best in twee stappen:

- a) De waardering van alle actiefelementen van de onderneming. Dit geeft de omvang van de expansie weer. De waardering kan gebeuren op basis van de verzekerde waarde, de boekhoudkundige waarde, de nieuwwaarde, de going-concern waarde of de venale waarde. Ervaring leert snel dat de eerste drie waarderingen als hooguit een eerste aanwijzing kunnen beschouwd worden.
- b) Dit moet dan verminderd worden met de waarde van alle over te nemen schulden en verplichtingen. Deze geven de omvang van de totale financieringslast weer. Ook hier zijn correcties noodzakelijk, want de bedrijfseconomische waarde van de schulden kan niet zomaar van de balans afgeleid worden, omdat de schulden moeten bekeken worden vanuit het standpunt van de aanbieder of vrager. De schulden kunnen relatief goedkoop of relatief duur zijn. Men kan bijvoorbeeld de contante waarde berekenen van de aan die schulden verbonden rente en aflossingsverplichtingen.

Traas noemt de substantiële waarde de directe waarde. Met "direct" bedoelt hij dan de opbrengst die bij een onmiddellijke tegeldemaking kan verkregen worden.

2. Kritische doorlichting

Een empirisch onderzoek van Schnepfer in de VS naar de relatie tussen de substantiële waarde en de marktwaarde, uitgevoerd in 93 ondernemingen, bracht het volgende aan het licht:

- in 28 gevallen (= 30%) lag de marktwaarde boven de substantiële waarde;
- in 4 gevallen (= 4%) kwam de marktwaarde overeen met de substantiële waarde;
- in 61 gevallen (= 66%) lag de marktwaarde onder de substantiële waarde.

Het gebruik van de substantiële waarde als waardebepalingsmethode moet dus op zijn minst met een zekere terughoudendheid worden benaderd. Slechts in een zeer beperkt aantal gevallen stemt de substantiële waarde overeen met de marktwaarde. Niet alleen de grote kans op een foutieve waardebepaling, maar ook de kans op een hoge foutenmarge is reëel. Twee voorbeelden maken dit duidelijk:

- in 8 gevallen (= 9%) bevond de marktwaarde zich meer dan 100% boven de substantiële waarde;
- in 22 gevallen (= 24%) was de marktwaarde nauwelijks 50% van de substantiële waarde.

Wat kunnen de oorzaken zijn van die verschillen? De methode van de substantiële waarde kan slechts een eerste aanwijzing bevatten voor de globale waarde van een onderneming, omdat de balans vele essentiële elementen niet weergeeft.

- a) De substantiële waarde gaat niet uit van het globaliteitsidee, dat de waarde ziet als een samengaan van kwantitatieve (= de balansgegevens) en kwalitatieve elementen zoals faam, leiding, uitgevoerde research, interne organisatie, de produkt mix, de vestigingsplaats e.d. Al deze elementen worden niet weergegeven door de balans en de toch zijn ze essentieel voor het continueren van de onderneming. Het is dus belangrijk dat de waardebepaling niet alleen het cijfermatige nagaat, maar ook aandacht heeft voor wat "behind the figures" aanwezig is.
- b) De methode is nog om een andere reden zeer eng, nl. omdat ze als waarde enkel de geherwaardeerde substantie opneemt. De toekomstige opbrengstmogelijkheid uit de aanwending van die substantie in het ondernemingsbeleid is een minstens even belangrijke component en die is hier niet opgenomen.
- c) Bovendien drukt de substantiële waarde het individuele nut van de vrager of de aanbieder niet uit. Integendeel, de benadering via het netto-actief is een poging om de objectieve waarde van de onderneming te bepalen, dit is een waarde die voor iedereen geldt. Dit is echter totaal in tegenstelling met het subjectieve karakter van iedere waardering in functie van de individuele doelstellingen.

