

Algemene overwegingen over de waarde van een onderneming – De industriële benadering

Claude Janssens
Accountant
Financieel analist en bedrijfseconoom

Deel 1. Problematiek van de prijs en de waarde

1.1. Het begrip “waarde”

Zowel in het gewone taalgebruik als in de vak- en niet-vakliteratuur vindt men een groot aantal definities van het begrip “waarde”. Wanneer we het over de waarde van de onderneming hebben, zou het moeten gaan over haar waarde als economische actor, d.w.z. een waarde die strikt verbonden is met de context waarin die actor een rol in het economisch weefsel speelt. Die waarde kan niet werkelijk worden vastgesteld, gezien het aantal te vatten variabelen en de moeilijkheden die gepaard gaan met het toekennen van waarde aan elk van die variabelen. De waarde van de onderneming wordt geraamd wanneer belangrijke ondernemingen latent failliet zijn of wanneer overheidsinstanties zich genoopt zien om in moeilijkheden verkerende ondernemingen te financieren, rekening houdend met de impact die hun sluiting zou kunnen hebben op de hele economie van een regio. De waarde van de onderneming zou kunnen worden omschreven als haar vermogen om toegevoegde waarde die niet slechts tot de eigen entiteit beperkt is, voort te brengen en te herverdelen.

Wanneer men van ondernemingswaardering in zakelijke relaties spreekt, gaat het er gelukkig niet om de economische waarde van een economische actor te schatten, maar wel de economische waarde van het instrument dat die actor vertegenwoordigt. De economische waarde van een instrument is eveneens uniek, het is de raming *ex ante* van dat instrument, die het bijzonder moeilijk maakt.

Eerst en vooral stellen we zowel in de literatuur als in de beroepspraktijk een verwarring vast tussen:

- a) de waarde van de aandelen van een onderneming als financiële instrumenten en de waarde van het aandeel als subgeheel van de waarde van de onderneming. We komen later op dit punt terug;
- b) de waarde van de onderneming en de verwachting van de prijs die men ervoor zou kunnen krijgen en die men ervoor zou kunnen betalen. Zo vinden we evenveel waardebegrippen als bijzondere gevallen. Hoewel bepaalde auteurs haar verdedigen als zijnde specifiek of opgenomen in de rechtspraak, kan men vaststellen dat de waardenotie, als ze niet neerkomt op de economische waarde, altijd een prijsverwachting is waarbij een welbepaalde economische context in aanmerking wordt genomen;

c) de waarde van de onderneming en de berekeningsmethode om de schatting ervan te bepalen. In de technische literatuur zijn inderdaad veel wiskundige formules voorhanden, die geacht worden de waarde van een onderneming te geven. Nochtans is het, wanneer men ze leest, gemakkelijk te begrijpen dat ze afhangen van de redenering van kopers of verkopers en dat ze dus als enige reden hebben het vaststellen van de prijs waartegen men een onderneming of een ander investeringsgoed wenst te verwerven, of de prijs waartegen men wenst te verkopen. Zo is de zogeheten “formule van de superwinst” de typische formule van benadering die van de koper uitgaat.

Zo heb ik in de vakliteratuur enkele waardebegrippen kunnen terugvinden:

1.1.1. De marktwaarde

De waarde die wordt toegekend in functie van de markt en bijgevolg aan het nut van het goed. Het betreft de prijs. De marktwaarde of handelswaarde van een goed is de geschatte prijs van dat goed op een markt die voldoende concurrerend is om aan de wet van vraag en aanbod onderhevig te kunnen zijn.

1.1.2. De aanschaffingswaarde

Voor elke analist blijft de aanschaffingswaarde, ongeacht of ze al dan niet gereguleerd is, de totale prijs die betaald is om een (al dan niet verbruiks)goed te verwerven. Het betreft dus de volledige kostprijs, die in een munteenheid kan worden geïdentificeerd. Die prijs houdt geen rekening met de maatschappelijke kosten of de maatschappelijke baten die bij het afsluiten van de verrichting nog niet bestaan.

1.1.3. De vereffeningswaarde

“De vereffeningswaarde is de waarde waartegen men de goederen van de onderneming realiseert in normale omstandigheden van een terugtrekking uit zaken of staking van activiteiten.

De afbouw van de activiteiten en de realisering van het vermogen verlopen progressief terwijl de schulden worden

betaald en er wordt voldaan aan de verplichtingen die de onderneming heeft ten aanzien van het personeel of andere schuldeisers. Men kan stellen dat in deze optiek de zaakvoerders de tijd hebben om overnemers te zoeken en over de uitgevoerde realisaties te onderhandelen.

Men kan stellen dat die waarde een minimumwaarde van de vennootschap is”.¹

In feite is de vereffeningswaarde de verwachte realisatie van een onderneming of van de som van haar subgehelen. Het betreft dus een verwachte verkoopprijs en niet een waarde.

1.1.4. De liquidatiewaarde

De liquidatiewaarde is slechts een bijzonder geval van de vereffeningswaarde. Het betreft eveneens de verwachte realisatie van een onderneming of van de som van haar subgehelen en bijgevolg de verwachte verkoopprijs en niet een waarde. Bepaalde auteurs zijn het over dit begrip niet eens, wat helemaal niet uitzonderlijk is als men het begrip “waarde” begint te klasseren in functie van de berekeningsmethode in plaats van in functie van het karakter. De heer Lurkin² merkt als volgt op:

“Zo definiëren Brilman en Gaultier³ de liquidatiewaarde als een “basiswaarde, minder scherp dan de vereffeningswaarde”.⁴ Ze gaan ervan uit dat er geen discontinuïteit van de bedrijfsuitoefening is en dat die waarde niet-verlieslatende ondernemingen betreft waarvan de beurskoers laag is. Als basis neemt men de vereffeningswaarde. Maar omdat de activiteit staken niet beoogd is, houdt men geen rekening met de ontslagvergoedingen of de commissies die op de verkoop van de goederen betaald zijn. Dit is ook een geval van een geschatte waarde van de verwachte realisatie.”

