Column

Een verkeerd waardeoordeel over de accountant

Paul M. Koster

De 'marktwaaarde' van accountants op het gebied van marktwaaardebepaling van ondernemingen ligt dicht bij nul. Volgens de uitspraken op een recent congres over marktwaaarde, hebben de ondernemers het niet echt op met de accountant op dit gebied. Ook de uitspraken van eminente accountants zijn niet echt hoopvol. Accountants doen veel werk maar leveren eigenlijk géén bijdrage op het gebied van marktwaaarde bepaling. Hun eindprodukt, de jaarrekening, zit vol met valkuilen en theoretische beperkingen waardoor dit belangrijkste eindprodukt van de accountant eerder misleidt dan leidt op het punt van marktwaaarde. Het is in zekere zin onbegrijpelijk dat aan het begrip marktwaaarde een congres is gewijd, want de markt bepaalt de marktwaaarde en niemand anders. Daar heb je geen congres voor nodig! De ondernemer levert een wezenlijke bijdrage aan de visie van die markt op zijn onderneming. En die visie vertaalt zich in een aandelenprijs. Deze aandelenprijs, die leidt tot een strategie, vermenigvuldigd met het aantal aandelen, geeft de marktwaaarde op een bepaald moment.

Jacobs van ING zei dan ook zeer treffend: 'Een aandeel is waard wat ik er vandaag aan guldens voor kan ontvangen.' De eeuwige doodoener 'waarde is niet gelijk aan prijs' werkt als een rode lap op een stier voor diegene die gelooft in het centrale marktprincipe. Want op de effectenmarkt is waarde altijd een resultante van de vigerende prijs die op de markt, waar vraag en aanbod samen komen, tot stand komt.

Ten opzichte van die dagelijkse continue marktprijs kan een potentiële koper op een

bepaald moment een bod uitbrengen waarin een premie zit voor de aandeelhouders. Nationale Nederlanden bood tenslotte ook een premie boven de marktprijs voor NMB. En daarmee komen we op de eigenlijke discussie over marktwaaarde waarin de rol van de accountant wel heel erg gebagatelliseerd wordt. Waarom zou een potentiële koper méér bieden dan de markt dicteert? Of, nog complexer, waarom zou een potentiële koper meer weten dan de gehele markt? Is dat die ondernemersvisie waar Nederkoorn het over had? Die stelde op het congres dat bij iedere investeringsbeslissing de ondernemersvisie doorslaggevend blijft en de accountant daarbij een zekere objectiverende rol kan spelen. Kortom een kleine rol voor de accountant in de grote wereld van het ondernemerschap.

Heeft de accountant geen toegevoegde waarde om in dat hele complexe spel van factoren bij investeringsbeslissingen het element onzekerheid te kwalificeren en kwantificeren? Want elke beslissing is gebaseerd op twijfel en een ondernemer heeft (of zou dat moeten hebben) behoefte aan een toetsing van zijn vooronderstellingen.

Bak gaf die bredere rol met toegevoegde waar-

Paul M. Koster, registeraccountant, is managing director bij Coopers & Lybrand Corporate Finance. In deze hoedanigheid adviseert hij zowel beursgenoteerde fondsen als (middel-)grote familiebedrijven bij hun fusie/overnameplannen zowel binnen Nederland als in Europa en daarbuiten.

de heel expliciet aan door het volgende te stellen: 'Er is een rol in het kwalificeren van het proces van totstandkoming van overzichten die betrekking hebben op de verwachte kasstromen, de vooronderstellingen daarbij gehanteerd en de inzichten in het risicoprofiel van de onderneming. Op basis van die informatie is een zekere waardebeoordeling mogelijk.' Ik ga daarin mee, door te stellen dat het vertrekpunt de marktwaarde moet zijn op basis van de laatste tot stand gekomen marktprijs. Dat is het referentiepunt, waar de ondernemer bij zijn beslissingsproces van kan uitgaan.

