



Joost Groeneveld

Aandeelhouderwaarde in de schil

Aandeelhouderwaarde is dat deel van de ondernemingswaarde dat voor de verschaffers van het eigen vermogen beschikbaar is. In het algemeen wordt de ondernemingswaarde bepaald door de te verwachten vrije geldstromen te waarderen aan de hand van de geëigende vermogenskostenvoet. Daarbij niet te vergeten de waarde van het taxshield en de niet-bedrijfsgebonden activa (excess cash). De kostenvoet is hoger naarmate de risico-opslag in de vermogenskostenvoet hoger oploopt. Op zijn beurt is de hoogte van de risico-opslag afhankelijk van het risicoprofiel rond de verwachte geldstromen. Aandeelhouderwaarde is zodoende de resultante van verwachte operationele geldstromen, verwachte investeringsbedragen, belastingheffing, financiering, kostenverhoudingen op de financiële markten, risico-opslagen en terzijde van de bedrijfsvoering plus/min mogelijke spaarpotjes of overschotten. Het streven naar aandeelhouderwaarde impliceert beoordeling van risico en beheersing van geldstromen. Daarom is het zo vreemd dat deze gerichtheid de financiële prestaties van bedrijven zou verslechteren. En toch is dát de uitkomst van het promotieonderzoek door Pieter-Jan Bezemer, zoals dat met betrekking tot de door hem onderzochte top-100 beursgenoteerde ondernemingen in het desbetreffende persbericht werd gemeld. Bezemers verklaring is de volgende (*de Volkskrant*, 17 maart 2010): 'Focus op aandeelhouderswaarde leidt tot winst op de korte termijn, maar er is minder oog voor innovatie en de winstgevendheid op lange termijn. Neem bijvoorbeeld de beloningsplannen die vooral kijken naar de prestaties op de korte termijn'. De focus op aandeelhouderwaarde leidt volgens Bezemer dus tot winst op korte termijn. En is winst niet bij uitstek de maatstaf voor financiële prestaties? Die zouden juist verslechteren. Dus een inconsistentie? Nee, Bezemer zal bedoelen dat de winst op korte termijn ten laste gaat van de winst op lange termijn. Maar ligt dat aan de focus op aandeelhouderwaarde? Ik denk van niet. Aandeelhouderwaarde heeft niets met winst te maken. Winst kan van alles zijn, maar het is geen geld. Winst is in feite een egalisator: een strijkijzer dat de plooiën van de geldstromen over de jaren gladstrijkt. Met afschrijvingen, voorzieningen, amortisatie van gerealiseerde winst, voorzichtigheid, afboekingen en bijboekingen, Lifo's en FIFO's. Toegegeven: een knap staaltje

accounting. Maar wel iets heel anders dan waarde. En hoe zit het met die termijnen? Van belang voor aandeelhouderwaarde is dat alle verwachte vrije geldstromen 'eeuwigdurend' worden meegerekend. Het is dan moeilijk voor te stellen dat de focus alleen de korte termijn zou betreffen. Met betrekking tot innovatie moet worden opgemerkt dat – behalve voor ondernemingen die als cashcows kunnen worden getypeerd – innovatie en de investering daarin bij uitstek de middelen zijn om de toekomstige geldstromen te onderhouden en te laten groeien. Wel is innovatie naar haar aard riskant. Maar zonder innovatie eindigt de onderneming bij de horizon van de levenscyclus van het bestaande product. In de bedrijfseconomie zijn in de loop der decennia allerlei ondernemingsdoelstellingen bedacht. Klassiek daarin is het streven naar maximale winst. Even klassiek daarbij is de voorwaarde dat dit streven niet de winst op lange termijn in gevaar mag brengen. Immers, de opvolgende doelstelling was altijd continuïteit. Van Th. Limperg kennen we zelfs de wet van de continuïteit. Met betrekking tot winst bestond – ook in dit kader te zien – de onopgeloste problematiek van de (niet-)uitkeerbare winst (H.C. van Straaten, 1957). Binnen het Limperg-Instituut heeft in 1984 een commissie gerapporteerd over een 'operationeel winstbegrip' (in wezen toegevoegde waarde). Schijnwinst was een erkend begrip. Dan is er ook het verschil tussen enerzijds winst en anderzijds vermogensmutaties terzijde van de winst. En zijn er gebeurtenissen na balansdatum. Voor al die problemen hebben winstbegrippen nooit een oplossing gebracht. En al zeker niet om de lange termijn voorrang te geven boven de korte termijn. Daarvoor is een economische benadering van waarde nodig. Bijvoorbeeld aandeelhouderwaarde. Bezemer identificeert aandeelhouderwaarde met 'het Angelsaksische spel ... meer gebruik van optieregelingen, inkoopprogramma's van eigen aandelen en technieken voor het creëren van economische waarde (EVA)'. Zonder identificatie zou aandeelhouderwaarde worden onderscheiden van bepaald gebruik daarvan. Misschien is dat hier en daar wel misbruik. Zoals een aardappelschilmesje bij misbruik een dodelijk steekwapen kan zijn. Recept Bezemer: voortaan eten we alles in de schil. **An**

Joost Groeneveld RA RV, directeur Wingman Business Valuators B.V, Breda