

Décote en waardemaatstaf van het vermogen van de onderneming : Enige theoretische beschouwingen

BRUNO COLMANT

Belastingconsulent

Gedelegeerd bestuurder 'Crédit Européen'

Doctor in de bestuurswetenschappen (ULB)

Professor aan de ULB, gasthoogleraar aan de HEC-Luik en aan de ULg

De décote (of het disagio) resulteert uit een vergelijking tussen het gehewardeerd nettoactief van een onderneming en de beurskapitalisatie ervan. Dit artikel wil, uitgaande van een theoretische en intuïtieve analyse van de décote, het verband met de dividendpolitiek aantonen. Andere beschouwingen van meer algemene aard over de waardemaatstaf van de vermogensprestaties van de onderneming aan de hand van de Economic Value Added (EVA), die vaak wordt toegepast door portefeuillevennootschappen met een décote, worden gesuggereerd. Ook worden bepaalde boekhoudkundige aspecten in verband met deze problematiek onderzocht.

De financiële theorie heeft blijkbaar moeite met een unanieme, en vooral, kwantitatieve ¹ verklaring van de décote van de portefeuillevennootschappen ². De Belgische academische literatuur ter zake is trouwens beperkt.

Het belang van deze décote is nochtans niet te onderschatten, aangezien ze voor de voornaamste op Euronext-Brussel genoteerde portefeuillevennootschappen momenteel circa 35-40% bereikt. Volgens een studie van professor SIAENS et al. van de UCL, over de periode 1983-1992, bedroeg de décote destijds gemiddeld 20 %. Ze is de laatste jaren dus flink toegenomen ³.

Durven beweren dat het verschijnsel van de décote enkel portefeuillevennootschappen treft, zou overdreven zijn. Veel waarschijnlijker is dat alle beursgenoteerde handels- en nijverheidsondernemingen met het fenomeen te maken krijgen. Maar, terwijl voor deze laatste vennootschappen de waardemaatstaf van de décote onmogelijk vast te stellen is, maakt de aard van de activa van een portefeuillevennootschap, die vaak andere beursgenoteerde deelnemingen bevatten, de identificatie en de maatstaf ⁵ ervan mogelijk.

Portefuillevennootschappen zijn dus bijzonder omdat ze zich lenen tot theoretische analyse en empirisch onderzoek.

Verschillende factoren werden voorgesteld om, zonder definitieve conclusie, de décote pogen te verklaren: voorkeur van de minderheidsaandeelhouders voor "pure players"⁶, structuurkosten die inherent zijn aan het beheer van deelnemingen, niet genoteerde investeringen, onvoldoende liquiditeit van

de effecten van de portefeuillevennootschap, fiscale afroming ⁷ en gebrek aan het fiscale hefboomeffect door de schuldenlast ⁸, onvoldoende valorisatie van de deelnemingen ⁹, te hoge (dus weinig liquide ¹⁰) meerderheidsparticipaties, niet adequate concentratie van de deelnemingen per sector / suboptimale toewijzing van investeringen ¹¹, gebrekkige vennootschapscommunicatie, winstonttrekking ¹², enz.

Deze factoren mogen niet terzijde geschoven worden en de bedrijfsleiders van portefeuillevennootschappen besteden trouwens vaak aandacht aan de beheersing ervan. Ze zijn in elk geval verantwoordelijk voor een, onzes inziens weliswaar beperkt, aandeel van de décote. SIAENS et al. kennen aan deze klassieke verklaringen trouwens maar een theoretisch gewicht van 11% ¹³ toe.

Definitie

De beurskapitalisatie van portefeuillevennootschappen vertoont een décote ¹⁴. Deze vloeit voort uit het positieve verschil tussen, enerzijds, hun intrinsieke waarde (berekend als de som van, naargelang het geval, de historische, de verhandelbare ¹⁵ of de marktwaarde van hun deelnemingen, min de schulden) en, anderzijds, hun beurswaarde. De décote wijst op het gebrek aan directe causaliteit (of transiviteit) tussen de door een portefeuillevennootschap voorgestelde

waardecreatie en de schommeling van de beurskapitalisatie van de portefeuillevennootschap zelf. De *décote* stelt de maatschappelijke werking van de ondernemingen die erdoor getroffen zijn ¹⁶ nochtans niet in vraag.

De *décote* resulteert uit een boekhoudkundige waardering die op het vermogen van de onderneming wordt toegepast volgens modaliteiten die vergelijkbaar zijn met de waardering van een bevek ¹⁷. Het zij wel opgemerkt dat portefeuillevennootschappen over een specifieke boekhoudreglementering beschikken ¹⁸.

De intrinsieke waarde komt overeen met een boekhoudkundige waardering van de onderneming, gedaan volgens de moderne boekhoudkundige school, van Amerikaanse origine, die voorhoudt dat om de waarde van een onderneming te bepalen, de op balansdatum geactualiseerde waarde van alle netto thesauriestromen die de onderneming in de toekomst zal kunnen genereren moet bepaald worden, gekwalificeerd als “economische waarde”.

Het betreft dus een ideaal globale boekhoudkundige benadering van de onderneming waarvan de toepassing (uitgebreid tot alle activa van de onderneming, met inbegrip van de goodwill betreffende de eigen immateriële activa, zoals een binnen de onderneming ontwikkeld merk, die volgens de in de ontwikkelde landen vigerende regelgevingen en normalisaties niet in de rekeningen voorkomen), theoretisch zou moeten leiden tot een boekhoudkundige waarde van de onderneming die, tenminste met betrekking tot genoteerde vennootschappen, bij de aanwezigheid van een efficiënte markt, de beurswaarde ervan benadert.

Deze benadering analyseert de onderneming in het licht van haar toekomstige thesauriestromen. In termen van boekhoudkundige waardering beschouwt ze ieder bestanddeel niet individueel, maar in de globale context van het maatschappelijk doel. Deze benadering, die veeleer op de

toekomst dan op het verleden gericht is, zou rekening moeten houden met aleatorische bestanddelen, zoals toekomstige in- en uitgaande thesauriestromen, de actualisatiecoëfficiënt(en), de gebruiksduur van de diverse productiefactoren, enz. Indien bij gebrek aan een betrouwbare referentie geen globale economische waarde kan weerhouden worden, doet de moderne school een beroep op drie waardemaatstaven die, onzes inziens, kaderen in de opgaande chronologie van de continuïteit van de activiteiten van de onderneming, namelijk de economische waarde op korte termijn ¹⁹, de netto realisatiewaarde en de vervangingswaarde (of kost).

Algemene denkpiste

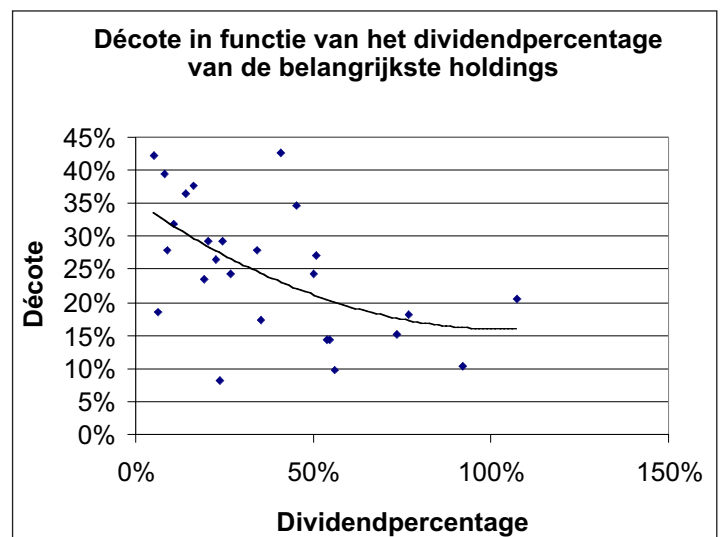
Onze denkpiste steunt op een simpel idee, met name dat de *décote* deels in verband kan worden gebracht met de verwachte dividendpolitiek ²⁰ van de portefeuillevennootschap of, hetgeen gelijkwaardig is, in verband kan worden gebracht met de graad van retentie van toekomstige voorwinst ²¹. De *décote* van verscheidene Belgische portefeuillevennootschappen is immers groter geworden tijdens de jaren waarin het dividendpercentage (of “pay out ratio”, met name het gedeelte van het nettoresultaat na belastingen dat aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd) verminderde ²².

We suggereren dus dat de *décote* niet losstaat van het beheer van de portefeuillevennootschap.

De hiernavolgende grafiek, opgesteld op basis van de openbare informatie

medegedeeld in de jaarverslagen van de voornaamste Belgische portefeuillevennootschappen (zonder onderscheid naargelang het jaar van de periode 1996-2000 noch qua onderneming, een statistisch zwakke en zeer omstreden poging, artificieel door het beperkt aantal waarnemingen) vertoont een bevredigende correlatie tussen de *décotegraad* en het dividendpercentage. Een soortgelijke relatie wordt vastgesteld voor bepaalde individuele portefeuillevennootschappen (maar niet voor alle, hetgeen de empirische validatie van de in dit artikel ontwikkelde beschouwingen ondermijnt) die een chronologische reeks verschaffen die voldoende lang is.

Verskillende gegevens pleiten voor de afhankelijkheid van de *décote* van factoren die endogeen zijn aan portefeuillevennootschappen: zelfs indien de *décote* van de Belgische portefeuillevennootschappen, over een lange periode genomen, globaal eenvormig evolueert, en het verleidelijk overkomt



daaraan een nationaal onderscheidend kenmerk ²³ toe te kennen, schommelt de mate van de *décote*, over korte perioden, van portefeuillevennootschap tot portefeuillevennootschap. Daarenboven vertonen enige zeldzame portefeuillevennootschappen soms een negatieve *décote*, met name een premie of een *surcote* ²⁴.

Ons voorstel treedt in de voetsporen van de academische onderzoeken over de rol van het dividend²⁵ als verklikker van de (in voorkomend geval) uiteenlopende belangen van de controleaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders²⁶. Volgens deze onderzoeksrichting wordt winst die niet aan de minderheidsaandeelhouders wordt uitgekeerd, volledig overgelaten aan de aanwending door de controleaandeelhouder. Laatstgenoemde kan ze gebruiken voor de financiering van investeringsprojecten die, in voorkomend geval, niet in het belang van deze minderheidsaandeelhouders zijn en mogelijks zelfs strijdig zijn met de maximalisatie van hun vermogensverrijking. In de nasleep van de beslissing om ondernemingsresultaten in te houden, ligt dus een soort van onteigening²⁷ van de minderheidsaandeelhouders verrat.