Niettegenstaande de slechts beperkte reikwijdte van de methode van de substantiële waarde blijkt ze frequent gebruikt te worden bij ondernemingen waarbij het de bedoeling is geheel of gedeeltelijk tot liquidatie over te gaan of bij beheersvennootschappen. Ook in crisistijden, met dalende winsttendensen, inflatie en devaluaties wordt er sneller naar deze methode gegrepen. Het patrimonium is dan blijkbaar belangrijker dan een vage toekomstige winstmogelijkheid. Uitgevoerd empirisch onderzoek bevestigt dit duidelijk (cfr. Van Looke, blz. 94-98).

B. De methodes met een rendementsbenadering als basis

Deze categorie is opgebouwd rond éénzelfde principe, namelijk: de waarde van de onderneming is gelijk aan een aantal keer de gerealiseerde winst, het uitgekeerde dividend, de cash flow, de omzet enz. Omtrent de keuze wat de geschikste nuttigheidsindicator vertegenwoordigt voor de waardebepaling bestaat geen eensgezindheid.

De waardering kan gebeuren zowel op basis van de opbrengstwaarde steunende op reeds geleverde prestaties uit het nabije verleden, als op prognoses van de toekomstige evolutie van de nuttigheidsindicator.

1. De waardebepalingsmethodes steunende op het verleden

Voor deze methodes maakt men zowel gebruik van empirische ratio's als van multiplicatoren die meer de individuele opportuniteitskost uitdrukken.

- a) De empirische methodes vermenigvuldigen de gekozen nuttigheidsindicator met een ratio die gebaseerd is op een inzicht verkregen uit ervaring. Deze vorm van waardebepaling is het populairst en eveneens het eenvoudigst toe te passen bij de vrije beroepen. Bijv.: de waarde van een apotheek is 1,75 à 2,85 keer de jaaromzet. De empirische methodes hebben een belangrijke tekortkoming, doordat ze veronderstellen dat wat in het verleden haalbaar was, dat in de toekomst ook zal blijven. Natuurlijk zijn cijfers uit het verleden bewezen feiten en beschermen ze ons tegen toekomstige luchtkastelen. Schnepfer stelt het duidelijk: "the only evidence of future income is past earnings history".

De voorgestelde empirische ratio's moeten altijd met een zekere argwaan worden toegepast, daar men geen enkele controle heeft over de kwaliteit van de vele overnamedossiers waarop de ratio is gebaseerd. Een coëfficiënt van bijv. 2,5 kan in bepaalde gevallen veel te hoog zijn en in andere misschien te laag. Alles hangt af van de kwaliteit

en de toekomstperspectieven van de betreffende onderneming. Daarboven zijn deze empirische methodes eigenlijk geen waardebepalingsmethodes, want ze geven weinig inzicht in de essentieel subjectief bepaalde waarde; het zijn veeleer prijsbepalingsmethodes.

b) Om dit laatste euvel te verhelpen wordt de nuttigheidsindicator beter vermenigvuldigd met een interestvoet, die de individuele opportuïteitskost kan weergeven, i.p.v. met een algemeen bepaalde empirische ratio. Bij wijze van inleiding geven we de twee bekendste rendabiliteitsmethodes van dit type.

- De zuivere rendabiliteitsmethode: "zuiver" omdat alleen het winstcriterium als relevant wordt beschouwd.

$$\text{de waarde} = \frac{\text{de gewogen gemiddelde nettowinst}}{i}$$

De volgende verwerking vindt men soms terug:

$$\text{de waarde} = \frac{(\text{winst } t-3) + (\text{winst } t-2 \times 2) + (\text{winst } t-1 \times 3) + (\text{winst } t \times 4)}{10 i}$$

- De formule van Retail:

de waarde = de gewogen gemiddelde nettowinsten vermenigvuldigd met een factor K

$$\text{waarbij } K = \frac{a\bar{n}}{2}$$

$a\bar{n}$ drukt de contante waarde uit van een dadelijk ingaande postnumerando tijdelijke annuïteit. $a\bar{n}$ is dus de contante waarde van een dadelijk ingaande postnumerando annuïteit gelijk aan 1, met n termijnen en i als rentepercentage per periode.

$$a\bar{n} = \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

Dit geeft bijv. voor $n = 5$ en $i = 12\%$ een K van 1,80
 $n = 30$ en $i = 12\%$ een K van 4,03

We dienen hier eveneens de opmerking te herhalen die we onder punt A. 2. aangehaald hebben. De basis voor een waardebeoordeling is essentieel de toekomst, het verleden is enkel een hulpmiddel en kan dus nooit als basis dienen voor een bedrijfseconomisch verantwoorde waardebeoordeling. Alleen de toekomstige opbrengsten zijn relevant.