Voor P. Vizzanova⁵ “vloeit de liquidatiewaarde voort uit een gedwongen liquidatie van de onderneming en uit de activabestanddelen die riskeren van de hand te worden gedaan”.⁶ Voor de heer Paul Lurkin lijkt het in dit geval meer opportuun een beroep te doen op het begrip “gedwongen verkoop”, dat duidelijk aangeeft dat de verkoop tot elke prijs moet plaatsvinden op een welbepaald tijdstip dat de verkoper niet kan kiezen.

¹ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 3.

² P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 3.

³ J. BRILMAN en A. GAULTIER in P. LURKIN, o.c., 2.

⁴ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 3.

⁵ P. VIZZANOVA in P. LURKIN, o.c.

⁶ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 4.

“L. Rétail⁷ heeft ook de liquidatiewaarde beschouwd als een geherwaardeerde waarde die gecorrigeerd is door een vermindering van 25 % tot 30 % in het geval van een niet-rendabele liquidatie”.⁸

Uit deze laatste definitie blijkt duidelijk dat de auteur de berekeningsmethode en de aard van de waarde met elkaar verwacht. De berekeningsmethode, die een vermindering introduceert die nu eens afhangt van de voorzichtigheid, dan weer van de gewoonte, of nog van de ervaring of het arbitraire, verandert niets aan het feit dat het altijd gaat om de verwachting van de realisatieprijs van een onderneming of van het geheel of een deel van haar subgehelen.

1.1.5. De schrootwaarde

“Deze waarde betreft de verkoopprijs van de uitrustingsgoederen die worden beschouwd als zijnde buiten gebruik, onbruikbaar. Deze waarde kan bijvoorbeeld worden bepaald in functie van de prijs van ijzerafval, schroot”.⁹ Het gaat hier nogmaals om de prijs die de verkoper ervan zou kunnen krijgen.

1.1.6. De nieuwwaarde

Het betreft de vervangingswaarde van het goed in kwestie, d.w.z. in dit geval eenvoudigweg de verwachting van de prijs die men zal moeten betalen voor de aanschaffing van eenzelfde goed met hetzelfde nut.

1.1.7. De vervangingswaarde

In dit geval betreft het eveneens de verwachting van de prijs die men zou moeten betalen om een investeringsgoed te verwerven dat even oud is en dezelfde productiecapaciteit heeft, na aftrek van het financieringssaldo ervan.

1.1.8. De handelswaarde

Het betreft de finale uitkomst van de wet van vraag en aanbod. De handelswaarde is in principe de prijs waarover de koper en de verkoper het eens zijn. Dat criterium is in de ogen van de heer Lurkin heel objectief. Laten we hopen dat hij daaronder “het redelijkst” verstaat, want er is niets dat subjectiever is dan de waarde (prijs) die voortvloeit uit de wet van vraag en aanbod, aangezien die varieert in functie van het consumentennut. Zie in dit verband het punt dat apart bij het begrip “prijs” besproken is.

1.1.9. Nutswaarde, gebruikswaarde en bedrijfswaarde

Van dit type van waarde geeft de heer Lurkin¹⁰ een nogal contradictorische definitie. Eerst luidt zijn definitie als volgt: “als de uitgave die men zou moeten doen om een onderneming of een geheel van goederen dat dezelfde resultaten verschaft te kopen. Een volledig afgeschreven goed kan een bedrijfswaarde behouden die gebaseerd is op het huidige nut ervan”.

Hij geeft het volgende voorbeeld: “zo kan een in drie jaar afgeschreven wagen na die periode een vaststaande waarde hebben. Die wagen heeft een gebruikswaarde die gebaseerd is op minimaal de prijs die voor een identiek voertuig gevraagd wordt op de tweedehandsmarkt”.

De UEC¹¹ heeft deze waarde gedefinieerd als de “valeur de continuation” die geschat wordt op basis van de huidige vervangingswaarde van de goederen en rechten van de onderneming, min de schulden.

De “theoretische” tweedehandsprijs wordt berekend rekening houdend met:

- de nieuwwaarden of de geherwaardeerde aankoopwaarden;
- de ouderdom;
- de technische veroudering;
- de slijtage;
- het nut.

⁷ L. RETAIL in P. LURKIN, o.c.

⁸ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 4.

⁹ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 4.

¹⁰ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, 4.

¹¹ Union européenne des experts comptables économiques et financiers.

Het voorbeeld van de overname van een onderneming of van een geheel van goederen dat dezelfde resultaten verschaft, valt alleen onder het begrip “prijs” en niet de waarde ervan. De uitgave komt namelijk overeen met een betaalde prijs, niet met een waarde.

1.1.10. De substantiële waarde of de intrinsieke waarde

De substantiële waarde komt overeen met de waarde van het economisch instrument dat de onderneming tegen haar geraamde marktwaarde vormt, wat iets anders is dan de boekwaarde. Wie met de waardebepaling belast is, zal voorafgaand aan elke analyse correct de verschillende balansposten moeten controleren om er de nodige correcties in aan te brengen die hem in staat zullen stellen om er een correctere waarde van het vermogen uit af te leiden. Bepaalde auteurs zien daarin de economische waarde van de onderneming, wat dan de resultaten sterk zou verdraaien wanneer ze gecombineerd wordt met de rendementswaarde.

Van de substantiële waarde bestaan er drie begrippen:

- de bruto substantiële waarde of het gecorrigeerde brutoactief uitgaande van bedrijfscontinuïteit (BSW);
- de verminderde substantiële waarde of het gecorrigeerde brutoactief uitgaande van bedrijfscontinuïteit, waarvan men de niet-rentedragende schulden zou aftrekken (VSW);
- de netto substantiële waarde is de intrinsieke waarde die overeenkomt met het gecorrigeerde nettoactief uitgaande van bedrijfscontinuïteit (NA).