Aangezien de dividendpolitiek door de controleaandeelhouder wordt beslist, zou de *décote*, met andere woorden, de intensiteit van het beheersconflict tussen de controleaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders kunnen weerspiegelen²⁸⁻²⁹⁻³⁰. In deze optiek kadert de problematiek van de *décote* dus in deze van de "corporate governance"³¹⁻³², en in de mate van de controlewinst.

Standpunten van de academische literatuur

De invloed van de dividendpolitiek op de waarde van de onderneming heeft aanleiding gegeven tot een compacte academische literatuur. Twee grote stromingen staan historisch tegenover elkaar :

- Deze van de neutraliteit van de dividendpolitiek, met name de afwezigheid van invloed op de beurskoers, onder de naleving van zeer strikte voorwaarden, verdedigd door F. MODIGLIANI en M. MILLER³³. Volgens deze auteurs staat de beurswaarde van de onderneming los van de uitgekeerde dividenden en is de enige variabele die in aanmerking moet

worden genomen de investeringspolitiek. Zodra deze gekristalliseerd is, doet het er niet toe dat het programma gefinancierd wordt door de dividenden te verminderen of door het kapitaal te verhogen.

- Deze van de niet-neutraliteit die voorhoudt dat de beurswaarde van de onderneming beïnvloed wordt door de betaalde dividenden. Het enig doel van de onderneming is de rijkdom van de aandeelhouders te maximaliseren en de uitkering van dividenden is noodzakelijk wanneer de rendabiliteit van de investeringsprojecten lager is dan het marktrendement³⁴.

Daarenboven worden in verschillende studies argumenten ontwikkeld die bijzondere effecten van de dividenden in het licht stellen. We vermelden onder meer :

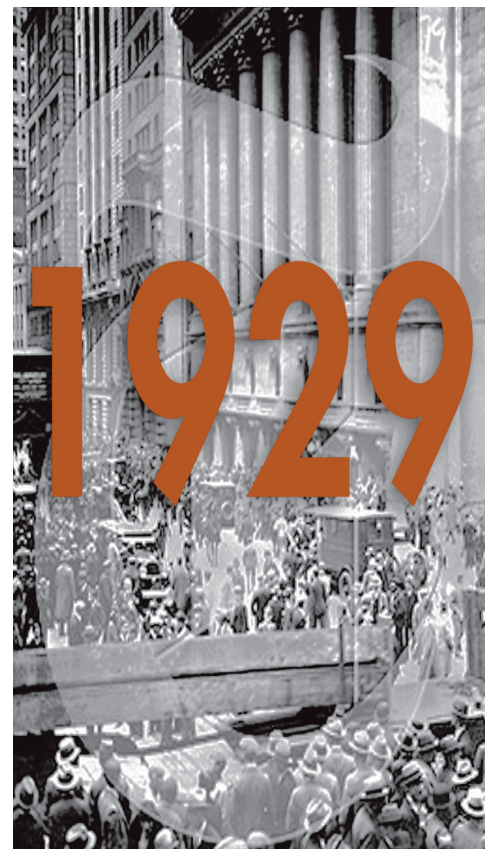
- De weerslag van de dividendbetaling op de koers van het aandeel. Dit feit kon in verscheidene landen empirisch worden gecheckt. De studies laten uitschijnen dat er geen neutraliteit is tussen de dividendbetaling en de meerwaarde en dat de markt a priori de eerste modaliteit verkiest³⁵.
- Het bestaan van een "klandize-effect" dat de aandeelhouders ertoe aanzet ondernemingen op te zoeken die een fiscaal oogmerk kunnen vervullen en de ondernemingen ertoe beweegt een dividendpolitiek in overeenstemming met de eisen van hun aandeelhouderschap te voeren.
- De informatie die het dividend bevat : het dividend zou een informatiedrager zijn betreffende de toekomstige rendabiliteit van de onderneming. Verscheidene academische studies onderstrepen dienaangaande de informatieve rol³⁶, met name dat de door een onderneming aan haar minderheidsaandeelhouders uitgekeerde dividenden een signaal inhouden (of over een informa-

tion content effect beschikken) betreffende de toekomstige winstcapaciteit³⁷.

Onlangs werden nog twee andere dividendconcepten ontwikkeld, namelijk de signalisatie en het agency.

Volgens de signalisatietheorie is de waarde van een onderneming gecorreleerd met het gedeelte van het kapitaal in handen van de controleaandeelhouder en is ze verbonden met de financiële structuur van deze onderneming. Iedere strategische wijziging van de controleaandeelhouder ten aanzien van zijn onderneming, brengt een wijziging in de perceptie van de toekomstige liquiditeitsstromen door de markt teweeg. Daaruit resulteert een andere waarde van de onderneming.

De theorie van het agency, daarentegen, houdt voor dat de controleaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders ieder bijzondere, en in voorkomend geval, tegengestelde belangen hebben. De controleaan-



deelhouder kan over meer informatie over de vooruitzichten van de onderneming beschikken dan de minderheidsaandeelhouders. De financiële beslissingen van de controleaandeelhouder zullen de opinie van de minderheidsaandeelhouders over de waarde van de onderneming beïnvloeden.

Te dien aanzien, en in tegenstelling tot het traditioneel concept dat de financiële activa gedefinieerd worden volgens de soort inkomsten die ze de houders ervan verschaffen, stellen HART en LA PORTA et al.³⁸ dat de activa veeleer gekarakteriseerd worden door de rechten die ze hun eigenaars verlenen. Met het opportunisme van de controleaandeelhouder, die poogt te handelen in zijn eigen belang, voor ogen, worden de rechten verbonden aan de roerende waarden essentieel: vanuit dat standpunt ontvangen de minderheidsaandeelhouders dividenden omdat ze tegen hun bedrijfsleiders kunnen stemmen die deze niet zouden uitbetalen³⁹. De rechten verbonden aan roerende waarden vertegenwoordigen rechten waaraan de bedrijfsleiders verzaken, teneinde financiering te bekomen, onder meer door de inhouding van een gedeelte van de resultaten.

De problemen inzake de asymmetrie van de informatie tussen de aandeelhouders en de beleggers, hebben een weerslag op de keuze van de financiële structuur. Een controleaandeelhouder die meent dat de waarde van de onderneming onderschat is, zal eerder verkiezen schulden aan te gaan dan aandelen uit te geven tegen een te lage koers, laat staan een kapitaalverhoging door te voeren. Door voor de financiering van een project door schuldenlast te kiezen, getuigt de controleaandeelhouder van zijn vertrouwen in zijn capaciteit tot aflossing van de schulden en indirect van zijn vertrouwen in de rendabiliteit van het project. Als we verder op de problemen van de asymmetrische informatie ingaan, komen we bij de theorie van

de “pecking order” die voorhoudt dat de controleaandeelhouder zijn financieringsbronnen in opgaande orde qua bemiddelings- en agencykosten kiest: autofinanciering, schuldenlast, eventueel onder de vorm van converteerbare obligaties, en ten slotte kapitaalverhoging.

De dividendpolitiek van de ondernemingen brengt trouwens verbazingwekkende paradoxen aan het licht. De door een vennootschap uitgegeven aandelen zijn in wezen risicokapitaal, waarbij het risico neerkomt op de wisselvalligheid van de dividenden en de onzekerheid de waarde van de aandelen zelf terug te krijgen.

Verscheidene academische studies benadrukken nochtans de waardeverhoging van aandelen waaraan een stabiel en vooral voorzienbaar dividend verbonden is. Weerspiegelt dit een vermindering van de kapitaalkost die verband houdt met een daling van de risicograad in verband met een aandeel die de richting uitgaat van deze in verband met een obligatie? Weerspiegelt dit ook een voorkeur voor zekerheid en liquiditeit? Het is moeilijk een unaniem antwoord op deze vragen te geven.

In het licht van voorgaande beschouwingen kadert de dividendpolitiek van de ondernemingen in hun tijdelijke opsmuk, en dus in de zin van een loskoppeling van de uitgekeerde dividenden van de ondernemingsresultaten.

Intuïtieve beschouwingen

Uitgaande van de hypothesen dat, enerzijds, het investeringsperspectief van de controleaandeelhouder minstens gelijk is aan dat van de minderheidsaandeelhouders en, anderzijds, dat het maatschappelijk voortbestaan van de portefeuillevennootschap hoofdzakelijk afhankelijk is van de strategie van de controleaandeelhouder⁴⁰, is de intrinsieke waarde voor laatstgenoemde de waarde-

maatstaf van pertinente waardecreatie. Met andere woorden, hoewel de controleaandeelhouder de controle over de mobilisatie van de activa van de portefeuillevennootschap uitoefent, is, behoudens bij schommelingen van het maatschappelijk kapitaal, de beurswaarde van de portefeuillevennootschap op zich voor deze aandeelhouder irrelevant^{41 42}.

Voor de minderheidsaandeelhouders daarentegen, is de beurswaarde de enige waardemaatstaf van het vermogen. De beurskoers, veroorzaakt door de voortdurende confrontatie tussen tegengestelde vooruitzichten, erkent slechts informatie waarover ze zelf autonoom kan debatteren, hetgeen in verband met de intrinsieke waarde niet het geval is.

Dat betekent niet dat de beurskoers geen rekening houdt met de intrinsieke waarde: ze weegt ongetwijfeld door op deze waarde, in een evolutieve verhouding, zoals kennisneming van andere informatie bijdraagt tot de efficiëntie van de effectenmarkt⁴³. De beurskoers is een ontmoeting van de intrinsieke waarde, de onzekerheid over de verkrijging van toekomstige winst en een evolutieve risicopremie, die een marktconsensus weergeeft.

De *décote* bewijst geenszins dat de beurswaarde niet adequaat is en deze intrinsieke waarde zou moeten bereiken. De *décote* houdt geen informatie van voorspellende aard over het beursrendement en/of een betrouwbaar signaal inzake de maximalisering van de waarde van de onderneming voor de minderheidsaandeelhouders in.

