

DE WAARDEBEPALING VAN DE ONDERNEMING

door Dr. E. de Lembre

In het bovengenoemde proefschrift was het doel „een niet courant” voorkomend waarderingsvraagstuk nader te belichten en er een uitvoeringsmodel voor op te stellen. Het onderwerp moet dan ook afgezonderd worden uit de courante waarderingsproblematiek: nl. de dagelijkse uitspraak die men in de bedrijfspraktijk moet maken over het al dan niet aanwenden van schaarse middelen. Wat wel behandeld wordt is „de waarde van de onderneming zelf”.

Door deze taakstelling komt men terecht in de sfeer van koop of verkoop van de onderneming, maar de doelstelling van deze waardebepaling is niet daartoe beperkt. De waardebepaling van de onderneming wordt volledig geïntegreerd in de investeringstheorie en geeft een *oordeel* weer over de waardeschommelingen van de onderneming als geheel.

Dit oordeel is nodig:

- 1 Wanneer een subject een koop van een entiteit voorneemt (oordeel over de voorgenomen investering).
- 2 Maar ook, en dit wordt wellicht momenteel verwaarloosd, bij het bedrijfsbeleid in de onderneming zelf, telkens wanneer men belangrijke beslissingen neemt. Zo b.v.:
 - bij aanzienlijke investeringsprojecten;
 - bij operationeel maken van de research;
 - bij omformulering van de financiële structuur;
 - bij het vormen van samenwerkingspatronen, joint ventures, fusies, . . .

Inderdaad in dit tweede geval is het noodzakelijk telkens na te gaan in hoeverre het voorgenomen beleid een positieve verandering op de waarde van de onderneming heeft.

Door het stellen van dit objectief diende het proefschrift te voldoen aan twee belangrijke eisen, nl.:

- 1 de theoretisch juiste grondslag leggen van het waardebepalingsproces;
- 2 een praktisch uitvoerbaar model ontwikkelen.

A. Theoretische analyse:

Door de veelheid van publicaties aangaande de „waarde” zowel door sociaal- als bedrijfseconomen, was het noodzakelijk de principes waarop de waardebepaling van de onderneming moet steunen, klaar voorop te stellen. Dit onderzoek bevestigde dat de enige definitie van waarde toepasbaar op het waarderen van de ondernemingsentiteit is:

„De waarde (van de onderneming) moet de kwantitatieve uitdrukking zijn van het nut dat een object (onderneming) bijbrengt aan een subject (verkoper, koper, eigenaar al of niet ondernemer, belegger, . . .)”.

Daarbij horen de volgende waarderingsprincipes als aanvullende voorwaarden:

- 1 *Het totaliteitsprincipe*: de ondernemingswaarde moet alle kwalitatieve zowel als kwantitatieve gegevens inherent aan de onderneming uitdrukken.
- 2 *Het eigen vermogensprincipe*: dit principe drukt uit dat de eis van totaliteit niet betekent dat waardebepaling van het totaal vermogen; maar enkel dit van het eigen vermogen dat in feite het eigendomsrecht uitdrukt.
- 3 *Het subjectiviteitsprincipe*: vloeit dit uit de hierboven gegeven waarde-definitie zelf voort, dan bleek het noodzakelijk de strijd objectiviteit en subjectiviteit nader te analyseren; om duidelijk te stellen dat *alleen* het subjectiviteitsstandpunt kan gevolgd worden.
Door dit subjectiviteitsprincipe wordt ook het belang dat aan het kwantificeren van de doelstellingbundel van het subject moet gehecht worden benadrukt.
- 4 *Het toekomstprincipe*: volledig steunend op het subjectiviteitsprincipe is dit een logisch uitvloeisel. Inderdaad het nut voor een subject vloeit niet voort uit datgene dat gerealiseerd werd met de onderneming; maar wel uit de potentiële mogelijkheden van de onderneming! Het toekomstige nut bepaalt de waarde van de onderneming.
- 5 *Het onzekerheids- en risicoprincipe*: daar de ondernemingswaardering moet steunen op de toekomstprognose van het subject m.b.t. de onderneming, moet hoofdzakelijk rekening gehouden worden met de onzekerheids- en risico-elementen.