2. De waardebeoordelingsmethodes steunende op de toekomst

We worden geconfronteerd met vier problemen waarvoor een antwoord dient gegeven te worden. Elk antwoord houdt een optie in en heeft gevolgen voor de uiteindelijke waardebeoordeling.

a) Het bepalen van de calculatierente

De calculatierente drukt de minimumrendementseis uit waaraan alle toekomstige investeringen binnen de onderneming dienen te voldoen. Ze vormt de vergelijkingsmaatstaf met de alternatieven. We kunnen de calculatierente bepalen vanuit twee standpunten:

- De marktbenadering: de basis vormt de lange-termijnrentevoet van de NMKN, verhoogd met een risicoeslag, die meestal schommelt tussen 1% en 5%, afhankelijk van de kwetsbaarheid van het project.
- De gemiddelde interne rendabiliteit: deze geeft het opportuïteitsstarief weer waarmee het subject de nuttigheid meet.

Deze laatste benadering is te verkiezen boven de eerste, omdat er beter rekening kan worden gehouden met de specifieke eisen van ieder subject.

b) Het bepalen van de actualisatieperiode

In principe wordt er steeds van uitgegaan dat we geconfronteerd worden met een going-concern. Dit heeft het enorme voordeel dat we niet de liquidatiewaarde van de onderneming moeten bepalen na het n-de jaar. Bij verwerking als going-concern wordt de beoordeling van de liquidatiewaarde dus omzeild.

c) De introductie van de toekomst

Het element toekomst impliceert onder andere risico en onzekerheid in de prognose. We worden geconfronteerd met vele vormen van risico, zoals:

- algemene risico's als oorlog, een natuurramp enz.,
- bedrijfssectoriële risico's als concurrentie, instorting van de bestaande markt enz.,
- zuiver bedrijfsindividuele risico's in verband met de vestigingsplaats, het leidersteam enz.

Naast risico en onzekerheid impliceert de toekomst eveneens voorspellingsproblemen. De voorspellingsproblemen kunnen echter ten dele gemilderd worden indien de prognose is opgebouwd via een fasebenadering. Dit vereist evenwel planning en verbeelding. Meestal wordt er als volgt gewerkt:

- fase 1: t_0 tot t_3 : 3 jaren. Er dient een gedetailleerde analyse te gebeuren die leidt tot een individuele voorspelling per jaar. Deze nabije toekomst kan vrij nauwkeurig ingeschat worden aan de hand van de budgettaire boekhoudtechnieken.
- fase 2: t_4 tot t_8 : 5 jaren. De toekomst op middellange termijn wordt bestudeerd door middel van een globale analyse op basis van trendanalyses van de nabije toekomst.
- fase 3: t_9 tot t_n . Voor deze periode is zelfs een globale schatting niet meer mogelijk. Toch moet er iets gebeuren. Er zijn drie mogelijkheden:
 - (1) veronderstellen dat de situatie in t_8 zich gewoon verder zet.
 - (2) de verwachte venale waarde schatten op t_9 .
 - (3) geen rekening houden met de verdere resultaten.

Dit geeft de volgende voorstelling:

waarbij W = de waarde van de onderneming

i = de gekozen opportuniteitskost

N = de nuttigheidsindicator

$$W = (t_1 + t_2 + t_3) + (t_4 \text{ tot } t_8) + (t_9 \text{ tot } t_n)$$

$$W(1) = \frac{N_1}{(1+i)} + \frac{N_2}{(1+i)^2} + \frac{N_3}{(1+i)^3} + \frac{N(4-8) \times (\bar{a}_8 - \bar{a}_3)}{(1+i)^3} + \frac{N_8}{(1+i)^8}$$