Berekening van het geherwaardeerde nettoactief (netto substantiële waarde)

Het nettoactief kan worden gedefinieerd als het *surplus* van het totaal van de goederen en rechten van de onderneming (actief) op het totaal van haar schulden. Bijgevolg krijgen we de volgende verhouding:

Geherwaardeerd nettoactief =
Geherwaardeerd actief – Opeisbaar passief

De noodzaak van de herwaardering vloeit voort uit het feit dat de waardevermindering, de afschrijvingsmodaliteiten en de evolutie van de marktprijzen van de duurzame goederen afwijkingen veroorzaken tussen de economische balans en de boekhoudkundige balans.

Om over te gaan tot de herwaardering van het nettoactief, zal men de elementen uitzoeken die vervreemd kunnen worden zonder de efficiëntie van de onderneming aan te tasten om zo aan de overnemer gelijkwaardige kasmiddelen (*thesaurie*) te bezorgen. De elementen die niet tot de bedrijfscyclus behoren, zullen eender welk vast of vlottend actief kunnen omvatten, zoals, maar zonder beperking tot, terreinen, gebouwen, materieel en vorderingen van financiële aard. Die activa zullen moeten worden gewaardeerd tegen hun vermoedelijke realisatiewaarde.

De met de bedrijfscyclus verbonden goederen zullen nog worden gewaardeerd tegen hun gebruikswaarde, d.w.z. tegen de prijs die men zou moeten betalen om een goed aan te schaffen dat hetzelfde economische nut heeft op de datum van de geanalyseerde situatie. Onder “goed met hetzelfde nut” moet men een goed verstaan dat van dezelfde aard is en voor hetzelfde gebruik in dezelfde context kan dienen en dat statistisch bekeken dezelfde verwachte overblijvende gebruiksduur heeft. Men zal er in het bijzonder op moeten letten dat men in de correcties geen elementen opneemt die zouden overlappen met de elementen die verbonden zijn met de rentabiliteit van de onderneming.

Hierna volgt een kort overzicht van de voornaamste balansposten die met de bedrijfscyclus verbonden zijn.

Immateriële activa

Alle immateriële activa moeten volledig als niet-waarden worden beschouwd, met uitsluiting van degene die het voorwerp van een verwerving onder bezwarende titel zijn geweest (uitgezonderd de *goodwill* in al zijn vormen – die zal altijd zonder waarde zijn).

Materiële activa

Nemen we de terreinen: die worden in de balans dikwijls tegen aanschaffingswaarde weergegeven. Ze moeten dus worden onderworpen aan een schatting die door een vastgoedexpert kan worden gedaan.

Bedrijfsgebouwen worden over het algemeen opgedeeld in:

- werkplaats;
- opslagplaatsen;
- administratieve kantoren;
- fabriekskantoren.

Dit type van gebouw ligt altijd aan de oorsprong van een input in de productiefunctie, onafhankelijk van het aantal dienstjaren ervan. Zelfs al is die input niet in de cijfers zichtbaar, hij heeft altijd een gebruikswaarde. Deze waarde is afhankelijk van het type van constructie, geschiktheid ten aanzien van de activiteiten en ouderdom. Aan de niet te verwaarlozen gebouwen zal een waarde moeten worden toegekend in functie van hun toekomstige bestemming.

Materieel

Over het algemeen is er op de tweedehandsmarkt gebruikt materieel beschikbaar. Aan materieel kan dus een waarde worden toegekend aan de hand van referenties (technische tijdschriften) die een waarde geven. De gevonden waarden zullen uiteraard worden gecorrigeerd in functie van het nut voor de onderneming. De waarde van het goed zal worden geraamd in functie van de nieuwwaarde die gecorrigeerd is door een gebruikscoefficiënt die overeenkomt met de nettoboekwaarde tegenover de oorspronkelijke aanschaffingswaarde. Deze methode zal kunnen worden vervangen door de toepassing van eender welke andere ouderdomscoëfficiënt, zoals die van de sectorspecifieke statistieken.

Leasinggoederen zullen worden beschouwd als volwaardige elementen van het economisch kapitaal van de onderneming. De voorrang van de inhoud ten opzichte van de vorm die de wetgever heeft gegeven met betrekking tot de presentatie van de jaarrekening, is identiek.

Financiële vaste activa

Leningen op meer dan 1 jaar zullen worden opgenomen tegen hun nominale waarde na correctie voor actualisatie (i.e. discontering) met een theoretische periode als ze niet gekend is. Leningen aan dochterondernemingen zullen met deelnemingen worden gelijkgesteld. Deelnemingen zullen worden gecorrigeerd in functie van hun economische of financiële waarde. Wat in moeilijkheden verkerende dochterondernemingen betreft: die zullen een negatieve waarde kunnen hebben afhankelijk van de financiële verbintnissen van de bestaande onderneming ten aanzien van die dochterondernemingen.

Voorraden zullen het voorwerp uitmaken van een volledige fysieke inventaris. Die controle zal worden aangevuld met een analyse van de rotaties om de onverkochte goederen te elimineren. De expert zal zijn aandacht richten op de gehanteerde waarderingsregels.

Wat cliënten betreft, zal het nuttig zijn te steunen op een ouderdomsbalans van de saldi om de dubieuze debiteuren te onderscheiden en op die basis de echtheid en liquiditeit ervan te bepalen. De financiële analyse zal het ook mogelijk moeten maken om de kwalitatieve evolutie ervan vast te stellen. In functie van de voorafgaande werkzaamheden zullen waardecorrecties worden opgesteld. De gedisconteerde wissels zullen opnieuw in debiteuren worden opgenomen en van liquide middelen worden afgetrokken.

De als reserves aangelegde voorzieningen zullen worden opgenomen in het eigen vermogen voor een gecorrigeerde waarde van de vermoedelijke belastingdruk. De overige voorzieningen zullen worden geschat en opwaarts of neerwaarts worden gecorrigeerd afhankelijk van de reële risico's of de toekomstige lasten.

Het geheel van de overige elementen van het passief zal aan een analyse worden onderworpen om de volledigheid ervan te controleren. De latente belastingen zullen in het passief van de balans worden opgenomen.