Daarenboven is het minimumrendement⁴⁴ dat vereist is om financiële investeringen door de inhouding van resultaten aan te gaan, verschillend voor de controleaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders. Gelet op het verschillend belang dat beide soorten aandeelhouders aan de intrinsieke en aan de beurswaarde toekennen, is het door de controle-

aandeelhouder vereiste minimumrendement lager dan het door de minderheidsaandeelhouder vereiste minimumrendement.

De filter van de controleaandeelhouder komt tot uiting in zijn macht om te beslissen over de dividendpolitiek van de portefeuillevennootschap. De minderheidsaandeelhouder valoriseert deze filter waarschijnlijk door een *décote* die de tijdelijke onzekerheid over de inning, onder de vorm van dividenden, van het rendement van de huidige en toekomstige deelnemingen van de portefeuillevennootschap vertegenwoordigt, en dus van het rendement in verband met de intrinsieke waarde⁴⁵.

Wanneer de beurswaardering van een portefeuillevennootschap aanleiding geeft tot een *décote* van $x\%$, betekent dit dat elke euro die van het resultaat van het boekjaar wordt afgenomen om te worden gereserveerd, marginaal tot een waardeverlies van $x\%$ van de transitie van de reservering in de beurskoers leidt. De politiek inzake de inhouding van resultaat, die afhangt van een enkelvoudige financiële logica, geeft dus niet alleen aanleiding tot de *décote* op zich, maar ook tot het voortbestaan ervan.

Omgekeerd zou uit een dividendpolitiek die ondanks de vaststelling van een *décote* wordt gevoerd, kunnen afgeleid worden dat het rendement dat in verband met de financiering van investeringen door een reservering wordt geëist, niet voor alle aandeelhouders hetzelfde is. Daar het rendement dat door de controleaandeelhouder wordt geëist minder hoog is dan hetgeen door de minderheidsaandeelhouders wordt geëist, wijst het verschil op een *décote* en derhalve op een eventueel conflict tussen deze twee categorieën aandeelhouders over de pertinentie en/of het enig karakter van het referentiekader van de waardecreatie^{46 47 48}.

Het verlies aan beurswaarde wegens de reservering lijkt dus samen te gaan met het aangaan van investeringen door de portefeuillevennootschap, waarvan het rendement lager is dan het door de minderheidsaandeelhouders geëiste rendement.

Het is niet zozeer de inhouding van resultaten van de portefeuillevennootschap die we als een tot de *décote* aanleiding gevende factor beschouwen, maar wel de onzekerheid over de gegrondheid van de aanwending en de toekomstige inning ervan.

De portefeuillevennootschappen zijn waarschijnlijk niet bij machte hun eigen *décote* te overstijgen. De *décote* brengt een theoretische verhoging van de kapitaalkost (uitgedrukt in termen van beurswaarde) teweeg die de controleaandeelhouder van de portefeuillevennootschap in een perverse situatie plaatst: als zijn oogmerk de maximalisatie van de verrijking van de minderheidsaandeelhouders is, moet hij investeringsprojecten zoeken, gefinancierd door de inhouding van resultaten, die des te rendabeler zijn naarmate de *décote* belangrijk is, hetgeen – in het beste geval – systematisch onmogelijk is en – in het slechtste geval – gewaagd⁴⁹. Deze eventuele stijging van het risico zou zich, van haar kant, kunnen vertalen in een stijging van de kapitaalkost die de beurskoers relatief zou kunnen doen dalen.

Anders gezegd weerspiegelt de *décote* het scepticisme van de minderheidsaandeelhouders over het optimaal nut van toekomstige investeringen die, dankzij de inhouding van toekomstige winst, door de controleaandeelhouder zullen gedaan worden, en vooral over de mogelijkheid voor deze minderheidsaandeelhouders om de door de controleaandeelhouder beloofde waardecreatie, onder de vorm van dividenden, te innen. Een stijging van de intrinsieke waarde van de portefeuillevennootschap zou der-

halve des te minder invloed op haar eigen beurskoers hebben⁵⁰ naarmate de vervroegde inhouding van toekomstige resultaten proportioneel aanzienlijk is⁵¹.

Conceptueel zou men, in het licht van hetgeen voorafgaat, de evolutie van de *décote* kunnen interpreteren als de waardemaatstaf van de intensiteit, uitgedrukt door de minderheidsaandeelhouders, van het conflict dat hen tegen de controleaandeelhouder plaatst⁵², minstens met betrekking tot het referentiekader van de maatstaf van verrijking van de aandeelhouders.

Uitgaande van een bestaande *décote* en in de veronderstelling dat de intrinsieke waarde een door de minderheidsaandeelhouders verifieerbaar gegeven is en van een dividendpercentage lager dan 100%, zou een (percentuele) stijging van de intrinsieke waarde van de portefeuillevennootschap, buiten de reikwijdte van de controleaandeelhouder, inductief een marginaal toeneemende stijging van de *décote* teweegbrengen, terwijl een daling van de intrinsieke waarde zou resulteren in een marginaal afnemende daling van de *décote*, tot bij de verdwijning ervan indien de intrinsieke waarde daalt tot het peil van de beurswaarde.

Deze beschouwing wordt als volgt gestaafd: wanneer de intrinsieke waarde stijgt en deze een latente meerwaarde voor de minderheidsaandeelhouders vertegenwoordigt, terwijl de toekomstige inning ervan onder de vorm van dividenden des te minder nabij is (en dus tijdelijk onzeker) naarmate de dividendpolitiek erop gericht is slechts een fractie van de winst uit te keren. Wordt het, daarmee samenhangend, waarschijnlijker dat de realisatie van deze latente meerwaarde zal gereserveerd worden, en derhalve dat de wederbelegging ervan door de controleaandeelhouder naar zijn goeddunken zal aangewend worden, hetgeen het scepticisme van de min-

derheidsaandeelhouders betreffende de toekomstige inning van deze waardecreatie nog zal doen toemen en derhalve de *décote* relatief zal doen stijgen.

Een wijziging in de aanwending van het resultaat leidend tot de jaarlijkse uitkering, onder de vorm van dividenden, van de totale winst van de portefeuillevennootschap, zou de *décote* – ten minste deels – moeten doen verdwijnen. Uitgaande van een vastgestelde *décote* zou de controleaandeelhouder van de portefeuillevennootschap deze kunnen doen afnemen door een vermindering van de toekomstige inhouding van de toekomstige resultaten aan te kondigen en door te voeren.

Deze denkpiste gaat ervan uit dat een portefeuillevennootschap die nieuwe investeringsprojecten wil opstarten, zich theoretisch zou moeten onderwerpen aan het oordeel van de minderheidsaandeelhouders met betrekking tot kapitaalverhogingen ⁵³.



De goedkeuring van dit financieeringsmodel (totale uitkering van de dividenden en een eventueel beroep doen op de markt) is weliswaar fiscaal (voorheffing van 15 of 25%) noch op het gebied van transactiekosten (registratierechten, plaatsingskosten, enz.) optimaal ⁵⁴. Het berooft de portefeuillevennootschap ook van een stuk liquide middelen waarmee ze snel investeringen zou kunnen realiseren. Dat model is ook niet altijd toepasbaar, op bijvoorbeeld meerwaarden op de omruiling van effecten (zie hierna – boekhoudkundige aspecten) ⁵⁵.

Maar omgekeerd bestraft een *décote* een beroep op de kapitaalmarkt en is een aanzienlijke inhouding van resultaten het enige middel dat op dat moment ter beschikking van de bedrijfsleiders van portefeuillevennootschappen staat om liquide middelen van de aandeelhouders te verkrijgen.

De idee van een totale winstuitkering (die derhalve overeenkomt met een pay out ratio die de eenheid benadert), zou een breuk inhouden met de gevolgde dividendpolitiek van de Belgische portefeuillevennootschappen. De controleaandeelhouders geven de voorkeur aan een monotone jaarlijkse verhoging van de dividenden, die slechts ten dele correleren met hun resultaten ⁵⁶. Wanneer de portefeuillevennootschappen meerwaarden op hun investeringen behalen, leidt dergelijke dividendpolitiek ertoe dat slechts een deel ervan aan hun minderheidsaandeelhouders wordt uitgekeerd ^{57 58}.

Merk terloops op dat, op het stuk van de fiscale afoming, de inkoop van eigen aandelen door een portefeuillevennootschap te verkiezen is boven een verhoging van het dividendpercentage ⁵⁹. Immers, de inkoop van eigen aandelen focust het verschil tussen de intrinsieke waarde ⁶⁰ en de beurskoers op de overblijvende aandeelhouders terwijl hogere dividenden eenvormig ten goede komen van

alle aandeelhouders. Maar waarschijnlijk betreft het een geschikte tussenoplossing, ook al hebben de portefeuillevennootschappen die ze hebben toegepast, niet alle een vermindering van de *décote* vastgesteld.

De gevolgen van de inkoop van eigen aandelen ⁶¹, blijkbaar zonder ingrijpende weerslag op de *décote* (terwijl men zou denken dat de *décote* aanzienlijker zou geweest zijn zonder deze inkoop van eigen aandelen) ontkrachten trouwens de pertinentie van de door ons voorgestelde suggesties.

Boekhoudkundige principes

Boekhoudkundig gezien illustreert de identificatie van de *décote*, die zelf resulteert uit een waardering van het vermogen van de portefeuillevennootschap tegen zijn marktwaarde, de toepassing van het boekhoudkundig realisatiebeginsel, dat de boekhoudkundige erkenning van latente opbrengsten beperkt (hetgeen één van de elementen van onderscheid tussen de boekhoudkundige en de marktwaarde van de deelnemingen van de portefeuillevennootschap uitmaakt).

Het boekhoudkundig realisatiebeginsel ⁶² vormt, te zamen met de boekhoudkundige beginsel van de historische kostprijs en met het voorzichtigheidsbeginsel, het derde boekhoudkundig waarderingsbeginsel. Dit boekhoudkundig beginsel stelt de chronologie van de verwerkingen in de resultatenrekening vast. Het heeft voornamelijk tot doel het tijdstip waarop een opbrengst boekhoudkundig moet worden geregistreerd vast te stellen, door deze met een bepaald boekjaar te verbinden.

De toepassing van het boekhoudkundig beginsel van de realisatie van opbrengsten voert voor de handels- en nijverheidsondernemingen de vereiste in dat enkel de opbrengsten die op de datum van afsluiting van het boekjaar gerealiseerd zijn, in resultaat mogen worden genomen.

