

Etudes IRE

CONTROLE /2003

1

GROUPE DE TRAVAIL IRE L'INTERVENTION DU REVISEUR D'ENTREPRISES DANS LE CADRE D'UNE EVALUATION D'ENTREPRISE

 Institut des Revisseurs d'Entreprises

Contrôle /2003 Evaluation d'entreprise

Editeur responsable : David Szafran
Rue d'Arenberg 13, 1000 Bruxelles
Tél. (02) 512 51 36

D/2003/0817/197

Aucun extrait de cette édition ne peut, même partiellement, être communiqué au public, reproduit ni traduit ou adapté sous quelque forme que ce soit moyennant photocopie, microfilm, enregistrement ou tout autre moyen, ou être saisi dans une banque de données sans l'autorisation écrite et préalable de l'éditeur.

TABLE DES MATIERES

Avant-propos	5
I. CONSIDERATIONS PRELIMINAIRES EN RAPPORT AVEC LA DETERMINATION DE LA VALEUR D'UNE ENTREPRISE	7
1. L'entreprise.....	7
2. La valeur d'une entreprise.....	7
3. Le prix d'une entreprise	8
4. Concepts - définitions.....	8
II. CONSIDERATIONS GENERALES EN RAPPORT AVEC L'INTERVENTION D'UN REVISEUR D'ENTREPRISES LORS DE LA DETERMINATION DE LA VALEUR D'UNE ENTREPRISE	10
1. En qualité de conseiller d'une partie contractante	10
2. En qualité d'expert désigné par le tribunal ou en tant qu'arbitre.....	10
3. Dans le cadre d'une mission légale	11
III. PARTICULARITES EN RAPPORT AVEC L'EXAMEN DES COMPTES	13
1. Considérations générales en rapport avec les travaux de contrôle à mener par le réviseur d'entreprises	13
1.1. Généralités	13
1.2. Confraternité	14
1.3. Secret professionnel.....	14
1.4. Examen des comptes	14
1.5. Examen des aspects autres que comptables.....	16
2. La valeur substantielle	17
2.1. Généralités	17
2.2. Aspects particuliers liés à certains postes du bilan	18
2.3. Aspects fiscaux.....	22
2.4. Aspects environnementaux.....	23
2.5. Le consortium	23
3. La valeur de rendement	23
3.1. Généralités	23
3.2. Aspects particuliers liés à certains postes du compte de résultats.....	25

IV. ANALYSE DES METHODES D'EVALUATION LES PLUS FREQUENTES	28
1. La valeur substantielle	28
2. La valeur de rendement	30
2.1. Le facteur revenu	30
2.2. Le facteur intérêt	31
3. Méthodes mixtes	33
4. Méthodes empiriques	34
CONCLUSION	36
BIBLIOGRAPHIE	37
Annexe: Contenu minimum d'un rapport (exemple)	39
1. Mission	39
2. Identification de la société concernée	39
3. Portée des travaux de contrôle et des conclusions y relatives	40
4. Pertinence des méthodes d'évaluation appliquées.....	40
5. Eléments complémentaires dans le cadre d'un rapport en cas de cession forcée de titres (art. 513 C. Soc. et art. 213 de l'A.R. du 30 janvier 2001)	41
6. Conclusions.....	42

AVANT-PROPOS

Le groupe de travail IRE composé des confrères J.-M. BOES, B. CLAEYS, M. GRIGNARD, T. LEJUSTE, L. OSTYN, sous la présidence de L. DE PUYSSSELEYR, s'est penché sur la problématique de l'intervention du réviseur d'entreprises en cas d'évaluation des entreprises.

La méthode suivie a été d'approcher la question selon l'aspect technique, juridique et économique.

Cette brochure publie les travaux relatifs à l'approche économique de l'évaluation des entreprises. Je vous en souhaite bonne lecture.

Je suis convaincu que vous y trouverez bon nombre de renseignements susceptibles de vous orienter dans cette matière complexe.

J'adresse au nom du Conseil mes plus sincères remerciements aux membres du groupe de travail qui ont pu se rendre disponibles et partager leur connaissance de la matière.