De ruilwaarde: de prijs

Mijns inziens is het nuttig het begrip “prijs” nogmaals te preciseren aan de hand van een uittreksel uit het werk inzake algemene economie van M. Marchesnay.

“Het waardeniveau waaraan vraag en aanbod zullen worden aangepast, zo de ruilers tot tevredenheid stemmend, heet de evenwichtsprijs van de markt. De algemene regel is dat hoe hoger de prijs is, hoe meer de aanbieders bereid zijn om koopwaar te slijten; en hoe lager de prijs, des te meer zijn de vragers bereid om er te kopen.

1. De prijs is de uitdrukking van de ruilverhouding die tot stand komt tussen aangeboden en gevraagde producten. Veronderstellen we dat ene Pierre zich heeft gespecialiseerd in de productie van tarwe (totale productie van 100 zakken), en Jacques in de productie van wijn (totale productie van 50 vaten). Omdat Pierre voor zijn persoonlijk verbruik 40 zakken tarwe nodig heeft en Jacques 30 vaten wijn, blijven er voor de ruil 60 zakken en 20 vaten over. Als de ruilverhouding tot stand komt à ratio van 1 vat voor 3 zakken, dan heeft dat twee gevolgen. Het eerste is dat de ruilers tevreden zullen zijn aangezien ze hun productieoverschot zullen kunnen slijten; het tweede gevolg is dat er een marktprijs zal verschijnen: het vat wijn is driemaal duurder dan de zak tarwe, wat meer algemeen wordt uitgedrukt door te zeggen dat 1 eenheid van een product A wordt geruild tegen x eenheden van een product B, de relatieve prijs van product A in verhouding tot product B is gelijk aan x.

2. Het begrip ‘relatieve prijs’ is voor de economische analyse essentieel: daarmee kan men de wederzijdse afhankelijkheid vatten die tot stand zal komen tussen alle aangeboden en gevraagde producten, evenals hoe het algemene evenwicht bereikt wordt. Het stelsel van de relatieve prijzen tussen de verschillende goederen geeft dus de ‘reële prijzen’. De prijzen die wij kennen, afgebeeld op labels, facturen enzovoort, zijn daar slechts de zijdelingse uitdrukking van, gekoppeld aan één referentie-eenheid: geld. Dat zijn nominale prijzen”.¹²

In dit verband is het interessant te onderstrepen dat, al is geld een referentiestandaard die in de economische wereld universeel aanvaard is om de ruilverhoudingen tussen goe-

deren te meten, geld in theorie niet onmisbaar is om ruiltransacties te waarderen. In de praktijk is het dat wel, rekening houdend met de complexiteit van de ruiltransacties tussen y verschillende personen en z verschillende producten.

Vanzelfsprekend is dit slechts mogelijk voor zover het een respons op een nut betreft. Het is gemakkelijk te begrijpen dat die marktwaarde of prijs een waardevariatie inhoudt, die uitsluitend van de respectieve behoeften van de koper en de verkoper afhangt en die losstaat van een op neutrale wijze geschatte economische waarde.

Samengevat: de prijs van een onderneming zou dus afhangen van het nut dat de potentiële overnemer eruit haalt met de gegevens van vraag en aanbod. De prijs kan dus lager of hoger zijn dan de economische waarde van de onderneming. Het verschil tussen de prijs en de economische waarde vertegenwoordigt dus een schatting van het nettolut dat men zich kan voorstellen als het verschil tussen de maatschappelijke baten die door de overname van de betreffende onderneming gecreëerd zijn enerzijds, en de maatschappelijke kosten om diezelfde overname uit te voeren anderzijds.

Men moet deze begrippen als volgt opvatten:

- maatschappelijke baten (MB): de voordelen die geen doorgaans kwantificeerbare, economische en/of financiële voordelen zijn, zoals bekendheid;
- maatschappelijke kosten (MK): de nadelen van dezelfde aard, zoals niet langer de mogelijkheid hebben om een belangrijk subgeheel van tijd te genieten om aan zijn hobby's, gezin en dergelijke meer te besteden.

Al maakt dit het mogelijk om de totstandkoming van de prijs ten aanzien van de waarde op een markt die voldoet, beter te begrijpen, moet men onderstrepen dat een onderneming zonder potentiële overnemer een economische waarde heeft. Maar haar prijs zal onvermijdelijk nul zijn.

De prijs kan dus als volgt worden geschreven:

Prijs = (maatschappelijke baten – maatschappelijke kosten + economische waarde) met de werking van aanbod en vraag, hetzij voor koper $P_a = (MB - MK + W) \lambda$ (Aanbod) en voor verkoper $P_v = (-MK + MB + W) \lambda$ (Vraag).

¹² M. MARCHESNAY, *Économie générale*, Deel 1, *Sciences et techniques économiques*, série formation, Éd. ISTR, Parijs.

De Angelsaksische benadering¹³

De in deze benadering gebruikte woorden zijn “reële waarde” en het Engelse synoniem *fair value*. “Reële waarde” bevat twee woorden die beide altijd deel hebben uitgemaakt – en dat vermoedelijk ook altijd zullen blijven doen – van de thema’s waarover filosofen zich al eeuwenlang buigen, zonder er klaarblijkelijk een verklaring tot ieders tevredenheid voor te hebben gevonden.

Al is het bovenstaande niet de hoofdbekommernis van de beroepsbeoefenaar die het gewoon gaat vinden de historische kosten te gebruiken voor het bijhouden van de boeken, toch is het waardeconcept essentieel voor elke theoreticus die een rode draad tracht te vinden om aan elke rekening van de inventaris, van de balans en/of van de jaarrekening een eenheid van economische orde te geven.

Aristoteles en Nietzsche stelden zich reeds de vragen “Qui vaut?”, “Qui dresse?”. Al is de toepassingsfeer van de vraagstelling bescheidener opgevat, we kunnen bepaalde gedachten van Aristoteles en Marx en van alle economische doctrines niet buiten beschouwing laten, aangezien het hier om het economisch imago gaat. Al is de vraag theoretisch bekeken gewichtig, de meest toereikende waarde-eenheid voor het boekhouden definiëren is een oefening die heel wat moed vergt en die even onmogelijk is als het definiëren van de woorden “gerechtigheid” en “deugd”. Waarschijnlijk is dat de reden waarom het gezond verstand van de Belgische beroepsbeoefenaars altijd de historische kostprijs heeft aangehouden als referentie-eenheid.