Boekhoudrecht

Een ruimere interpretatie van het boekhoudkundig realisatiebeginsel betreft niet het tijdstip van de verwerking van de opbrengsten in de resultatenrekening maar de bestemming ervan, met name de aanwending van deze opbrengsten. Dienaangaande bevat het Belgisch Vennootschapsrecht verscheidene bepalingen die beperkingen met betrekking tot de winstverdeling instellen.

De vierde Richtlijn bevat bepalingen die een specifieke aanwending van sommige winstbestanddelen eisen ⁶³.

Het realisatiebeginsel, geanalyseerd vanuit de invalshoek van de *décote* van de portefeuillevennootschappen, betreft hoofdzakelijk de meerwaarden.

Een meerwaarde is een waardeverhoging van een actiefpost ⁶⁴. De meerwaarde is gerealiseerd wanneer ze beschikbaar is, ten gevolge van de vervreemding van het goed waarop ze betrekking heeft ⁶⁵. Het begrip realisatie van de meerwaarde impliceert de vereffening van het geïnvesteerde bestanddeel en de omzetting van het gerealiseerde bestanddeel in een andere waarde ⁶⁷. De boekhoudkundige realisatie van een meerwaarde is, net als de boekhoudkundige registratie van een opbrengst (met betrekking tot een al dan niet vastrentend effect) in de resultatenrekening, onderworpen aan de erkenning van een zekere schuldvordering.

Het Belgisch boekhoudrecht ⁶⁸ neemt aan dat een meerwaarde gerealiseerd is wanneer het actief (passief) dat er aan de oorsprong van ligt, het balansvermogen van de onderneming verlaat, maar volgens onze interpretatie bestaat er een mogelijkheid dat de waarde van het bewuste actief (passief) tussen de datum van de boekhoudkundige afsluiting en de datum van de afhandeling van de verrichting schommelt ⁶⁹. Met andere woorden wordt in het Belgisch boekhoudrecht een meerwaarde vastgesteld vanaf het ogenblik dat de over-



dracht van de risico's en de voordelen die inherent zijn aan de eigendom heeft plaatsgevonden ⁷⁰. Het Frans boekhoudrecht volgt dezelfde redenering ⁷¹.

Een gerealiseerde (of verwezenlijkte) meerwaarde onderscheidt zich van een uitgedrukte meerwaarde door het feit dat laatstgenoemde door de onderneming in haar boekhouding werd gewaardeerd, maar ze in het vermogen blijft opgenomen ⁷². Het ruilen ⁷³ van een goed tegen een ander brengt ook de realisatie ervan met zich mede.

Een ander referentiekader : De *Economic Value Added*[™]

Het onderzoek van de *décote* van de portefeuillevennootschappen houdt fundamenteel de vraag in naar de pertinentie van de verschillende referentiekaders aan de hand waarvan het vermogen van de onderneming wordt gemeten. Deze vraag is fundamenteel, want het is niet gezond het vermogen van de onderneming volgens twee afzon-

derlijke referentiekaders te bepalen, namelijk een beursreferentiekader, dat geacht wordt de verhandelbare waarde van de aandelen van de onderneming weer te geven, en een boekhoudkundig referentiekader, opgesteld volgens juridische beginselen, dat losgekoppeld is van de marktwaarde van de onderneming.

Het bestaan van twee referentiekaders ondermijnt de coherentie van de informatie die nochtans onontbeerlijk is voor de beursoperatoren en een verhoging van de kapitaalmarkt kan veroorzaken.

De boekhoudkundige waarde, vastgesteld op historische basis, verliest haar pertinentie, omdat ze soms enkel dient voor de berekening van de vennootschapsbelasting en om het bedrag van de resultaten van de onderneming vast te stellen dat als dividend moet uitgekeerd worden of, daarentegen, door de onderneming als reserves moet aangewend worden. Te dien aanzien verliezen men niet uit het oog dat het doel van boekhouding geconditioneerd is

door het meten van het vermogen van de onderneming haar financiële verplichtingen na te komen en, in tegenstelling tot beurswaarden, dus de voorkeur geeft aan het meten van de interne economie van de onderneming.

Het feit dat de boekhouding geen pertinent informatiemiddel is, doet uiteraard geen afbreuk aan het nut ervan als waardemaatstaf van de prestaties. De boekhoudkundige gegevens zijn zeker, betrouwbaar en dus onbetwistbaar. Maar dat is naast de kwestie : een beursmarkt in beweging zoekt opeenvolgende evenwichten van waarden die de continue en aleatorische vorming van beurswaarderingen weergeven. Het is in dat perspectief dat de jaarrekening haar relevantie verliest.

De professionals geven het grif toe : de boekhoudkundige ratio's die algemeen in de handelsscholen worden onderwezen, zijn niet in staat de beursprestatie te voorzien. Ze lijden bovendien aan mankementen die eigen zijn aan boekhoudsystemen (een veelheid van waarderingsregels, het niet in aanmerking nemen van de inflatie, gebrek aan onderscheid naargelang de risicocriteria en de beslissingsmacht van de bedrijfsleiders, enz.).

Het is binnen deze context dat de opkomst van nieuwe waardecreatieregels (of "value-based management"), die geleidelijk aan door de beursgenoteerde ondernemingen worden aangenomen, moet gezien worden. Deze methoden hebben een zelfde gemeenschappelijk doel, met name een verband te leggen tussen de boekhoudkundige gegevens en de beurswaarde ten einde deze twee soorten informatie onder één gestandaardiseerd formaat te verzoenen.

Het is dus niet zaak de centrale rol van de beurswaarde, die de consensus van de financiële markten over de werkelijke waarde van de ondernemingen weergeeft, in vraag te

stellen, maar veeleer bruggen te bouwen tussen geleidelijk uit elkaar gegroeide referentiekaders.

Maar gelet op de conceptuele benadering die wordt gevolgd, trachten de nieuwe waardecreatiemaatstaven jammer genoeg een derde referentiekader voor de beoordeling van het beheer van de onderneming in het leven te roepen.

De vraag rijst derhalve of deze waardecreatiemaatstaven, behalve het belang dat de intellectuele opbouw ervan inhoudt, voor de bedrijfsleiders en de aandeelhouders van een onderneming een toegevoegde waarde uitmaken, met name meer pertinente autonome informatie verstrekken dan de boekhoudkundige en de beursgegevens.

Deze vraag is andermaal van fundamentele aard op het gebied van de beurs. Hoewel de door de bedrijfsleiders van de ondernemingen vastgestelde indicatoren informatie verschaffen die in tegenspraak is met de evolutie van de beurskoersen, zijn ze in het beste geval een onbruikbaar gegeven en leiden ze in het slechtste geval tot de weerlegging van de vooronderstelde marktefficiëntie.

De efficiëntie van de markten houdt voor dat alle beschikbare informatie over een financieel actief onmiddellijk opgenomen wordt in de prijs van dat financieel actief. Als de markten efficiënt zijn, weegt iedere alternatieve waardecreatiemaatstaf uitgaande van het aandeelhouderchap die afwijkt van de beurskoers, volgens het gewicht dat hem toekomt, door in de beurskoersen en maakt hij het, in het beste geval, mogelijk de informatieoverdracht van de onderneming naar de beursmarkten te vergemakkelijken.

Gesteld dat de markten efficiënt zijn, hebben de alternatieve waardecreatiemaatstaven dus geen autonome pertinentie. De academische wereld buigt zich geleidelijk steeds meer over het onderscheidend karakter

van deze alternatieve maatstaven en de eerste conclusies lijken erop te wijzen dat ze waardeloos zijn als informatie met een voorspellende waarde over het beursrendement en/of een geloofwaardig signaal van maximalisatie van de waarde van de onderneming inhouden.

Toch komt het nuttig voor enige aandacht te besteden aan een opkomend concept, met name de "Economic Value Added" (of EVA) ⁷⁴.

De EVA is gebaseerd op vastgestelde concepten, met name dat de beurswaarde van de onderneming gebaseerd is op haar vermogen financiële stromen te doen ontstaan waarop een door de aandeelhouders geëiste rendementscoëfficiënt wordt toegepast, dewelke op zijn beurt het economisch risico en de financieringsstructuur (met name de verhouding schulden – eigen vermogen) weergeeft.

In zijn elementaire vorm wordt de EVA gedefinieerd als de jaarlijkse nettobedrijfswinst na belastingen (of NOPAT in het Engels), verminderd met de financiering (onder de vorm van schulden en eigen vermogen) waarover de onderneming beschikt, vermenigvuldigd met de kapitaalkost.

De EVA kan als volgt worden geformuleerd :

$$EVA = NOPAT - (\text{Kapitaal} \times \text{kapitaalkost})$$

De EVA staat voor de boekhoudkundige toegevoegde waarde, door de onderneming op een boekjaar verwezenlijkt, met name het bedrag van bedrijfswinst waarvan een kost wordt afgetrokken die de kosten van het vastliggend kapitaal vertegenwoordigt. Het betreft dus een restinkomen, dat het rendement van de aandeelhouders, gecompenseerd met het door laatstgenoemden gedragen risico, meet. Zoals de voornaamste boekhoudkundige ratio's wordt de

EVA in absolute bedragen, en niet in percentages, uitgedrukt. De EVA combineert gegevens van de balans en van de resultatenrekening.

Wanneer de EVA van een onderneming nul is, betekent zulks dat de aandeelhouders een rendement (gelegen tussen de boekhoudkundige en beursrendementsconcepten) hebben gerealiseerd dat het risico dat ze dragen vergoedt. Het doel van de EVA is bijgevolg de waardemaatstaf van de beheersbeslissingen met de doelstellingen van de aandeelhouders in overeenstemming te brengen.

De EVA is dus een prestatie maatstaf die meer informatie geeft dan de winst per aandeel (die de kapitaalkost in verband met die winst verbergt) en het rendement op de activa (die evenmin met de kapitaalkost rekening houdt).

De ingrediënten van deze formule vereisen enige toelichting.

Het kapitaal vertegenwoordigt de som van het eigen vermogen en de rentedragende schulden, na enige aanpassingen gewaardeerd tegen hun boekhoudkundige waarde. De aanwending van de boekhoudkundige waarde wordt door enige auteurs – onzes inziens trouwens terecht – gecontesteerd. Deze houden voor dat de markt- (of beurs)waarde van het eigen vermogen en de schulden relevanter is en dat de houder van het eigen vermogen en de schulden van de onderneming, die op de tweede markt actief is, inderdaad ook de marktwaarde van deze instrumenten uitgeeft.