$$W(2) = \frac{N_1}{(1+i)} + \frac{N_2}{(1+i)^2} + \frac{N_3}{(1+i)^3} + \frac{N(4-8) \times (\bar{a}_8 - \bar{a}_3)}{(1+i)^3} + \frac{\text{venale waarde}}{(1+i)^9}$$

$$W(3) = \frac{N_1}{(1+i)} + \frac{N_2}{(1+i)^2} + \frac{N_3}{(1+i)^3} + \frac{N(4-8) \times (\bar{a}_8 - \bar{a}_3)}{(1+i)^3} + 0$$

d) De bepaling van de nuttigheidsindicator

Wat nu precies het nut uitdrukt voor het subject is een controversieel onderwerp. Bij een minderheidsparticipatie wordt meestal gekozen voor het dividend. Voor een meerderheidsparticipatie daarentegen heeft de toekomstige winst of de cash flow de voorkeur.

Volgens De Lembre drukt enkel het inkomsten/uitgaven-saldo tussen de onderneming en de buitenwereld het nut uit. Dit inkomsten en uitgaven-saldo wordt het best benaderd door de finale cash flow. De bepaling gebeurt als volgt:

nettowinst na belastingen

(+) afschrijvingen

cash flow

(-) instandhoudingsinvesteringen

finale cash flow

Bedenkingen

De besproken methodes, gebaseerd op de toekomstige te verwachten nuttigheidsstroom, is voor een bedrijfseconomisch verantwoorde waardebeoordeling de juiste invalshoek, om twee redenen.

- Er wordt uitgegaan van de in de toekomst te verwachten voordelen.

Het is duidelijk dat men aan substantie slechts een waarde kan toekennen indien deze effectief een nuttigheidsprestatie levert: "an asset is only worth what it can earn" (Bros).

- Er wordt gewerkt met een rendementsnorm die de specifieke eisen van het subject weergeeft.

Het is duidelijk dat deze methodes een stap in de goede richting zijn voor een verantwoorde waardebeoordeling.

C. De methodes met beursgegevens als basis

We weten dat de beurskoers van een aandeel de resultante is van vraag en aanbod. De aandelenmarkt wordt dus beschouwd als een objectieve scheidsrechter die via vraag en aanbod de juiste waarde bepaalt van een onderneming.

De centrale vraag is of die beursgegevens kunnen worden beschouwd als maatgevend voor een waardebeoordeling van een onderneming. Om meer inzicht te verwerven in dit probleem zullen we enkele argumenten bekijken die frequent worden aangehaald.

1. Vooreerst twee "nep-argumenten" die tegen het gebruik van beursgegevens pleiten.
 - a) De beurskoers is een oncontroleerbare speelbal van speculatie en niet-beredeneerde impulsen en dus volkomen onbruikbaar voor een bedrijfseconomisch verantwoorde waardebeoordeling. Dit dient genuanceerd te worden, in die zin dat de invloed van speculatie dikwijls voor een groot deel geneutraliseerd wordt door de permanente arbitrage van de beleggingsanalisten en de institutionele beleggers, die hierbij het oordeel van de gewone - minder rationele - belegger beïnvloeden en zelfs corrigeren.
 - b) De waarde van een globale onderneming kan toch nooit in dezelfde mate fluctueren als een aandeel op de beurs. Met andere woorden:

de aandelenkoersen schommelen veel heftiger dan wordt gerechtvaardigd door veranderingen in de onderliggende waarde van de onderneming. Hierbij dient te worden opgemerkt dat die soms scherpe koersfluctuaties van een aandeel precies het gevolg zijn van het feit dat de beurs een efficiënte markt is. Imperfecte marktvormen zoals monopolie en oligopolie zijn juist gekenmerkt door een verstarring in de prijsvorming, die te wijten is aan factoren als ondoorzichtigheid, geïsoleerde ruilprocessen e.d.