Kapitaal, arbeid en *knowhow*...

Elke econoom kan de draagwijdte van dit waardebegrip vatten. Moet de meest toereikende waarde-eenheid voortvloeien uit de nutswaarde, uit de arbeidswaarde, uit de inspanningswaarde, uit de genotswaarde of uit een andere theorie, met de ontelbare nuances en deelonderscheiden die ze impliceren? Wat vaststaat, is dat een onderneming steunt op een geheel van exogene en endogene factoren en op één of meer productiefuncties, en dat deze productiefunctie(s) minstens drie bestanddelen impliceert/impliceren:

– kapitaal (K);

– arbeid (L);

– en de technische coëfficiënt (θ) of *knowhow*.

Zou bij boekhouden de “reële waarde” dan niet de transpositie van dat alles moeten zijn?

Maar deze “reële waarde” houdt geen rekening met de plaats van arbeid in de productiefactoren en vervlakt zelfs de mogelijkheid van een boekhouding die de menselijke middelen (*human resources*), primordiale productiefactoren in tal van ondernemingen en heel in het bijzonder in kmo’s, opneemt. In het kader van de IFRS-normen (IAS-normen) brengt dat, als we de actualisatie (i.e. discontering) van toekomstige *returns* nemen voor het valoriseren van een productietool, namelijk mee dat het subgeheel van de *returns* die aan *knowhow* verbonden zijn, volledig aan kapitaal worden toegeschreven. Dat impliceert dat de IFRS-normen (IAS-normen) steunen op de hypothese dat de waarde van de *knowhow* van ondernemers en werknemers nul is.

De benadering van de IFRS-normen (IAS-normen) heet een economische benadering te zijn. Zou ze dan geen rekening moeten houden met de maatschappelijke kosten en de maatschappelijke baten, om rekening te houden met de variabelen die vasthangen aan niet meer en niet minder dan het bestaan van de economische actor in zijn menselijke en/of algemene omgeving? Bijvoorbeeld: wat is de “reële waarde” van een onderneming waarvan de beroepsziekten zwaar op de sociale zekerheid drukken of waarvan de impact op het milieu een opmerkelijke invloed heeft op de levensverwachting van de inwoners van de regio waar de onderneming gevestigd is?

De boekhouding is altijd het voorwerp geweest van conceptuele benaderingen in alle genres, al dan niet in scholen geklasseerd, in meerdere of mindere mate succesvol, sommige heel ernstig, andere zonder meer utopisch. In de loop van de voorbije vijftig jaar is het debat afgevlakt als gevolg van de doorbraak van het continentale professionalisme,

¹³ Uittreksel gepubliceerd onder de titel “Notion de ‘valeurs’ et nouvelles normes IAS, débats, Point de vue”, *L’Écho* 30 december 2003, 12, en onder de titel “Une comptabilité

moins claire et des risques plus grands avec les normes IAS, Opinions et débats, Point de vue”, *L’Écho* 15-17 juni 2002, 2, aangehaald in de bibliografie door Ph. DEMBOUR, bank-

directeur en leraar, in zijn artikel “Un danger pour la stabilité du système bancaire”.

¹⁴ De controle van de economische gebeurtenis wordt gemakkelijk duidelijk gemaakt door

wat het mogelijk heeft gemaakt een betrouwbare boekhoudkundige techniek uit te werken die steunt op de theorie van het personalisme, op de beschrijving van de economische gebeurtenis¹⁴ zowel als op het bestaan van het bewijsstuk.

Zwakke van de Angelsaksische boekhoudkundige technieken

Ook al heeft de Angelsaksische wereld in andere economische domeinen een voorsprong, toch zijn de Angelsaksische boekhoudkundige technieken zwak en veranderen ze voortdurend, wat het gevolg is van het gebrek aan echte boekhoudkundige concepten zoals degene die in de Belgische boekhouding bestaan. Ondanks de achterstand in dit domein heeft de Angelsaksische wereld het nogmaals, na de mislukking van zijn voorstellen van “geïndexeerde boekhouding”, nodig gevonden het nog een keer te proberen met een nieuw begrip, het begrip “reële waarde”, dat even ontoreikend is als het vorige.

De “geïndexeerde boekhouding” werd geacht de inflatie in aanmerking te nemen en vormt voor bepaalde auteurs de neoklassieke school. Toen de Angelsaksische wereld trachtte balansen op te stellen die meer bij de economische realiteit aansluiten, heb ik deze benadering van het boekhouden dan ook op praktisch vlak en op het vlak van de micro-economische analyse getest. Het leek me noodzakelijk te proberen te begrijpen en te verifiëren hoe de aangeprezen methoden een boekhoudkundige situatie een correcter, vollediger en getrouwer karakter gaven dan wat verkregen wordt door een op basis van historische kosten opgestelde boekhouding. Dat heb ik gedaan door boeken en andere werken met betrekking tot de aangeprezen methoden, zoals dat van Alain Senéterre te lezen. Daarnaast heb ik ook praktische toepassingen aangevuld met grafische analyses die bijvoorbeeld de evolutie van de prijzen van een product geven en het aandeel in die evolutie van vraag en aanbod, en van de inflatie weergeven en – het is weliswaar koffiedik kijken – in hoeverre er interactie is tussen het ene en het andere. Een op de grondstoffen verrichte analyse had al snel de lacunes van de aangeprezen methoden aan het licht ge-

bracht, en dan vooral het onrealistische karakter en de complexiteit van de praktische toepassing ervan.