De kapitaalkost waarmee de EVA rekening houdt, is de gemiddelde kapitaalkost. Hij staat voor een gemiddelde tussen het door de aandeelhouders en door de schuldeisers geëiste rendement, gewogen volgens het relatief belang van deze twee financieringsmiddelen, rekening gehouden met de fiscale aftrek van de interesten op de door de onderneming aangegane schulden. De kapi-

taalkost is dus niets anders dan de “weighted average cost of capital” of WACC. De WACC is trouwens ook niet vrij van kritiek: de WACC veronderstelt bijvoorbeeld een tijdelijke stabiliteit van de omvang van de eigen middelen en schulden van de onderneming, een hypothese die in de praktijk zelden wordt vastgesteld⁷⁵.

De NOPAT vormt waarschijnlijk de enige nieuwigheid van de formule. Dit begrip staat voor de winst van de onderneming, na belastingen, maar vóór enige financiële kost (interest en dividenden) van de onderneming.

De NOPAT ligt behoorlijk dicht bij de winst na belastingen van de onderneming, vermeerderd met de netto rentelast van de belastingen (om het fiscaal effect van de schuldenlast te neutraliseren).

De NOPAT onderscheidt zich van cashflow doordat NOPAT (in tegenstelling tot cashflow) rekening houdt met de afschrijvingen, omdat het verbruik van de materiële vaste activa die noodzakelijk zijn voor de exploitatie van de onderneming in rekening moeten worden gebracht. Aangezien de NOPAT berekend wordt vóór enige financieringskost, houdt hij geen rekening met de financieringsstructuur van de onderneming, dewelke weergegeven wordt door de kapitaalkost.

De NOPAT moet een reeks bewerkingen ondergaan om rekening te houden met de geldstromen die niet door de boekhoudkundige gegevens worden weergegeven, en zulks om deze boekhoudkundige vertekeningen uit te schakelen.

Om van de boekhoudkundige gegevens naar de economische gegevens van NOPAT over te gaan, worden meer dan 160 aanpassingen van variabele belangrijkheid geïdentificeerd. De ondernemingen die deze gegevens opstellen, beperken zich in de praktijk tot een tiental correcties, naargelang de gemakkelijksgraad van de uitwerking ervan. Deze betreffen in

hoofdzaak de latente belastingen (geëlimineerd omdat ze geen ontvangsten of uitgaven vormen), de niet gerealiseerde wisselkoerswinst en –verliezen, de kosten en inkomsten waarvan de boekhoudkundige registratie over twee of meer boekjaren gespreid is, de voorraden (verbeterd als de FIFO-methode, die gunstiger is voor de resultatenrekening, bij prijsstijgingen gebruikt werd), de kosten voor onderzoek en ontwikkeling (waarvan de afschrijvingskosten aan de resultatenrekening en het niet-afgeschreven gedeelte aan het kapitaal wordt onttrokken), de goodwill (die een gelijkaardige behandeling als de kosten voor onderzoek en ontwikkeling ondergaat), de voorzieningen (waarvan de behandeling verschilt al naargelang ze al dan niet gelijkgesteld worden met eigen vermogen) enz.

De NOPAT verwijderd ook de uitzonderlijke elementen, die geen verband houden met de gewone bedrijfsuitoefening van de onderneming, uit de resultatenrekening, teneinde zo dicht mogelijk een genormaliseerd resultaat te benaderen. Maar de NOPAT elimineert in geen geval de verstoringen veroorzaakt door de inflatie en de structuur van de activa. Deze waardemaatstaf is bovendien weinig geschikt voor vergelijkingen binnen of buiten de sector, behalve als het de bedoeling is een genormaliseerd bedrijfsgemeenschappelijk kapitaal in te voeren dat nog moet vastgesteld worden.

Zoals hiervoor gesteld, worden de afschrijvingen niet opnieuw aan het boekhoudkundig resultaat toegevoegd, omdat ze het gebruik van het productief kapitaal vertegenwoordigen. Deze stelling verbergt twee conceptuele moeilijkheden, namelijk de pertinentie van een verschillende behandeling naargelang de afschrijvingen materiële of daarentegen immateriële vaste activa betreffen en de gepastheid van het afschrijvingsritme.

De EVA-methodologie vereist derhalve

een herberekening van de afschrijvingskost teneinde deze in verhouding tot het gebruik van de ermee overeenstemmende materiële vaste activa op te nemen. Deze correctie is bijvoorbeeld nodig wanneer de afschrijvingen, vaak wegens fiscale beweegredenen, degressief berekend zijn. Er bestaan dus verscheiden EVA's, opgesteld naargelang de verschillende hypothesen van de economische afschrijvingskost.

De EVA maakt het misschien mogelijk de doelstellingen van de aandeelhouders en van de bedrijfsleiders min of meer op elkaar af te stellen. Maar deze veronderstelling houdt een open vraag in, met name de graad van invloed van de bedrijfsleiders op de EVA en hun eventuele bekwaamheid er de waardemaatstaf van te manipuleren. Als de EVA inderdaad een betrouwbare waardemaatstaf van de efficiëntie van de bedrijfsleiders is, bestaat de kans dat ze het bij een eventuele instorting van de beurswaarde moeilijk zullen hebben de gegrondheid van hun prestaties te rechtvaardigen. Op markten waarvan de efficiëntie continu toeneemt, is de enige financiële parameter die niet kan veronachtzaamd worden, onzes inziens, de beurswaarde van de ondernemingen.

Ongeacht de pertinentie ervan, zal de EVA toch een waardemaatstaf van voorbijprestaties blijven, en derhalve onbetrouwbaar om de richting en de omvang van toekomstige beurschommelingen aan te geven. Verschillende academische studies bevestigen deze intuïtieve beschouwing en recentelijk werd het bestaan van een zwakke correlatie (44%) tussen de EVA en de beurswaarde van ondernemingen die deze methode gebruiken bevestigd ⁷⁶.

Aanvullende conclusies

Het verband tussen de omvang van de décote en andere factoren, zoals het relatief belang van het controleaandeelhoudersschap, het belang van de controle over de deelnemingen van de portefeuillevennootschap

zelf, de liquiditeit van de effecten van de portefeuillevennootschap en van haar deelnemingen, enz., moet ongetwijfeld nagegaan worden.

De dividendpolitiek van de ondernemingen roept, meer algemeen, andere vragen op die in dit artikel niet worden besproken. Onder meer rijst de vraag of een dividendpolitiek die het mogelijk maakt het dividend te voorzien, niet wijst op de keuze van de controleaandeelhouder om zijn eigen verhoogt risico/rendabiliteitsprofiel los te koppelen van dat van de minderheidsaandeelhouders, waardoor de verhoogde stabilisatie van de beurskoers, die eventueel bereikt wordt door een voorzienbare dividendstroom, de controleaandeelhouder ervan ontslaat zich te verantwoorden voor zijn prestaties. In het licht van de hiervoor gestelde vraag ware het misschien interessant even dieper in te gaan op de eventuele voorkeur van de minderheidsaandeelhouders voor een voorzienbare dividendstroom, waardoor het risico in verband met het bezit van aandelen afneemt en meer in de buurt komt van het risico verbonden aan obligatiebezit. Een andere vraag betreft het tijdsverschiet na afloop waarvan de controleaandeelhouder het verschil tussen de intrinsieke waarde en de beurswaarde van de portefeuillevennootschap optrekt.

Voetnoten

- ¹ Zie bijvoorbeeld, DAEMS, H., "The holding company : essays on financial intermediation, concentration and capital market imperfections in the Belgian economy", Leuven, KUL, 1975, XII.
- ² Voor een onderzoek van het concept holding in Europa, zie VAN HULLE, C., "On the nature of European Sociétés à portefeuille Groups" International Review of Law and Economics, 1998, nr. 18, p. 25 e.v.
- ³ SIAENS, A. et WALRAVENS, M., "Valorisation d'un holding : le problème de la décote", Revue de la Banque, juni 1993, pp. 305-313.
- ⁴ Een nog te bewijzen verklaring zou zijn dat dit verschijnsel niet vreemd is aan het feit dat beveks, die in zeker opzicht spaarvehikels in holdingaandelen zijn, de laatste jaren populair geworden zijn.

Kapitalisatiebeveks maken het mogelijk de inhouding van roerende voorheffing te ontlopen.

- ⁵ Hoewel de décote alle handels- en nijverheidsondernemingen treft, versterkt de tussenpositie van een holding tussen het aandeelhoudersschap van deze handels- en nijverheidsondernemingen en de aandeelhouders van de portefeuillevennootschap, theoretisch deze décote.
- ⁶ Diversificatie heeft in het algemeen een marginaal negatief effect op de waarde van de onderneming. Zie dienaangaande LANG, L. en STULZ, R., "Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance", Journal of Political Economy, 1994, nr. 102, p. 1248 e.v. evenals BERGER, P. en OFEK, E., "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of Financial Economics, 1995, nr. 37, p. 39 e.v. PRAET stelt dat in het Belgisch geval, "the family-owned firms perform significantly better than the subsidiaries of holding companies." - zie Praet, A., "The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium", EHSAL, April 2001, mimeo.
- ⁷ Dit argument, dat in de jaren '80 vaak werd ingeroepen, heeft aan relevantie verloren sinds de invoering in 1991 van een fiscaal gunstige vrijstellingsregeling voor meerwaarden op aandelen en DBI's.
- ⁸ Dit argument lijkt ons minder pertinent. Immers, in een identieke schuldenlastzone kan het beroep op leningen verplaatst worden naar deelnemingen die activa van de portefeuillevennootschap uitmaken, PRAET voert in het Belgisch geval aan dat "the evidence available does not indicate that the holding companies create benefits for their subsidiaries through a higher debt capacity." - zie. Praet, A., "The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium", EHSAL, April 2001, mimeo
- ⁹ In dezelfde zin, zie BERGER, P. en OFEK, E., "Diversification's Effect on Firm Value", Journal of Financial Economics, 1995, nr. 37, p. 39 e.v.
- ¹⁰ Om een markt als liquide te beschouwen moeten twee voorwaarden vervuld zijn : de markt moet in gemeen overleg regelmatig georganiseerd zijn of functioneren op initiatief van de financiële instellingen - markt-houders die de kwoteringen ervan verzekeren en het volume aan verrichtingen moet volstaan opdat de kwotering niet zou beïnvloed worden door de verkoop van verkregen effecten. Zie als verwijzing naar de Belgische regelgeving art. 35ter, §2, lid 4 van het KB van 23 september 1992 betreffende de jaarrekening van de kredietinstellingen.