Belangrijk is om in te gaan op wat Bak bedoelt met het kwalificeren van het proces, aangezien dit naar mijn mening het gebied is waar de accountant zijn belangrijke rol ondergraaft en de ondernemer simpelweg niet weet welke verwachtingen hij mag hebben van zijn accountant. Hoe kwalificeer je, als accountant, een waardebeoordelingsproces?

Naar mijn ervaring zijn er een aantal gouden regels:

- Elke schatting van de toekomst is, zij het in de vorm van kasgeldstromen of risicofactoren, een mistig gebied waarbij de accountant de ondernemer kan helpen de verschillende interpretaties van die toekomst te beschrijven en het onderliggende bewijs voor elke afzonderlijke interpretatie te presenteren.
- Elke schatting van de toekomst start met vooronderstellingen maar moet altijd worden afgesloten met een paragraaf waarin alle onzekerheden worden benadrukt. De ondernemer ziet van nature altijd te weinig onzekerheden, en dit optimisme moet de accountant corrigeren.
- Er is altijd een limiet aan de schattingen. Het is daarom absoluut noodzakelijk dat de hiaten in kennis worden aangegeven, waardoor de schattingen in beter perspectief kunnen worden geplaatst en desnoods additioneel onderzoek verricht kan worden om die hiaten te vullen.
- Juist de accountant is de meest geschikte partner om de verschillende gezichtspunten die naar voren zijn gekomen in de schattingen,

te onderzoeken. De neiging die bestaat om de verschillen in inzicht niet in het eindrapport op te nemen wordt daarmee voorkomen. Het is veel beter de alternatieve gezichtspunten te kennen dan slechts de consensus, welke laatste bij nader onderzoek veelal zeer vaag blijkt en daardoor onbruikbaar. Het is opvallend hoe vaak alternatieve ideeën over de toekomst worden weggeschoven in de discussies; zonder enig inzicht in wat nu eigenlijk aan het meningsverschil over de toekomst ten grondslag ligt. Is er bijvoorbeeld onenigheid over feiten of juist over minder harde elementen in de schattingen? De accountant kan dat proces heel krachtig sturen.

- Het is en blijft moeilijk om schaarse en niet eensluidende informatiebronnen te interpreteren. De ondernemer heeft vaak de neiging om de invloed van het onbekende op zijn eindoordeel te mitigeren.
- Ondernemers behandelen het begrip onzekerheid, wat zoals eerder gezegd de basis is van elke beslissing, zéér uiteenlopend. De accountant kan in zijn positie helpen om alternatieve scenario's te ontwikkelen in plaats van de 'single point predictions'.
- De fout die bijna altijd gemaakt wordt is dat men gaat geloven in zijn eigen toekomstvoorspellingen: De bedoeling van het proces is niet de toekomst te voorspellen maar constructief en gericht over de toekomst na te denken.

Daarom moeten de schattingen niet de toekomst voorspellen maar juist een bandbreedte aangeven van mogelijke uitkomsten, waarbij ook de meest onwaarschijnlijke uitkomst gepresenteerd moet worden, die op de betrokken belangen en belanghebbenden een zeer belangrijke invloed kan hebben.

Wanneer men deze regels volgt in samenspel met de accountant kan er op basis van die interacties niet gesproken worden van een ondernemersvisie op de toekomst, maar van een gekwalificeerde ondernemersvisie.

Met deze gekwalificeerde ondernemersvisie wordt de beoordeling en bepaling van een premie boven de marktwaarde een zeer zorgvuldig proces en zou Nederkoorn niet ver-

baasd zijn geweest over de mislukte aandelenemissie van GPA, omdat deze meest onwaarschijnlijke uitkomst dan in de bandbreedte van mogelijke uitkomsten had gezeten.

Tot slot

De accountant moet niet langer een relatie willen leggen naar de balans, zijn troetelkind

in de discussies over marktwaarde. Ik ben het eens met Bak, die zegt dat de balans niet het doel heeft de waarde van het bedrijf weer te geven.

De toegevoegde waarde van de accountant in de marktwaarde bepaling zit hem in het ondersteunen van dat zorgvuldige proces. Het is dus niet marktwaarde: 'ondernemer versus accountant' maar marktwaarde: 'ondernemer met accountant, samen een beter oordeel'.