Omdat de *index* de basis is voor de raming van de in aanmerking te nemen waarde, is het gemakkelijk te begrijpen hoe de index de verkregen resultaten zou kunnen verdraaien. Bovendien kan de inhoud ervan in de tijd en in de ruimte fluctueren. Het zou interessant zijn deze benadering te transponeren naar actuele, in euro uitgedrukte oefeningen. Dat zou verschillende waarde-eenheden van de euro geven, naargelang de boekhouding in het ene gebied gevoerd zou worden veeleer dan in een andere eurozone, en zou zo afwijkingen in monetaire waarde-eenheid voortbrengen, als er reden is om vaste inrichtingen op te richten. Dat lijkt nogal vreemd als het over één en dezelfde monetaire eenheid gaat.

Die praktische werken hebben aangetoond dat de aangeprezen methoden:

- de indexering niet kunnen losmaken van de marktverschijnselen of het economisch nut (bv. de technologische vooruitgang);
- niet losstaan van de verschillende menselijke appreciaties bij het toekennen van waarde aan boekingen en/of posten van actief en passief;
- een permanent gebruik van indexeringsberekeningen vergen, wat onoverkomelijke praktische moeilijkheden meebrengt en tot een verveelvoudiging van de rekenkundige fouten zowel als de fouten qua appreciatie leidt.

Het eerste punt weerlegde rechtstreeks het correctere karakter van de boekhouding. Het tweede punt wijst op een hoog risico geen boekhouding meer te hebben in functie van de waardebepaler, terwijl het derde punt het onrealistische karakter van de praktische toepassing van deze benadering onderstreept. Een voorbeeld: de methode die Emile Krieg¹⁵ vanaf 1968 voorstelde en verdedigde, in de vorm van praktijkoefeningen, had enkel het type van de te onderkennen moeilijkheden onderstreept.

het analyseren van de stromen. Het begrip “stroom”, nauwelijks embryonaal in de literatuur, maakt het mogelijk elke boeking uit te werken als deze theorie vanuit de invalshoek van het personalisme wordt gezien. Deze methodologie is beschreven in: Cl. JANSSENS,

“Comprendre le référentiel comptable belge: traité analytique de comptabilité”.

¹⁵ E. KRIEG: woord vooraf in de publicatie “Sortir de l’inflation”, noot van 17.02.1975, “Un canular légal”, noot van 28.02.1975 etc.; documenten waarvan kopie in de

archieven van Claude JANSSENS. Emile KRIEG, ingénieur E.C.P., Parijs, die, omdat hij geen beroepsbeoefenaar was, zichzelf omschreef als “Promoteur de la comptabilité indexée” en eveneens als “Academic Member of the American Institute of Management”.

Een niet-economische financiële benadering

Dat zijn de echte drijfveren waarom de beroepsbeoefenaars zich er niet toe hebben kunnen brengen om die methode toe te passen – het was met andere woorden geen reactie op de veranderingen zoals wordt beweerd door bepaalde hedendaagse auteurs, die de bewuste periode trouwens niet hebben meegemaakt.

De van origine Amerikaans zijnde, zogeheten “moderne school” neemt als postulaat dat men, om de waarde van een onderneming te vatten, de geactualiseerde (i.e. gedisconterde) waarde dient te bepalen van het geheel van de nettokastromen die de onderneming in kwestie in de toekomst zou kunnen voortbrengen. Waar deze school voorstaat, is geen “economische waarde” maar een wiskundige verwachting van een bepaalde waarde die fluctueert afhankelijk van de hypothesen die de waardebeoordelaars voor de termen van de gebruikte formule hebben gekozen. De actualisatie (i.e. disconteringen) van de stromen is een financiële benadering die dus niet als een economische benadering kan worden beschouwd. De financiële stromen komen immers overeen met de tegenwaarde van de goederenstromen, niet met de goederenstromen zelf.

Men heeft nooit kunnen aantonen – zelfs niet met de meest verfijnde econometrische modellen – dat er een vaststaande relatie zou bestaan tussen de boekwaarde en de beurswaarde. Buiten het geloof, kan niets staande houden dat het nieuwe referentiekader de correlatie ervan gaat verbeteren, aangezien dit referentiekader nog altijd onvolledig is en meer en meer betwist wordt.

Ik begrijp niet dat iemand kan denken dat een onderneming als een geheel van kapitaal, arbeid en *knowhow* – zelfs op een efficiënte markt – een waarde kan hebben die gelijk is aan die van de som van haar genoteerde aandelen. Vergeten we niet, want dit is belangrijk, dat de benadering van de waarde van een onderneming, bijvoorbeeld tijdens onderhandelingen, iets heel anders is dan de financiële benadering van de waarde van haar aandelen.¹⁶ Er bestaan immers verschillende benaderingen van de waarde van een investering die door effecten wordt vertegenwoordigd:

- De overnemer verwerft effecten (“roerende waarden”) en verwacht daarvan een bepaalde *return*: dit is de financiële benadering; de *return* of *cashflow* wordt hoofdzakelijk gevormd door verhoopte toekomstige winstdeelnemingen (“dividenden”).
- De overnemer verwerft een onderneming of een subgeheel van een onderneming: dit is de benadering van de industriële ondernemer. De verhoopte *return* neemt de vorm aan van een *cashflow* geheel.
- De overnemer verwerft een onderneming of een subgeheel van een onderneming in het kader van de sociale economie of het interventionisme: in deze gevallen betreft het de verwachting die verbonden zou zijn aan die van een te herverdelen toegevoegde waarde of van een heilzaam effect op het regionale weefsel.

Iets waarin de woorden “reële” en “waarde” voorkomen, zal nooit tot een consensus kunnen leiden, vooral niet in het kader van de IFRS-normen (IAS-normen), waar beroepsbeoefenaars alleen maar een achteruitgang met een halve eeuw kunnen zien in de benadering van het correcte, volledige en getrouwe karakter van boekhoudkundige situaties. De IFRS-normen (IAS-normen) zoeken hun eigenheid in – sterker nog: steunen op – de perceptie van een ideaal van een verhoopte maar niet gedefinieerde “reële waarde”. Het gaat vooral om salonwerken. In de confrontatie met de realiteit zijn de IFRS-normen (IAS-normen) moeilijk toe te passen. En het zijn de ondernemingen die de kosten zullen dragen van het toepassen van een onzekere techniek, van een denkbeeldig waardebegrip en van een boekhoudkundig referentiekader dat op hun kosten zal worden bijgesteld, want de modernisering van het boekhoudrecht heeft een kostprijs.