L. SWOLFS
Président

I. CONSIDERATIONS PRELIMINAIRES EN RAPPORT AVEC LA DETERMINATION DE LA VALEUR D'UNE ENTREPRISE

1. L'ENTREPRISE

Dans le rapport au Roi joint à l'arrêté royal du 8 octobre 1976 relatif aux comptes annuels des entreprises (abrogé par l'article 220, 1° de l'A.R. du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés), la notion " entreprise " a été définie comme suit:

" L'entreprise est essentiellement un agencement dynamique et durable d'hommes, de moyens techniques et de capitaux, organisé en vue de l'exercice d'une activité économique débouchant sur la réalisation d'un produit brut permettant d'attribuer des revenus bruts ou nets à tous ceux qui ont concouru à sa réalisation ".

Une entreprise peut prendre la forme d'une entreprise individuelle, d'une société, d'une branche d'activité, d'une association de fait, etc.

Il peut également être fait référence à la définition de la branche d'activité prévue à l'article 680 du C. Soc.

2. LA VALEUR D'UNE ENTREPRISE

La valeur d'une entreprise n'est pas une donnée fixe. Elle est extrêmement difficile à déterminer, surtout pour une personne étrangère à l'entreprise. En outre, chaque personne peut attribuer à une entreprise une valeur différente, par exemple en fonction des possibilités de synergie (voy. également K. GEENS, *Juridische actualiteit omtrent de KMO*, Leuven, Jura Falconis (éd.), 1996, p. 13).

Acheter une entreprise – soit directement, soit indirectement par le biais d'actions – revient à investir dans une entité complexe. En principe, le degré de complexité est moins important à mesure que la taille de l'entreprise, les moyens qu'elle met en œuvre et le volume de ses opérations sont limités.

Les entreprises plus petites sont souvent plus difficiles à évaluer parce qu'elles sont souvent dirigées par une seule personne. Il est donc typique de constater que la réussite et, par conséquent, la valeur de telles entreprises dépendent fortement des capacités du chef d'entreprise.

Généralement, l'on détermine la valeur totale d'une entreprise, ce qui dans le cas d'une société, correspond à la valeur de toutes les actions. La valeur d'une parti-

cipation ne sera pas nécessairement obtenue en appliquant le pourcentage d'actions à la valeur totale. L'impact de la taille d'une participation sur sa valeur ne peut être assimilé à l'application d'une plus-value ou d'une moins-value à – respectivement – la minorité ou la majorité des actions. De nombreux autres facteurs (notamment des dispositions légales et statutaires) peuvent ici intervenir.

Dans certains cas, les statuts prévoient des dispositions relatives à l'évaluation des actions. Pour les parties, cet aspect peut jouer un rôle important sur le plan juridique. Néanmoins, il ne s'agit pas en soi d'un aspect économique de l'évaluation.

L'évaluation d'une entreprise peut s'effectuer sur la base de différentes formules. Toutes ces formules peuvent être regroupées en quatre principaux groupes de méthodes d'évaluation: (1) la valeur substantielle, (2) la valeur de rendement, (3) les méthodes mixtes et (4) les méthodes empiriques (cf. *infra* IV.).

3. LE PRIX D'UNE ENTREPRISE

Il convient d'établir une nette distinction entre la valeur et le prix d'une entreprise.

La valeur d'une entreprise est déterminée de manière objective sur la base de plusieurs données. En prenant pour hypothèse une situation parfaite du marché, la valeur d'une entreprise est égale au prix qu'un acheteur normalement intéressé est prêt à payer pour acquérir l'entreprise en question.

En réalité, il existe toutefois de nombreux facteurs qui font que la valeur et le prix de l'entreprise diffèrent. Ainsi, la formation du prix est influencée par la situation du marché (trop ou trop peu d'acheteurs ou de vendeurs), par la force de persuasion des parties durant le processus de négociation, etc.

Le prix fixé ne reflétera donc que rarement la valeur réelle d'une entreprise. La détermination de la valeur d'une entreprise permet plutôt d'indiquer une orientation ou une marge dans laquelle un acheteur et un vendeur normaux peuvent se retrouver.