- ¹¹ Zie BERGER, P. en OFEK, E., o. c.
- ¹² Wanneer een aandeelhouder uit de controle van de onderneming financiële voordelen trekt en aldus een gedeelte van de door de onderneming verwezenlijkte rijkdom verkrijgt dat niet in verhouding staat tot zijn deelneming in het kapitaal, spreekt men van winstonttrekking (private benefits).
- ¹³ Deze studie benaderde de aanwezigheid van een controleaandeelhouderschap in alle beschouwde holdings evenwel slechts subsidiair. Een interessante vaststelling is dat verscheidene pogingen om de décote te doen dalen met het pay-outpercentage, voor een pay out van 1 aanleiding gaven tot een décote van 15%.
- ¹⁴ In dit artikel wordt verondersteld dat de décote betrouwbaar is voor derden ten aanzien van de onderneming. De meeste genoteerde ondernemingen onderwerpen de berekening ervan trouwens aan de goedkeuring van hun commissaris-revisor.
- ¹⁵ Het gebruik van de beurswaarde van deelnemingen voor de berekening van de intrinsieke waarde geeft aanleiding tot conceptuele vragen. De beurswaarde houdt immers geen rekening met een controlepremie noch met een décote inzake eventuele illiquiditeit. De beurswaarde kan daardoor zowel positief als negatief vertekend zijn.
- ¹⁶ Bij portefeuillevennootschappen die bij hun investeringen daarentegen een controleverwervingsstrategie nastreven, annuleert de décote van de onderneming voor haar minderheidsaandeelhouders – minstens gedeeltelijk – de eventuele tegeldemaking van de controlepremies betreffende de investeringen van de portefeuillevennootschap.
- ¹⁷ OPCVM's (beleggingsfondsen) zijn onderworpen aan de bepalingen van het KB van 8 maart 1994 op de boekhouding en de jaarrekening van bepaalde instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming. Meer bepaald beoogt deze regelgeving de beleggingsfondsen die beleggen in de categorieën beleggingen bedoeld bij artikel 122, § 1, 1° en 2° van deze wet. Het KB van 8 maart 1994 houdt rekening met de bijzondere aard van de beleggingsinstellingen en de specifieke vereisten die daaruit voortvloeien op het gebied van hun boekhouding en van de informatieverstrekking aan de houders van de rechten van deelneming. Dat verklaart onder meer de verplichte toepassing van de waarderingregel van de "fair value", met name om het verband te doen uitkomen tussen de boekhouding van het beleggingsfonds en de permanente boekhoudkundige inventaris van zijn balansvermogen, die elke dag waarop rechten van deelneming worden uitgegeven of ingekocht moet worden bijgewerkt (op zulkdanige wijze dat de boekhoudkundige inventariswaarde waarmee rekening moet worden gehouden bij iedere uitgifte of inkoop van rechten automatisch wordt berekend).
- ¹⁷ KB nr. 64 van 10 november 1967 tot regeling van het statuut van de portefeuillevennootschappen [BS van 14 november 1967] en KB van 1 september 1986 betreffende de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening van de portefeuillevennootschappen [BS van 19 december 1986] – Zie ook COMMISSIE VOOR HET BANK- EN FINANCIËWEZEN, supplement, "Verslag 1990-1991".
- ¹⁹ De economische waarde op korte termijn van een goed (financieel of niet-financieel, wat voor laatstgenoemd goed waarderingproblemen met zich brengt) is de geactualiseerde waarde, op de beschouwde datum, van de netto thesauriestromen die op korte termijn door het beschouwde goed, in zijn huidige staat en binnen de globale context van de onderneming, zouden kunnen worden gegenereerd - APOTHELOZ, B. en STETTLER, A., o.c., p. 194.
- ²⁰ Voor een overzicht van de literatuur over deze drie grote dividendtheorieën (clientele hypothesis, signalling hypothesis en Agency hypothesis) en de voornaamste verrichte proefnemingen, zie BHATTACHARYYA, N., "Good managers work more and pay less dividends : A screening model of Dividend Policy", University of British Columbia, Vancouver, Mai 1998, mimeo. Zie LEASE, R.C. et al., "Dividend policy", Harvard Business School Press, Boston, 2000.
- ²¹ Kapitalen die door het optioneel dividendstelsel onrechtstreeks worden bewaard, worden voor de inhouding van de roerende voorheffing voor de belastingplichtigen die eraan onderworpen zijn, gelijkgesteld met een inhouding.
- ²² Het onderzoek van de boekhoudkundige gegevens van de 15 voornaamste Belgische holdings, zoals weergegeven in het memento van de waarden, vertoont tussen 1995 en 1999 een daling van het pay-outpercentage van 44,3% tot 20,5%. Verscheidene regressies tussen het dividendpercentage en de décote bevestigden trouwens hun omgekeerde relatie, zij het met een gemiddelde correlatie.
- ²³ Over het bestaan van nationale kenmerken, raadpleeg LA PORTA, R. et al., "Agency Problems and Dividend Policies around the world", Harvard University et University of Chicago, January 1999, mimeo.
- ²⁴ In België was dat op 31 december 1985 en 1900 bijvoorbeeld het geval voor COBEPA – zie COBEPA, Jaarverslag 2000, p. 1.
- ²⁵ Een interessante compilatie over de dividendpolitiek van de ondernemingen is beschikbaar op de website http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/GHSurvey/dividend_policy.htm
- ²⁶ Op Euronext-Brussel bezit de hoofdaandeelhouder van een beursgenoteerde vennootschap gemiddeld 39,7% van het kapitaal. Het aandeel van de institutionele beleggers bedraagt gemiddeld 17,1%. Voor een onderzoek naar het aandeelhouderschap van de verschillende genoteerde Belgische vennootschappen, zie VAN WATERSHOOT, J., "De terugkeer van de familiale aandeelhouder", Financiële Berichten, BBL, juni 2001, nr. 2366, p.1 e.v.
- ²⁷ PRAET stelt dat "the discount of the holding companies is often interpreted as an indication of ...shareholder expropriation"- zie Praet, A., "The Efficiency of Security Substitution by Diversified Holding Companies in Belgium", EHSAL, April 2001, mimeo. Zie ook CHAUVEAU, T. en PHELIZON, C., "OPA : Illustration du rôle disciplinaire du marché par une modélisation explicite des profits privés", CNRS, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, juli 2000, mimeo.
- ²⁸ Raadpleeg dienaangaande, MAURY, B. en PAJUSTE, A., "Controlling Shareholders, Agency problems and Dividend Policy in Finland", Université d'Helsinki, July 23, 2001, mimeo. Zie ook GOSHEN, Z., "Shareholder Dividend Options", Yale Law Journal, vol. 104, Januari 1995, nr. 4.
- ²⁹ Deze uitdrukking werd ongelukkig vertaald, een agencyconflict moet opgevat worden als : "An agency relationship is a contract under which the principals engage the agent to perform some service on their behalf, which involves delegating some decision-making authority to the agent. Agent responds to incentives and will not always act in the best interest of the principal." In het geval van een onderneming, "The stockholders are the principals, the manager is the agent, the manager's actions are not fully observable by the stockholders. The manager's interests are not always the same as the stockholders." Als, volgens de agencytheorie, alle aandeelhouders hetzelfde dividend per gehouden aandeel ontvangen en de hoofdaandeelhouder zijn rijkdom kan vergroten door een deel van de inkomsten van de onderneming onder de vorm van persoonlijke voordelen op zich af te wentelen, staat de beurswaarde van de onderneming in toenemende mate in functie van het percentage door de hoofdaandeelhouder gehouden aandelen. Hoe hoger dit percentage, des te forsier de agencyproblemen ingevolge de scheiding van de eigendom en de controle

worden verzacht, door het naar elkaar toe-groeien van de belangen van de bedrijfsleiders en de aandeelhouders.

- ³⁰ Raadpleeg op dit onderzoeksgebied, EASTERBROOK, F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review*, September 1984, p. 650 e.v. en JENSEN, M., "Agency cost of free cash flow, corporate finance and take-overs", *American Economic Review*, 76, p. 323 e.v. Raadpleeg ook BURKART, M. et al., "Large shareholders, Monitoring and The Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, 1997, augustus, p. 693 e.v.
- ³¹ "Corporate governance" of bestuur van de onderneming, het systeem waarmee de ondernemingen worden beheerd en gecontroleerd, bevat regels op de grens tussen het recht en de economie betreffende de ondernemingen, in het bijzonder de grote ondernemingen en de beursgenoteerde ondernemingen. Het Engels verslag CADBURY van 1992 was het eerste in Europa om toepasselijke regels inzake "corporate governance" uit te vaardigen, gevolgd door Frankrijk met het verslag VIÉNOT van 1995 (Voor een volledig overzicht van de commissies en de aanbevelingen inzake "corporate governance" over heel de wereld, raadpleeg de website <http://www.ecgn.org>). In België hebben twee instellingen aanbevelingen op het stuk van de "corporate governance" uitgevaardigd. DE COMMISSIE VOOR HET BANK- EN FINANCIËWEZEN, enerzijds, wijdde zich in het bijzonder aan de organisatie van de externe communicatie van de beursgenoteerde ondernemingen op het gebied van de "corporate governance", terwijl de BEURS VAN BRUSSEL (Brussels Exchanges, BXS, inmiddels gefuseerd binnen Euronext onder de naam van EURO-NEXT BRUSSELS) een "corporate governance"-commissie heeft opgericht die een aantal aanbevelingen ten gronde heeft geformuleerd. Beide instellingen hebben hun aanbevelingen gepubliceerd in een gemeenschappelijke brochure. Onder de uitdrukking "corporate governance" komen uiteenlopende aspecten aan bod zoals de verdeling van de taken en verantwoordelijkheden onder de verschillende partijen en beheersorganen van de ondernemingen: aandeelhouders – raad van bestuur - directiecomité, de transparantie van het aandeelhouderschap, de financiële communicatie. Zie ook MAEDER, R. in "Introduction – La comptabilité à l'heure du gouvernement d'entreprise", *Revue Française de Gestion, Fondation Nationale pour l'enseignement de la gestion des entreprises*, nr. 121, november-december 1998, p. 80. Zie ook CATS, J.-F. en DE SAMBLANX, M.J., "Le révi-

seur d'entreprises et le corporate governance", *Reflète & Perspective de la vie économique*, De Boeck Université, t. XXXVII, 3de kwartaal 1998-3, p. 59 e.v.