Momenteel bestaat er geen boekhouding die het statistische ideaal zou kunnen bereiken, waarin de waardebepaling zou steunen op een “reële waarde” die wordt vastgesteld rekening houdend met meervoudige variabelen die zo een aanvaardbare waarde uitdrukken in de economische, sociale, financiële, industriële en ecologische benadering ervan. Wat betreft de IFRS-normen (IAS-normen) staat het volgende vast: vandaag de dag moeten zelfs vurige pleitbezorgers

¹⁶ Cf. JANSSENS, “Réflexions sur les méthodes de valorisation des entreprises”, Forum de l’audit, Conflit des minoritaires, sessies van 20 en 30 april 2002, OGH, Brussel.

van die normen erkennen dat de “reële waarde” mogelijk niet gepast is voor bepaalde bankactiva. *Men kan zich veroorloven daaruit af te leiden dat in bepaalde gevallen de “reële waarde” niet “reëel” zou zijn en dat er andere “reële waarden” zouden kunnen bestaan.* Deze situatie onderstreept dat het mogelijk is dat er met de praktische toepassing van de IAS-normen andere vormen van oneigenlijk gebruikte “reële waarde” bestaan, wat ons zo een referentiekader zou kunnen geven met “reële waarden” à la carte.

Deel 2. Problematiek van de industriële en financiële benadering

2.1. Reële stroom en monetaire stroom

Van het begrip “waarde” tot het begrip “prijs” blijkt dat we twee stromen waarnemen. Een verbruikstroom is gecreëerd, die van het al dan niet duurzame verworven goed, of de reële stroom: van het Latijnse *res* (zaak, ding); die overeenkomt met een monetaire stroom in de omgekeerde richting, van een bedrag dat identiek is aan de ruilwaarde van het goed.

Oorspronkelijk was de munt een bevoorrecht goed als rekeenheid. Vervolgens is de munt “geld” in de moderne betekenis van het woord geworden, zelf voorwerp van de wet van vraag en aanbod en van de vraag op de financiële markt. Geld wordt ook een *waardereserve*, onderworpen aan belegging als spaargeld of verworven als krediet. Door de ontwikkeling van die financiële markt zijn bepaalde *financiële instrumenten* ontstaan, zoals *aandelen*, die bedoeld zijn om vers geld tot bij de ondernemingen te brengen. Die financiële instrumenten zijn onderhevig aan de wetmatigheid van *vraag* en *aanbod*, die ook voor de financiële markt geldt, aangezien de financiële markt niet tot de officiële markt beperkt is.

2.2. Verwerving van deelbewijzen of aandelen

Investeren in een onderneming door verwerving van deelbewijzen of aandelen, kan via twee verschillende benaderingen: een handeling die bij een financiële benadering hoort, of een handeling die in een industriële benadering past.

2.2.1. De financiële benadering

In het kader van de financiële benadering verwerft de overnemer effecten (“roerende waarden”) en verwacht hij daarvan een bepaalde *return*. Dit is een financiële benadering en de *return* of *cashflow* wordt vooral gevormd door verwachte toekomstige winstdeelnemingen (*dividenden*). Dit betreft een aandeel gezien vanuit de invalshoek van financieel instrument, los van de economische waarde van de onderneming en de reële rentabiliteit ervan, en onderhevig aan de wet van vraag en aanbod op de financiële markt.

Met de financiële benadering komt men uit bij de geschatte waarde van een middel van financiering van de onderneming en niet bij de waarde van de onderneming zelf. Er kan niet worden aangetoond dat er een relatie zou bestaan tussen de waardebeoordelingen van aandelen op de financiële markt en de resultaten van een onderneming.

2.2.2. De industriële benadering

De industriële benadering moet dan weer gezien worden in een ruimere optiek: hierbij spelen vooral strategische, HR-gebonden, technologische en financiële factoren een rol. In het geval van de industriële benadering verwerft de overnemer een onderneming of een subgeheel van een onderneming. Dit is de benadering van de industriële investeerder, en de verwachte *return* neemt de vorm aan van een geheel van *cashflow*- en/of maatschappelijke baten.

Het is belangrijk de aandacht te vestigen op een begrip dat bepaalde mensen in de praktijk willen negeren: de financiële stromen komen overeen met de tegenwaarde van de goederenstromen – niet met de goederenstromen zelf.

Met de financiële benadering komt men uit bij de geschatte waarde van een middel van financiering van de onderneming en niet bij de waarde van de onderneming zelf. Zoals hierboven al is uitgelegd, kan niet worden aangetoond dat er een relatie zou bestaan tussen de financiële waardebeoordelingen en de resultaten van een onderneming.

Samengevat:

De financiële benadering komt overeen met de verwerving van effecten ("roerende waarden", een financieel instrument) waarvan de overnemer een *return* verwacht waarvan de winstdeelnemingen ("dividenden") deel uitmaken.

De industriële benadering komt overeen met de verwerving van een instrument of een subgeheel van een instrument met het oog op ofwel de uitbating ervan ofwel de deelname aan de uitbating ervan, om er opbrengsten die ermee verbonden zijn, uit te halen. Die opbrengsten kunnen geldelijk zijn maar ze kunnen ook de vorm van maatschappelijke baten aannemen.

Deel 3. Andere begrippen die met de waarde van de onderneming samenhangen

3.1. Goodwill en badwill

- *Goodwill* komt overeen met het *positieve verschil* tussen de economische waarde van de onderneming en het gecorrigeerde nettoactief tegen marktwaarde.
- *Badwill* komt overeen met het *negatieve verschil*.