2. De beurskoers is toekomstgericht doordat de koper en de verkoper zich meestal laten leiden door verwachtingen omtrent de toekomstige opbrengsten die de aandelen zullen opleveren. De beurskoersen zijn daarbij in grote lijnen, maar niet tot in de perfectie, efficiënt. Ze zien zeer ver in de toekomst en zijn de enige marktprijzen waarover we beschikken. Deze gunstige factoren zorgen ervoor dat de beurswaarde een interessant referentiecriterium is, maar meer kan en mag ze niet zijn, en wel om de volgende redenen:

a) De gevoerde dividendpolitiek vormt een te belangrijke factor bij de vorming van de aandeelkoers. Volgens Pourbaix is die zelfs de enige bepalende factor. Bovendien steunt de dividendpolitiek veeleer op het handhaven van een bepaalde goodwill en niet specifiek op het doel van een mogelijke waardebeoordeling. Een empirisch onderzoek van de PARIBAS over 171 Belgische ondernemingen heeft aangetoond dat er weinig of geen relatie bestaat tussen de pay-out ratio en de rendabiliteit van een onderneming. Het blijkt namelijk dat de sector van niet-metaalhoudende mineralen de hoogste pay-out ratio kent, namelijk 81 %, maar qua rendabiliteit slechts op de zeventiende plaats komt. De aardolie-sector, daarentegen, die de eerste plaats bekleedt qua rendabiliteit, heeft een pay-out ratio van slechts 40 %.

We weten dat de rendabiliteit een belangrijke bepalende factor is bij de waardebeoordeling. Indien nu uit empirisch onderzoek blijkt dat er geen duidelijke band bestaat tussen de rendabiliteit en de pay-out ratio, die op zijn beurt de aandelenkoers bepaalt, dan dient men terughoudend te zijn bij het gebruik van de beurskoersen als waardebeoordelingsmethode.

Het gebruik van beursgegevens in een waardebeoordelingsmethode leidt noodzakelijk tot over- of onderwaarderingen, afhankelijk van de gebruikte pay-out ratio. Een pay-out ratio die boven het gemiddelde ligt (1), leidt tot overwaarderingen en tot onderwaarderingen indien de ratio zich onder het gemiddelde bevindt.

(1) In België lag dit gemiddelde tot voor kort op 65 %.

b) Andere argumenten die ervoor pleiten om niet zomaar de beurswaarde als maatgevend te beschouwen bij een waardebeoordeling zijn de volgende:

- De criteria die de beleggers ertoe aanzetten om een aandeel te kopen of te verkopen verschillen grondig van de criteria gebruikt door de overnemende onderneming (cfr. de recente overname van Côte d'Or).
- Bij incurante fondsen, omdat er dan geen efficiënte markt meer bestaat.
- Het is mogelijk dat eventuele overnameplannen zijn uitgelekt, waardoor een deel van de nog te bespreken synergie-effecten reeds in de koers is verwerkt (cfr. de koersstijgingen bij fusiegeruchten). De aandelenkoers weerspiegelt dan niet de waarde van de over te nemen onderneming, maar reeds de waarde van de nieuwe gecombineerde onderneming.

II. HET GLOBALITEITSIDEE BIJ DE WAARDEBEPALING

Na deze kritische doorlichting kunnen we op basis van de geconstateerde sterke en zwakke punten van de gangbare waardebeoordelingsmethodes een nieuw geheel opbouwen.

Het uitgangspunt bestaat hierin dat de globale waarde van een onderneming of een ondernemingsdeel wordt gezien als het geheel van twee complementen, namelijk de directe en de indirecte waarde.

A. De diagnose van de directe waarde: SW*

In de literatuur vinden we dit terug als de bepaling van de substantiële waarde. Het is evident dat de substantiële waarde, gesteund op balansgegevens, te eng is en dus weinig bruikbaar voor een correcte diagnose.

De actief- en passiefrubrieken van de balans dienen vooreerst één na één gewikt en gewogen te worden. In een notedop komt dit hierop neer:

- 1) Alle actiefelementen dienen gewaardeerd te worden tegen vervangingswaarde; over- en onderwaarderingen worden gecorrigeerd tegen de geldende marktgegevens. Dit houdt onder andere in:
 - een evaluatie van de gehanteerde waarderingsregels. De praktijk wijst uit dat de boekwaarde doorgaans lager is dan de marktwaarde, indien er regelmatig afgeschreven werd.