- ³² Over de taak van een controleaandeelhouder in het licht van de vereisten van corporate governance zijn verscheidene academische studies met uiteenlopende conclusies verschenen, zie HOLDERNESS, C.G. en DENNIS P., "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, nr. 20, p. 317 e.v., ZECKHAUSER, R.J. en POUND, J., "Are Large Shareholders Effective monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, in *Asymmetric Information*", *Corporate Finance and Investment*, 1990, Chicago, University of Chicago Press, MCCONNELL, J.J. en SERVAES, H., "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 1990, nr. 27, p. 595 e.v.
- ³³ In een zuivere en perfecte financiële omgeving, zonder belastingen noch transactiekosten, blijft de rijkdom van de aandeelhouders dezelfde, ongeacht de gevolgde dividendpolitiek. In een reële omgeving ontstaan wrijvingen waardoor de dividendpolitiek een weerslag op de rijkdom van de aandeelhouders kan hebben. Deze onvolkomenheden omvatten onder meer de fiscaliteit, de externe financieringskosten en de informatieve inhoud van de dividenden. In 1973 toonden BLACK en SCHOLES, steunend op de optietheorie, aan dat de eerste stelling van MODIGLIANI en MILLER, bij ontstentenis van belastingen, zou kunnen uitgebreid worden tot het geval van de gewaarde schulden. De waarde van de onderneming is onafhankelijk van haar financiële structuur. Het schuldenbedrag wijzigt niet de globale waarde van de onderneming, maar enkel de omdeling tussen de waarde van de schulden en deze van de aandelen. Een verhoging van de schuldenlast, waarbij de waarde van de onderneming constant blijft, verhoogt dan kans op een faillissement en vermindert de marktwaarde van de andere effecten.
- ³⁴ Zie voorstel 2.
- ³⁵ Gordon stelt dat "...The expected stream of future dividends will be discounted at a lower rate than expected capital gains", zie GORDON, M. J., "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, 1959, n° 41, p. 99 e.v.
- ³⁶ Zie H. MOZES and D. RAPACCIOLI, "The relation among dividend policy, firm size, and the information content of earnings announcements", *The Journal of Financial Research*, 1995, 18 (1), p. 75 e.v.

- ³⁷ Van de talrijke referenties, zie o.m., BHATTACHARYA, S., "Imperfect Information, dividend policy and the bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics*, 1979, 10, p. 259 e.v. Zie ook AHARONY, J., and SWARY, I., "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 1980, Mars, p.1 e.v., KWAN, C., "Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1981, Juni, p. 193 e.v. en ROSS, S., WESTERFIELD, R. en JAFFE, J., "Corporate Finance", 1988, p. 478, 479 en 482.

- ³⁸ HART, O., "Firms, contracts and Financial Structure", 1995, London Oxford University Press en LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 1997, nr. 52.

- ³⁹ Daar de controleaandeelhouder vaak over een feitelijke meerderheid, zijnde de totale macht, beschikt, kan deze hypothese zwak lijken. De tegenstand van de aandeelhouders op lange termijn, zou de grondvesten van de onderneming in gevaar kunnen brengen en ieder beroep op de kapitaalmarkt hypothekeren.

- ⁴⁰ Deze hypothese werpt terloops de vraag op hoe "het bestaan van een holding beëindigd wordt". Behalve bij een geleidelijke vereffening van de activa, gevolgd door de verdeling ervan onder de aandeelhouders, – wat een weinig voorkomend geval is -, bestaat er geen enkele zekerheid, tenzij een beslissing van het controleaandeelhouder-schap, dat de minderheidsaandeelhouders de intrinsieke waarde zullen innen.

- ⁴¹ De intrinsieke waarde is de pertinente waardemaatstaf van het vermogen voor de controleaandeelhouder, terwijl de beurswaarde de pertinente waardemaatstaf van het vermogen is voor de minderheidsaandeelhouder. Dit voorstel betekent niet dat, als de meerderheidsaandeelhouder de effecten van de minderheidsaandeelhouder wil afkopen, hij zich kan vergenoegen deze tegen de beurswaarde over te nemen. Moet hij ze daarentegen niet overnemen tegen de waarde die voor hem de pertinente waarde is, met name de patrimoniale waarde.

- ⁴² Deze vaststelling komt reeds tot uiting in de waarderingmethoden van de aandelen. De waardering van een aandeel door een minderheidsaandeelhouder, resulteert uit de actualisatie van een dividendenstroom, terwijl de controleaandeelhouder een actualisatie van de "free cashflow" zal toepassen, die normaal veel hoger is dan de divi-

- denden, omdat hij de beschikbaarheid over de door hem gecontroleerde onderneming opgeleverde liquiditeiten zal controleren (zie in deze zin, ARAWAL, A. en JAYARAMA, N., "The Dividend policies of all-equity firms : A direct test of the free cash flow theory", *Managerial and Decisions Economics*, vol. 15, 1984, p. 139 e.v.) Theoretisch, en wanneer alles hetzelfde blijft, moeten deze twee waarderingmethoden tot dezelfde waarde leiden. In de praktijk leidt de "free cashflows"-methode tot een hogere waardering dewelke het naar goedgevoelen controleren van de door de onderneming gegenereerde liquiditeiten weerspiegelt, die conceptueel bijdragen tot de aanwezigheid van een controlepremie.
- ⁴³ De marktefficiëntie vereist dat alle beschikbare informatie over een aandeel onmiddellijk in de prijs van dat aandeel wordt opgenomen. Als de markten efficiënt zijn, weegt de intrinsieke waarde, die afwijkt van de beurskoers, door in de beurskoers. ROSS, S., et al. definiëren een efficiënte markt als een markt "in which stock prices fully reflect available information". Voor een studie over de nuances en de verschillende vormen van efficiëntie, zie ROSS S., WESTERFIELD R. en JAFFE J., "Corporate Finance", vierde editie, Irwin, Chicago, 1996, p. 335 e.v., alsook BREALEY, R. en MYERS, S., "Principles of Corporate Finance", vierde editie, MC Graw Hill, 1991, p. 257 e.v.
- ⁴⁴ of "hurdle rate" in de Angelsaksische literatuur.
- ⁴⁵ De asymmetrie qua informatie tussen een controleaandeelhouder en een minderheidsaandeelhouder, gaat daarenboven gepaard met een essentieel verschil in het beleggingsperspectief, dat essentieel gemiddeld langer is voor de controleaandeelhouder dan voor de minderheidsaandeelhouder.
- ⁴⁶ Deze waardeafbouw kan er misschien toe leiden dat de vaststelling van het rendement, op de beurskoers, van de dankzij het reserveren van de resultaten gerealiseerde investeringen, wordt uitgesteld in de tijd. Het zijn de controleaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders wier investeringsperspectief overeenstemt met dat van de controleaandeelhouder, die het later zouden moeten innen. Dat is meteen de gewettigde en opportune reden waarom tal van bedrijfsleiders van holdings de trouw van hun minderheidsaandeelhouderschap aanmoedigen.
- ⁴⁷ In de interpretatie van het dividendpercentage als een signaal van het conflict tussen de meederheidsaandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders, zie GUGLER, K.P. en YURTOGLU, B.B., "Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", Universiteit van Wenen, Research paper voorgesteld op het EFA-congres van 2001.
- ⁴⁸ De *décote* kan mutatis mutandis in parallel geplaatst worden met de theorie van de "q"-ratio van Tobin. Laatstgenoemde suggereert dat de ondernemingen zo veel en zo lang investeren als hun beurskapitalisatie hoger is dan de vervangingskost van hun activa. Zie EVANS, J.P. en GENTRY, J.A., "Using Tobin's Q Ratio To Assess the Strategy of Repurchasing Shares", Department of Finance and Banking, School of Economics and Finance, Curtin University of Technology, Australia.
- ⁴⁹ Zie in dezelfde zin, GORDON, M. J., "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, 1959, nr. 41, p. 99 e.v.
- ⁵⁰ Deze relatie uitgedrukt met onveranderlijke factoren, gesteld, in voorstel 3, dat de intrinsieke waarde de enige factor is die de beurskoers beïnvloedt.
- ⁵¹ Op basis van de vertrouwelijke gegevensanalyse van een holding blijkt dat de aangroei van de intrinsieke waarde slechts voor een fractie in de beurskoers doorschemerde, alsof de aandeelhouders steeds meer twijfelden aan de toekomstige inning ervan onder de vorm van een dividend. Een daling van de intrinsieke waarde heeft daarentegen een ingrijpender effect op de beurskoers, alsof de aandeelhouders, zoals bij stijgingen van de intrinsieke waarde, maar met meer omzichtigheid, het verlies van de intrinsieke waarde uitdrukten. Deze hypothese loopt gelijk met de intuïtieve houding van een voorzichtige (en dus sceptische) aandeelhouder, die meer geloof hecht aan een waardevermindering dan aan een waardeverhoging. De elasticiteit (met name de relatieve gevoeligheid) van de *décote* bij een waardestijging van de intrinsieke waarde is trouwens groter dan de elasticiteit bij een daling.
- ⁵² Een snel overzicht van de literatuur levert gematigde resultaten op met betrekking tot de teneur van het verband tussen de dividendpolitiek en een agencyconflict tussen de aandeelhouders en de bedrijfsleiders. Verschillende artikelen verdedigen dat verband, bijvoorbeeld, DHILLON, UPINDER S., and JOHNSON, HERB. "The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices." *Journal Of Finance* 49, nr. 1 (March 1994): p. 281-289, LANG, LARRY H. P., and LITZENBERGER, ROBERT H. "Dividend Announcements - Cash Flow Signalling vs. Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics* 24 (1989): p. 181-191 en SMITH, CLIFFORD W. JR, and WATTS, ROSS L. "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies." *Journal of Financial Economics* 32 (1992): p. 263-292. Andere onderzoeken staan gereserveerder tegenover dit onderwerp : Zie, bijvoorbeeld, BERNHEIM, B. DOUGLAS, and WANTZ, ADAM. "A Tax-Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis." *American Economic Review* 85, nr. 3 (June 1995): p. 532-551, CHRISTIE, WILLIAM G. "Are Dividend Omissions Truly the Cruellest Cut of All." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, nr. 3 (September 1994): p. 459-480, DENIS, DAVID J., DENIS, DIANE K., and SARIN, ATULYA. "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clientele." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, nr. 4 (December 1994): p. 567-587, LITZENBERGER, ROBERT H. and KRISHNA RAMASWAMY, 1979, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices", *Journal of Financial Economics*, 7, p. 163- 195 en YOON, PYUNG SIG, and STARKS, LAURA T. "Signalling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements." *Review of Financial Studies* 8, nr. 4 (December 1995): p. 995-1018. Zie ook MYERS, S., and MAJLUF, N., "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 1984, 13, p. 187 e.v.
- ⁵³ In dezelfde zin zie ROZEFF, M.S., "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend pay-out ratios", *Journal of Financial Research*, Fall 1982, p. 249 e.v., EASTERBROOK, F.H., "Two agency-cost explanations of dividends", *American Economic Review*, September 1984, p. 650 e.v.
- ⁵⁴ Raadpleeg in dit verband, MODIGLIANI, FRANCO and MERTON H. MILLER, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, 1958, 48, p. 261 e.v.
- ⁵⁵ De uitvoering van een dividendpolitiek, getekend op de resultaten van een portefeuillevennootschap, verzekert nochtans geen simultaneïteit tussen de eventuele stijging van de intrinsieke waarde en de onmiddellijke weerslag ervan onder de vorm van een netto boekresultaat. De Belgische boekhoudkundige beginselen plaatsen immers een filter tussen de latente meerwaarden vastgesteld op de activa van de portefeuillevennootschap en hun boekhoudkundige realisatie, geconcretiseerd door een stijging van de boekhoudkundige inkomsten. Zie o.m., DUTTA, S. en ZHANG, X.-J., "Revenue Recognition in a Multiperiod Agency Setting", *Haas School of Business, University of California*, dat zal