Nochtans menen veel beroepsbeoefenaars en auteurs dat *goodwill* zou overeenkomen met een notie van economische rente die voortvloeit uit het specifieke karakter van de benadering van de activiteiten van de onderneming, de bijzondere kwaliteit van haar producten, haar positie op de markt, enz. Dat komt tot uiting in het verschil tussen de reële door de onderneming behaalde rentabiliteit en de normale rentabiliteit van de activa. Wiskundig bekeken, wordt dat als volgt uitgedrukt:

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{W_t - rA_t}{(1+i)^t}$$

Vereenvoudigd in de praktijk door het gebruik van de *formule van de constante annuïteit*:

$$GW = \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] (W - i.NA)$$

W = winst of behaalde rentabiliteit

i = interest

NA = gecorrigeerd nettoactief

t = met het oog op actualisatie (i.e. discontering) gehanteerde interest

n = duur

$$\left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] = a_n \text{ van de financiële tabellen}$$

We vinden eveneens hetzelfde type formule met de *superwinst* die wordt berekend op basis van het verschil tussen de winstcapaciteit en wat de belegging van de verminderde substantiële waarde zou kunnen opbrengen. In deze benadering moet het uitsluitend gaan over de berekening van een marginaal profiel, zoals hierboven uitgelegd.

$$GW = \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] (WC - i.VSW)$$

WC = winstcapaciteit

VSW = verminderde substantiële waarde.

Vanzelfsprekend kan men zich veel vragen stellen wat betreft de normale rentabiliteit van de activa. In de toepassing van de formules kan men immers zien dat de normale rentabiliteit van de activa wordt gevormd in functie van de kostprijs van het eigen vermogen, zelfs van de gewogen gemiddelde kostprijs van het kapitaal. Maar dit type van kostprijs kan worden beïnvloed door de specifieke kenmerken van de onderneming. Waarom maakt het normale rendement geen deel uit van een statistische vergelijking die overigens andere vragen zou opwekken, als die kenmerken werkelijk een rente moeten opleveren? Deze methode kan slechts zinvol zijn voor zover de rentevoet van de belegging overeenkomt met de verwachting van de rentabiliteitsratio van de sector en voor zover de standaardafwijking ervan niet van betekenis is. Het gebruik van elke andere ratio komt overeen met het berekenen van de verwachting van een marginale winst die voortkomt uit de verwerving van de onderneming.

Deze netto geactualiseerde waarde (*net present value*) van de *superwinst* kan geenszins het verschil zijn tussen de economische waarde van een onderneming en haar normale waarde, tenzij men uitgaat van de stellige overtuiging, die meer met geloof dan met wetenschappelijke redenering te maken heeft, dat, samengeteld met *goodwill*, het nettoactief of de verminderde of bruto substantiële waarde zonder verschil de economische waarde geeft. Iedereen weet immers dat als $A = C + B$, B gelijk zal zijn aan $A - C$.

Men stelt vast dat de term die de opbrengsten betreft, gegevens zal bevatten die van de boekhouding afkomstig zijn. Is dat echt normaal in een investeringsberekening?

De drie relevante methoden die men in de literatuur aantreft, zijn de volgende:

a) De zogeheten "Angelsaksische methode"

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{NR_t - r(NA_t)}{(1+i)^t}$$

waarbij

NA = gecorrigeerd nettoactief

NR = nettoresultaat over de verslagperiode

r = kostprijs van het eigen vermogen

Het nettoresultaat is een boekhoudkundig gegeven, terwijl men normaliter een investeringsredenering, dus een financiële redenering, toepast. Is dit wel normaal?

b) De methode van de Union des experts comptables (UEC)

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{NBR_t - r(BSW_t)}{(1+i)^t}$$

waarbij

BSW = bruto substantiële waarde

NBR = gecorrigeerd nettobedrijfsresultaat

r = kostprijs van het eigen vermogen

Deze benadering is beter bekend in haar nettovorm:

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{NR_t - r(NSW_t)}{(1+i)^t}$$

waarbij

NSW = netto substantiële waarde

NR = gecorrigeerd nettoresultaat over de verslagperiode

r = kostprijs van het eigen vermogen

c) De methode van het permanent kapitaal, noodzakelijk voor de bedrijfsuitoefening

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{NR_t - r(PK_t)}{(1+i)^t}$$

waarbij

PK = permanent kapitaal dat nodig is voor de bedrijfsuitoefening

NR = nettoresultaat vóór financiële kosten op langlopende en kortlopende schulden

r = kostprijs van het eigen vermogen

Al is het gemakkelijk te begrijpen dat deze redenering lichtjes verdraaid is, ze is het *a fortiori* door de vereenvoudiging die de beroepsbeoefenaars aanbrenge. Omdat het niet gemakkelijk is zowel de kostprijs van het eigen vermogen als de gewogen gemiddelde kostprijs van het kapitaal te vatten, hebben ze die eenvoudigweg vervangen door een ratio die over het algemeen overeenkomt met de rentabiliteit van een langetermijninvestering.

Deze wijze van benadering van de waardebepaling van de superwinst is op zichzelf niet interessant, aangezien ze het mogelijk zal maken om een bepaalde benadering te vatten van de waarde die door dit instrument voor een koper wordt vertegenwoordigd, d.w.z. een verwachte koperprijs waarbij de vergoedingsratio van het actief zal kunnen worden gekozen in functie van het begrip "superwinst" voor de overnemer.

3.2. De winstcapaciteit

Onder "winstcapaciteit" mogen we niet de verhoopte winst verstaan, maar wel de totale vergoeding van het kapitaal waardoor de substantiële waarde wordt vergoed. Rekening houdend met het feit dat bepaalde middelen (*ressources*) die voortkomen uit derdenvorderingen die verbonden zijn aan de werking (leveranciers, sociale schulden enz.), geen vergoeding behoeven, menen de auteurs dat enkel en alleen de verminderde substantiële waarde in aanmerking moet worden genomen. Dat is een keuze waarvan de redelijkheid mij ontgaat. Deze benadering zou mij correcter voorkomen met de bruto substantiële waarde. ●