4. CONCEPTS - DEFINITIONS

Lors des évaluations, des concepts qui ne sont pas légalement définis, sont utilisés. Par prudence, nous reprenons ci-après les concepts qui sont utilisés dans la présente analyse et qui n'ont pas nécessairement toujours le même contenu dans la doctrine spécialisée:

- La valeur substantielle: cf. *infra* IV. 1.;
- La valeur de rendement: cf. *infra* IV. 2.

En cas d'intervention d'un réviseur d'entreprises lors de l'évaluation des entreprises, la description de la mission sera déterminante pour apprécier si le réviseur d'entreprises est aussi chargé d'une mission de contrôle. Nous renvoyons à cet égard aux principes qui sont exposées sous le III. 1.

II. CONSIDERATIONS GENERALES EN RAPPORT AVEC L'INTERVENTION D'UN REVISEUR D'ENTREPRISES LORS DE LA DETERMINATION DE LA VALEUR D'UNE ENTREPRISE

1. EN QUALITE DE CONSEILLER D'UNE PARTIE CONTRACTANTE

Une personne qui se présente comme acheteur ou vendeur d'une entreprise doit être informé de façon objective et compétente. La détermination de la valeur d'une entreprise par un expert constitue une approche pouvant servir de référence et est obtenue grâce à l'utilisation de méthodes objectives et de règles d'évaluation généralement acceptées et appropriées. Ce sont ces informations et ses propres connaissances de l'entreprise et de ses possibilités qui permettent à l'acheteur potentiel d'établir son offre et au candidat-vendeur de fixer son prix.

Les informations qui intéressent les parties ne sont pas uniquement d'ordre comptable et financier. Elles présentent également un caractère juridique, technique et commercial.

En tant que conseiller d'une seule partie, le réviseur d'entreprises n'est bien entendu pas obligé de veiller aux intérêts des autres parties, quoiqu'il doit toujours respecter sa déontologie professionnelle. Il lui est recommandé de préciser clairement si et dans quelle mesure les données sous-jacentes ont été contrôlées. Les méthodes d'évaluation utilisées doivent bien entendu être généralement acceptées et, dans ce cas, être pertinentes.

2. EN QUALITE D'EXPERT DESIGNE PAR LE TRIBUNAL OU EN TANT QU'ARBITRE

Lorsque le réviseur d'entreprises est désigné en qualité d'arbitre ou d'expert par le tribunal, sa tâche est nettement plus délicate. Le juge définira clairement la mission qu'il demandera à l'expert de réaliser et lui fixera les conditions qu'il est tenu de respecter. Si le juge ne fixe pas de conditions, il appartient alors à l'expert d'opérer certains choix. Le choix de certaines variables dans le cadre d'une mission d'évaluation est un facteur déterminant pour le résultat de cette mission. Par conséquent, lors d'une mission d'évaluation, il est conseillé de travailler par étapes (voy. III. 1.4.2. et l'exemple d'un rapport en annexe).

En raison de la complexité d'une évaluation, il peut arriver que plusieurs experts défendent plusieurs évaluations ou qu'ils s'efforcent de démontrer, voire de prouver qu'un expert a eu tort en fournissant des informations dont ce dernier ne dis-

posait pas pour l'une ou l'autre raison. La formulation de la mission et le rapport de l'expert constitueront donc des éléments primordiaux. Le rapport devra indiquer de façon claire et circonstanciée, d'une part, quels sont les aspects qui ont ou qui n'ont pas été examinés par le réviseur d'entreprises ou éventuellement par d'autres experts et, d'autre part, quelle est la portée de l'évaluation.

3. DANS LE CADRE D'UNE MISSION LEGALE

- 3.1. Différentes dispositions légales confient directement ou indirectement une mission d'évaluation d'entreprise à un réviseur d'entreprises.
- 3.2. Dans le cadre de la vente forcée de titres prévue par l'article 513 du C. Soc., l'article 213 de l'A.R. du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés stipule qu'un rapport écrit établi par un réviseur d'entreprises¹ ou un " expert-comptable " externe doit être joint au rapport écrit et circonstancié de l'offrant.