- gepubliceerd worden in *Journal of Accounting Research*. Zie ook COLMANT, B., "Le droit comptable belge applicable aux instruments financiers", Larcier, Bruxelles, 2001.
- ⁵⁶ Zie LINTNER, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review*", May 1956, p. 97 e.v.
- ⁵⁷ Zie in dezelfde zin, AGRAWAL, A. et JAYARAMA, N., "The Dividend policies of all-equity firms : A direct test of the free cash flow theory", *Managerial and Decisions Economics*, vol. 15, 1984, p. 139 e.v. Zie ook MILLER, MERTON H. and KEVIN ROCK, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, 1985, p. 40, p.1031 e.v. en BRENNAN, M. J. and ANJAN V. T., "Shareholder Preferences and Dividend Policy", *Journal of Finance*, 1990, nr. 45, p. 993 e.v.
- ⁵⁸ Merk terloops op dat de vermindering van de risicograad in verband met het bezit van een aandeel (waaronder de theoretische wisselvalligheid van de dividenden), die er de bedrijfsleiders toe aanzette de dividendenstroom te benaderen als een geïndexeerde obligatierentestroom, geen door de minderheidsaandeelhouders geëiste vermindering van de kapitaalkost schijnt teweeg te brengen, zoals door de toename van de décote van de holdings wordt aangetoond.
- ⁵⁹ Gelet op de ontwijking van de inhouding van de roerende voorheffing. Zie ook in dat verband, CHOI, D. and CHEN, S., "The differential information conveyed by share repurchase tender offers and dividend increases", *The Journal of Financial Research*, 1997, n° 20, p. 529 e.v.
- ⁶⁰ Als de bedrijfsleiders slechts een gering percentage van het kapitaal bezitten, doet de aangroei van hun deelneming de waarde van de onderneming stijgen, maar naar mate hun deelnemingspercentage stijgt, doet elke stijging daarvan de waarde van de onderneming dalen - zie MORCK R., SHLEIFER A., en VISHNY, R., "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, nr. 20, p 293 e.v.
- ⁶¹ De oorzaken van dit verschijnsel liggen in het duister : Werd de inkoop van eigen aandelen gezien als een toevalstreffer die voornamelijk de andere aandeelhouders dan de controleaandeelhouder, die zich wensten te ontdoen van hun illiquide positie, ten goede kwam ? Werd het effect ervan op de décote gemilderd omdat het geen continue politiek van de portefeuillevennootschap betreft ? Interpreteerden de aandeelhouders het ogenblik van de inkoop, paradoxaal genoeg, als een signaal dat de décote zijn hoogtepunt had bereikt en dat de terugdringing ervan in het vooruitzicht was (wat de minderheidsaandeelhouders ertoe aanzette de inkoop van eigen aandelen als de uitdrukking van een belangenconflict met de controleaandeelhouder te zien) ? Een ondubbelzinning antwoord op deze vragen verzinnen is een moeilijke opgave.
- ⁶² Merk op dat het boekhoudkundig realisatiebeginsel, in de Amerikaanse boekhoudhoudkundige normalisatie en in de IAS-normen, een andere interpretatie heeft dan in de Belgische boekhoudreglementering. In de Amerikaanse boekhoudkundige normalisatie houdt dit beginsel verband met het begrip "mogelijkheid van toekomstig economisch voordeel". Volgens norm CON 5, mogen de opbrengsten derhalve geboekt worden wanneer ze gerealiseerd zijn of kunnen gerealiseerd worden. In tegenstelling tot het Belgisch boekhoudrecht mag een opbrengst die kan gerealiseerd worden, mits de naleving van bepaalde voorwaarden, in het resultaat worden opgenomen, terwijl het Belgisch boekhoudrecht eist dat de opbrengst gerealiseerd is, en dit laatste stadium dient te worden bevestigd door de vaststelling van een zekere schuldvordering. In de Amerikaanse boekhoudkundige normalisatie moet aan vier criteria voldaan zijn om een opbrengst als gerealiseerd te kunnen beschouwen en ze beantwoordt aan de boekingsvoorwaarden :
- er moet een overtuigend bewijs zijn van het akkoord tussen de partijen
 - het goed moet geleverd zijn of de dienst verricht
 - de prijs moet definitief vastgesteld of bepaalbaar zijn
 - en de invordering van de schuldvordering moet redelijkerwijs verzekerd zijn.
- ⁶³ Zie de art. 33(2)(c), 34(1)(b) en 37(1) van de vierde richtlijn. Zie WHINNEY MURRAY ERNST & ERNST, "The fourth Directive", London, Kluwer Publishing, 1978, p. 13.
- ⁶⁴ WIBAULT, H., "L'évolution de la notion de revenu imposable en droit fiscal belge", Brussel, Bruylant, 1965, p. 51 en REYNAERTS, P., "Le régime des plus-values à l'impôt des sociétés", Bibliothèque de l'Ecole Supérieure des Sciences Fiscales, Brussel, Bruylant, 1989, p. 66. Zie ook WILMART, J., "Syllabus du régime actuel des plus-values", J.P.D.F., 1965, p. 5.
- ⁶⁵ Cass., 9 februari 1960, Bull. Bel. Nr. 366.
- ⁶⁶ Gent, 18 maart 1958, J.P.D.F., 1958, p. 123.
- ⁶⁷ Behalve bij ruil, zie infra.
- ⁶⁸ Het Frans boekhoudrecht volgt een vergelijkbare boekhoudkundige logica. Art. 15 van het Frans wetboek van koophandel bepaalt dat "Seuls les bénéfices réalisés à la clôture d'un exercice peuvent être inscrits dans les comptes annuels".
- ⁶⁹ Zie ook Titel III, Hoofdstuk 1, punt 322-2, van het Advies 98-13 van 17 december van de Franse Conseil National de la Comptabilité betreffende het herschrijven van het Plan Comptable Général (beschikbaar op de website <http://www.finances.gouv.fr>) dat vermeldt dat "La plus-value constatée entre la valeur comptable d'un bien et sa valeur d'entrée n'est pas comptabilisée".
- ⁷⁰ Deze interpretatie werd bevestigd door de Memorie van Toelichting bij het voorstel van amendement op de vierde richtlijn van de Europese Commissie van 24 februari 2000 dat vermeldt dat : "De realisatie van de winst ingeschreven op de verlies- en winstrekening, verplicht resulteert uit een aankoop of een verkoop". Zie ook CBN, "Boeking en waardering van voorraden", Bulletin, nr. 36, november 1996, p. 5.
- ⁷¹ Zie BERNHEIM, Y., "L'essentiel des US GAAP", tweede editie, Paris, Mazars et Guérard, 1999, p. 80.
- ⁷² Cass., 9 februari 1960, J.P.D.F., 1961, p. 285.
- ⁷³ Het BW bevat een titel VII gewijd aan de ruil (art. 1702 tot 1707). Overeenkomstig art. 1703 BW is ruil een contract waarbij de partijen aan elkaar een zaak in de plaats van een andere zaak geven en komt ruil tot stand door de enkele toestemming van de partijen, waarbij het BW naar regels i.v.m. de koop verwijst.
- ⁷⁴ Dit begrip werd in 1982 bedacht en vervolgens ruim in de media uitgesmeerd door Bennett Stewart, een overloper van een gerenommeerd adviesbureau die sindsdien zijn eigen bedrijf opgericht heeft.
- ⁷⁵ De berekening van de WACC is geen makkelijke klus, want het door de aandeelhouders verwacht rendement moet er precies voor bepaald worden. Er bestaan verscheidene conceptuele instrumenten maar op dat gebied kan geen enkele zekerheid geboden worden. Zowel de professionals als de academische vorsers staan perplex van de sterke gevoeligheid van de EVA voor de verschillende ramingen van de kapitaalkost.
- ⁷⁶ Het academisch onderzoek heeft nog nooit het enig criterium kunnen identificeren dat toelaat betrouwbaar de beursprestaties van een onderneming te voorzien. Dergelijke ontdekking zou overigens in tegenspraak zijn met de theorie van de toevalsmarkt (of random market) van de beurskoersen. Derhalve kan de EVA de beurswaarde aanvullen noch vervangen.