- een correctie van de voorraadgegevens, indien de waardering niet is gebeurd volgens het "full-costing"-principe.
- studie van schattingsverslagen, opgesteld door derden, voor de onroerende goederen.
- het doorprikken van zeepbellen, zoals geactiveerde oprichtingskosten. Deze worden het best in mindering gebracht van het totale kapitaal, daar ze niet te gelde kunnen worden gemaakt.
- aandacht besteden aan de niet-geregistreerde en kwalitatieve factoren, zoals reputatie, personeel en leiding, ligging e.d. De waardering hiervan is een kwestie van ervaring met de waarderingspolitiek en van het aannemen van een genuanceerde en kritische houding.

2) Ook de passiefrubrieken dienen ter discussie te worden gesteld. Niet alle schulden zijn even duur; langlopende leningen kunnen eventueel geactualiseerd worden.

Het komt erop neer dat elke rubriek van de balans kritisch wordt doorgelicht.

Deze gecorrigeerde substantiële waarde vormt de statistische component in de globale waardebepaling, ze vormt a.h.w. het gestolde verleden van de onderneming.

Deze eerste component dient te worden aangevuld met zijn complement, met name de indirecte waarde.

B. De prognose van de indirecte waarde:

$$\sum_{t=1}^n \frac{\text{¶}}{(1+i)^t}$$

Deze tweede component drukt het nut uit voor het subject, daar een investering slechts waarde heeft omwille van haar toekomstige opbrengsten. De opbrengstencapaciteit wordt opgesteld in functie van de individuele doelstellingen van het subject, waarop de waarde essentieel is gebaseerd. De leemte bij de louter substantiële methodes wordt hier dus aangevuld. Daarnaast is het element toekomst duidelijk aanwezig, zodat deze globale waardebepaling naast een statische component ook de noodzakelijke dynamische component bevat.

De verschillende elementen van deze tweede component zijn:

1) De nuttigheidsindicator: ¶

Zoals eerder reeds aangehaald, bestaan er omtrent de vraag wat nu precies het best als nuttigheidsindicator kan gebruikt worden, verschillende visies. Naar mijn oordeel bestaat "de algemeen geldende en meest

geschikte" indicator niet. Hij dient telkens aangepast te worden aan het kader en de aard van de onderneming, en aan de bedoeling(en) van het subject.

De hierna voorgestelde nuttigheidsindicator kan dan ook in die zin worden aangepast als de omgeving specifieke kenmerken vertoont. De gehanteerde indicator is opgebouwd op basis van de cash flow.

- totale winst van het boekjaar voor belastingen
- (+) afschrijvingen en waardeverminderingen
 - (+) aangelegde voorzieningen voor risico's en kosten (de nettotoename)
 - (-) teruggenomen afschrijvingen en waardeverminderingen
 - (-) in resultaat genomen kapitaalsubsidies (verwerkt onder de financiële opbrengsten)
 - (-) de doorgevoerde instandhoudingsinvesteringen van het boekjaar

de gecorrigeerde cash flow voor belastingen (¶)

De elementen louter uit de resultatenrekening afleiden geeft weinig bruikbare resultaten. Het winstbegrip bijvoorbeeld is een te relatief begrip dan dat het zomaar, zonder enige evaluatie, in de nuttigheidsindicator kan worden verwerkt. De winst kan scheefgetrokken worden door factoren als:

- zowel te hoge als te lage vergoedingen aan bestuurders of zaakvoerders,
- zowel te hoge als te lage licentievergoedingen aan dochterondernemingen,
- bepaalde transacties tussen dochterondernemingen zoals weinig relevante doorfacturering voor aankopen en verkopen.

Wat nu de prognose betreft van de nuttigheidsindicator: deze wordt opgebouwd op basis van referentiegegevens bekomen uit:

- de bewezen resultaten uit het recente verleden. Dit beschermt de prognose tegen buitenzinnige luchtkastelen;
- de evaluatie van de onderneming, van de markt en van de onderneming in die markt.