Dans ce rapport, le réviseur d'entreprises ou l'expert-comptable externe doit se prononcer, au regard des critères d'évaluation usuellement retenus, sur la(les) méthode(s) d'évaluation utilisée(s) par l'offrant pour évaluer la société et justifier le prix. En outre, le réviseur d'entreprises ou l'expert-comptable externe doit préciser s'il estime que le prix sauvegarde les intérêts du propriétaire des titres.

- 3.3. L'article 43, § 4 de la loi du 26 mars 1999 relative au plan d'action belge pour l'emploi 1998 et portant des dispositions diverses, stipule que, pour les actions qui ne sont pas cotées en bourse, la " valeur réelle " est déterminée par la personne qui offre l'option, sur avis conforme d'un réviseur d'entreprises ou d'un expert-comptable désigné par la société.
- 3.4. Dans le cadre d'une restructuration de société (C. Soc., livre XI.), il est précisé que le réviseur d'entreprises ou l'expert-comptable se prononce sur le bien-fondé du rapport d'échange proposé lors d'une fusion ou d'une scission. A ce propos, il convient d'indiquer les méthodes suivies pour la détermination du rapport d'échange proposé, de préciser si ces méthodes sont appropriées, d'indiquer les valeurs auxquelles chacune de ces méthodes conduit et de mentionner l'importance relative accordée à ces méthodes (voy. notamment l'article 695 du C. Soc.).

¹ Sur la question de savoir si le réviseur d'entreprises peut aussi être le commissaire, voy.: Commission bancaire et financière, Circulaire D2/F/2000/5 du 19 décembre 2000 : Notion " d'expert indépendant " dans le cadre d'une offre de reprise, ainsi que IRE, *Rapp. annuel*, 2000, pp. 142-143 et IRE, *Rapp. annuel*, 2001, pp. 128-129.

- 3.5. Dans le cadre de la disposition légale en matière d'apport en nature et de quasi-apport dans les sociétés commerciales, le réviseur d'entreprises peut également être amené à se prononcer sur les méthodes suivies lors de l'évaluation de la société ou des actions de la société à apporter ou à transférer (voy. notamment l'article 444 du C. Soc.).
- 3.6. Lors d'une mission dans le cadre de l'article 181 (proposition de dissolution), l'objectif consiste à informer les actionnaires sur " l'actif net de la société dans la perspective de la réalisation ". En d'autres termes, un réviseur d'entreprises ou un expert-comptable doit se prononcer sur la valeur substantielle en discontinuité.

III. PARTICULARITES EN RAPPORT AVEC L'EXAMEN DES COMPTES

1. CONSIDERATIONS GENERALES EN RAPPORT AVEC LES TRAVAUX DE CONTROLE A MENER PAR LE REVISEUR D'ENTREPRISES

1.1. Généralités

Lorsque le réviseur est amené à se prononcer sur la valeur d'une entreprise, le principe veut qu'il ne le fasse que sur la base d'un travail de contrôle adéquat et consciencieusement effectué (art. 15 de l'A.R. du 10 janvier 1994 relatif aux obligations des réviseurs d'entreprises). En respectant les Normes générales de révision et après avoir vérifié s'il était en mesure d'accepter la mission révisoriale, le réviseur examinera cette mission et établira un programme de contrôle. Un contrôle limité ne peut être exercé que moyennant instruction formelle ou accord des parties.

Pour autant que la mission révisoriale ne découle pas de la loi (vente forcée d'actions, etc.), il est extrêmement important que la mission ait été clairement décrite et qu'elle permette de définir les travaux à réaliser. Le cas échéant, le réviseur d'entreprises veillera en premier lieu à obtenir l'assurance des parties ou du tribunal.

Contrairement à ce qui est le cas dans la déclaration – en tant que commissaire – sur les comptes annuels, la règle veut généralement que le réviseur ne se contente pas de respecter le Code des sociétés, les statuts et la législation comptable. Le réviseur devra donc tenir compte du fait qu'une étude approfondie de l'entreprise, du secteur et des réglementations qui s'y appliquent puisse être requise.