B. Praktische analyse:

Brengt de theoretische analyse een reeks van elementen te samen die voortvloeien uit de stand van het hedendaags bedrijfseconomisch denken, maar dan toegepast op een beperkt toepassingsgebied; dan blijkt het dat tot op heden de praktijk deze elementen wel onderkent, maar niet toepast wegens het ontbreken van praktisch uitvoerbare methodes.

In de praktische analyse werd een aansluiting van praktijk op de theorie uitgewerkt en getoetst op een aantal waarderingsgevallen (18 ondernemingswaarderingen).

2.1. Uitgaande van de inventarisatie van gebruikelijke waarderingsformules en -methodes werd als enige juiste methode de opbrengstmethode weerhouden.

2.2. Deze opbrengstmethode steunt op het actualiseren van de toekomstige nuttigheidskwantificator. *Nuttigheidskwantificatie* die niet uitgedrukt wordt door de uitgekeerde winst, gerealiseerde winst of cash-flow (winst na belastingen plus afschrijvingen) maar wel door het INKOMSTEN/UITGAVEN-SALDO onder onzekerheidssituatie. Daarbij werd aangetoond hoe men onder omstandigheden van normale bedrijfsrapportering en -administratie op eenvoudige wijze dit saldo kan benaderen. *Actualisatie* die moet steunen op een calculatierente voortvloeiende uit het investeringspatroon van de onderneming (interne rentevoet) of oppertunitairentevoet met als minimum grens de globale vermogenskost). Hier ook is hoofdzakelijk de praktische bepaling ervan van belang.

2.3. Door het aspect tijdsduurlimitering voor toekomstprognoses bleek het, dat de onzekerheid in de calculatie moest ingebracht worden. De meest optimale introductie ervan bleek de simulatie van het inkomsten/uitgavensaldo te zijn, dit via de verschillende alternatieve mogelijkheden van de samenstellende componenten. Een praktisch uitgetest simulatiemodel werd hiervoor uitgewerkt.

Juist doordat in dit model uitgegaan wordt van de diverse elementen die het uiteindelijke inkomsten/uitgavensaldo samenstellen, is het mogelijk zowel rekening te houden met de kansverdeling van de afwijkingen zoals ze zich in het verleden voordeden als met eventueel grondiger nieuwe structurele veranderingen.

C. Besluiten:

Het uiteindelijke waarderingsresultaat heeft dan ook volgende kenmerken:

- het geeft een inzicht in het waardeverloop van de onderneming, rekening houdend met de doelstellingen van het subject, met de diverse mogelijke alternatieven om de doelstelling te verwezenlijken, met risico en onzekerheid;
- het komt los te staan van de prijsbepaling maar krijgt een belangrijke informatiefunctie;
- het geeft een oordeel over de waarde van een globale continue investering „onderneming”.

Juist deze loskoppeling van de prijsbepaling bij koop en verkoop van de onderneming is essentieel.

Waardebepaling gebeurt niet uitsluitend met het oog op koop en verkoop; het is een beoordelingsmethode die nagaat in hoeverre het subject erin slaagt door zijn (gedelegeerde) ondernemingsactiviteit een doelstelling maximalisatie van het nut te bereiken. Het kan m.a.w. een aanvulling zijn bij het sterkte-zwakke onderzoek dat periodiek voorgenomen moet worden, en juist financieel de resultaten ervan zal uitdrukken.

Daarnaast blijft de functie van de waardebepaling bij eventuele voorgenomen verkoop of koop essentieel; niet als aanduiding van prijs, maar wel als informatiebron die aangeeft binnen welke grenzen de onderhandelingsprijs moet vallen.