2) De actualisatieperiode: t

In het voorgestelde model dient de actualisatieperiode te variëren tussen drie en vijf jaar, afhankelijk van het te lopen risico en de mate dat de nuttigheidsindicator wel te ramen valt. Praktisch kan worden gesteld dat deze nabije toekomst meestal nog met een relatieve zekerheid kan worden gebudgetteerd. Een gedetailleerde prognose is wenselijk en meestal haalbaar.

3) De calculatierente: i

Deze kan opgebouwd zijn op basis van de intern gehanteerde kapitaalkost of op basis van de geldende marktrente voor beleggingen op lange termijn, aangevuld met een eventuele correctie voor het risico en de te verwachten inflatie (voor zover de inflatie niet reeds verwerkt is in de marktrente).

C. De globale waarde: W

De globale waarde van een onderneming kan dus symbolisch als volgt worden voorgesteld:

$$W = SW^* + \sum_{t=1}^n \frac{f}{(1+i)^t}$$

Deze sommatie van beide waarden leidt niet tot overwaarderingen. In het voorgestelde model is er geen dubbelstelling, daar twee principieel verschillende elementen worden samengebracht. Indien echter bij de berekening van de tweede component de voorgestelde actualisatieperiode ($t \leq 5$) verlengd wordt tot bijvoorbeeld een eeuwigdurende annuïteit ($t = \infty$), dan is er duidelijk sprake van een overwaardering, en dit ten gevolge van een dubbelstelling van de liquidatiewaarde.

Ik ben er mij terdege van bewust dat dit niet "de" formule is, daar een deugdelijke waardebeoordeling steeds moet afgestemd worden op het kader en de aard van de onderzochte onderneming en op de bedoeling van het subject. Dit voorstel laat dan ook alle ruimte open voor verdere specificaties om beter de werkelijkheid te kunnen omvatten. Enkele voorbeelden maken dit duidelijk:

- het hanteren van een andere nuttigheidsindicator zoals het dividend in plaats van de cash flow bij het verwerven van minderheidsparticipaties;
- het aanpassen van de calculatierente en de actualisatieperiode, afhankelijk van het te lopen risico;
- afhankelijk van de aard van de onderneming (beheersvennootschappen of produktievennootschappen) kan er meer nadruk gelegd worden op de eerste of de tweede component van de formule.

Besluit

De frequent gebruikte waardebeoordelingsmethodes op basis van de substantiële, de rendements- of de beurswaarde bieden voordelen zoals eenvoudige toepasbaarheid met een minimum aan gegevens. De nadelen die eraan verbonden zijn, zijn echter naar mijn oordeel verdragend. Deze nadelen zijn meestal te relateren tot een te enge visie omtrent het begrip waarde, zodat naar mijn mening de bedrijfseconomische relevantie van de bekomen resultaten ter discussie kan worden gesteld. Bezin dus eer je begint!

In het tweede hoofdstuk werd hierop verder gewerkt en kwam het idee van de globale waarde op de voorgrond. Hierin stond centraal de globale aanpak van twee componenten die elkaars complement dienen te zijn en samen worden verwerkt: het samenbrengen van een directe en een indirecte waarde, een diagnose en een prognose, de elementen verleden, heden en toekomst, het statische en het dynamische aspect tot één coherent geheel, dat leidt tot een verantwoorde waardebeoordeling.

Hierbij werd meermaals benadrukt:

- de nood aan kritische analyse en evaluatie van elementen als risico, toekomstperspectieven, de waarde van de geregistreerde elementen en de niet-uitgedrukte waarde van meestal kwalitatieve elementen van de bestudeerde onderneming;
- ervaring met de waardebeoordeling;
- het kunnen afstappen van de louter boekhoudkundige gegevens en durven "behind the figures" evalueren en waarderen.

Het enige "nadeel" of beter beperking van de voorgestelde werkwijze is de dwingende nood aan gegevens en informatie omtrent de betrokken onderneming en haar directe omgeving. Het is duidelijk dat deze aanpak van waardebeoordeling niet op een "halfuurtje" is afgehandeld. Maar steeds zijn verantwoorde resultaten het logisch gevolg van ons uitgevoerd onderzoek.

Deze noodzakelijke aanpak maakt naar mijn oordeel dat de waardebeoordeling van een onderneming meer wetenschap is dan kunst.

Bibliografie

- [1] ANGÉNIEUX, G., *Les fusions et l'évaluation des entreprises*, Parijs, Dunod, 1970, 211 blz.
- [2] BARNAY, A. & G. CALBA, *Combien vaut votre entreprise*, Parijs, Entreprise moderne d'édition, 1968, 247 blz.
- [3] CARDOEN, R., "Fusie van ondernemingen, een bedrijfseconomische benadering", *Accountancy & Bedrijfskunde*, Antwerpen, Kluwer, 4de jg., nr. 6, juni 1984, blz. 8-10.
- [4] DEFOORT, J. & H. VANDENBERGH, "Fusies en uitkeringen van vermogen van vennootschappen", *Fiskofoon*, Antwerpen, Kluwer Rechtswetenschappen, nr. 26, tweede trim. 1981, blz. 47-54.
- [5] DE LEMBRE, E., *Waardering bij inbreng in natura*. Updating programma bedrijfsrevisor, Brussel, EHSA, nr. 18, 74 blz.
- [6] DE LEMBRE, E., *De waardebeoordeling van de onderneming*. Gent/Leuven, E. Story-Scientia, 1974, 376 blz.
- [7] DE LEMBRE E., "Waarde en prijs van de onderneming", *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, Antwerpen, IPO, 26ste jg., nr. 4, aug. 1972, blz. 243-252.
- [8] GEERAERT, E., *Externe ondernemingswaardering*, optietekst, Antwerpen, UFSIA, Faculteit TEW, 1985, blz. 20.
- [9] HEUZINKVELD, H.J., "Aandelenwaardering bij fusie of overname", *De Naamloze Vennootschap*, Zwolle, Wej Tjeenk Willink, 63/1 jg., jan./feb. 1985, blz. 15-22.
- [10] HEUZINKVELD, H.J., "Waarde en winst van ondernemingen", *De Accountant*, Maandblad van de Nederlandse Registeraccountants, Rotterdam, Nederlands Instituut der Registeraccountants, 90ste jg., nov. 1983, blz. 162-169.
- [11] LORENZ, C., "Overnames: 50% kans op succes", *Financieel Economisch Magazine*, nr. 2, 25 jan. 1986, blz. 44-48.
- [12] MAESEN, E., "Waarderen van Goodwill", *Accountancy & Bedrijfskunde*, Antwerpen, Kluwer, 4de jg., nr. 1, jan. 1984, blz. 29.
- [13] PARIBAS, "Rendabiliteit en schuldenlast van de Belgische ondernemingen", *Economische Berichten*, nr. 57, sept. 1984.
- [14] POURBAIX, C., *Valeur de l'entreprise. Critiques et mesures*, Parijs, Dunod, 1969, 318 blz.
- [15] SCHNEPPER, J.A., *The professional handbook of business valuation*, Philippines, Addison-Wesley Publishing co., 1982, v.v.p.
- [16] TRAAS, L., "De waardebeoordeling van te verhandelen bedrijven of bedrijfs-onderdelen", *De Naamloze Vennootschap*, Zwolle, Wej Tjeenk Willink, 62ste jg., nr. 1, feb. 1984, blz. 20-30.
- [17] UYTTERSCHAUT, L., "Goodwill nader bekeken", *Accountancy & Bedrijfskunde*, Antwerpen, Kluwer, 3de jg., nr. 8, okt. 1983, blz. 11-12.
- [18] VANDERHOEVEN, P. & T. BERNARD, "De waardebeoordeling van de ondernemingen", *Fiduciaire Berichten*, Brussel, Fiduciaire Uitgeverij, 42ste jg., dec. 1986, blz. 10-17.
- [19] VAN LOOKE, T., *Theoretische en empirische studie van de immateriële vaste activa in de jaarrekening en een overzicht van de belangrijkste waardebeoordelingsmethodes voor bedrijven*, Antwerpen, UFSIA, Faculteit TEW, 1986, 140 blz.
- [20] WAUTERS, L. & E. LAVEREN, *Financieel Beheer*, Antwerpen, UFSIA, Faculteit TEW, 1985-1986, v.v.p.