Le réviseur d'entreprises devra se garder de faire des déclarations sans aucune réserve, sans toutefois formuler des réserves telles qu'elles détruisent la valeur ou la portée de son opinion (art. 19 de l'A.R. du 10 janvier 1994). Dans la mesure où une évaluation est basée sur les états financiers contenant des prévisions, le réviseur ne certifiera pas ces prévisions. Il peut à tout moment se prononcer sur la méthode ayant permis d'établir ces informations prévisionnelles. S'il estime que certaines hypothèses qui sont à la base de ces informations sont manifestement déraisonnables ou contradictoires avec d'autres informations généralement tenues pour vraies, il devra émettre des réserves sur ce point (art. 20 de l'A.R. du 10 janvier 1994). A ce propos, il peut être utile de se référer à la " Note de réflexion sur la mission du réviseur dans un plan de stock option " (IRE, *Rapp. annuel*, 1999, pp. 283-289).

1.2. Confraternité

Le réviseur d'entreprises est tenu de respecter les règles normales de confraternité.

Le réviseur d'entreprises accordera une attention particulière aux rapports de confrères ou d'experts-comptables qui ont éventuellement été établis dans le passé et qui traitent de l'évaluation de l'entreprise ou des actions. Il est par exemple possible que les actions à évaluer aient fait l'objet précédemment d'un rapport en matière d'apport en nature ou de quasi-apport, ou que l'entreprise ait pris part à une fusion ou une scission. A cet égard, le réviseur examinera le dossier juridique et demandera à obtenir les déclarations des parties. Le cas échéant, les rapports établis précédemment devront être étudiés et un contact avec le confrère devra être envisagé.

1.3. Secret professionnel

Le commissaire contacté dans le cadre de la mission décrite ci-dessus est tenu de respecter les règles relatives au secret professionnel.

1.4. Examen des comptes

1.4.1. Principes et exceptions

Au vu des principes décrits *supra* 1.1., il faut partir du principe qu'un examen des comptes est toujours requis, et que le contrôle plénier est la règle dont il peut être dérogé dans la mission.

La mission peut prévoir expressément que le réviseur d'entreprises s'appuie sur la comptabilité présentée. Le cas échéant, la mission du réviseur d'entreprises se limitera plutôt au choix des méthodes d'évaluation et à leur conversion en données chiffrées. Il est possible que le réviseur d'entreprises estime devoir procéder quoi qu'il en soit à un examen limité. Si cet examen ne fait pas partie de la mission, il convient d'abord d'obtenir davantage de clarté quant aux coûts entraînés par un tel examen.

Le cas échéant, le réviseur peut être partiellement dispensé de l'examen des comptes lorsque l'entreprise à évaluer a désigné un autre réviseur d'entreprises ou commissaire. La mesure dans laquelle l'on peut se baser sur ce travail, dépendra de la mission du confrère et du temps qui s'est écoulé entre la date à laquelle la valeur de l'entreprise doit être déterminée et la dernière situation contrôlée.

Le réviseur d'entreprises doit agir conformément aux dispositions légales et dans les limites des normes régissant le travail d'un confrère (art. 16 de l'A.R. du 10 janvier 1994; Recommandation de révision du 4 mars 1988: Utilisation du travail d'un

autre réviseur) et il est évident que ceci ne décharge pas le réviseur de l'examen des aspects autres que comptables (cf. *infra* 1.5.).

Dans son rapport et ses conclusions, le réviseur mentionnera expressément les contrôles qu'il a effectués et dans quelle mesure il s'est éventuellement basé sur le travail de confrères.

1.4.2. Aspects pratiques de l'examen à mener

Il convient préalablement d'établir un programme de travail.

La première phase comprend une prise de connaissance approfondie de l'entreprise, en accordant une attention particulière aux documents financiers et comptables.

A l'issue de cette première étape, le réviseur d'entreprises veillera essentiellement dans une deuxième phase à définir quels seront les chiffres de base et les méthodes d'évaluation qui seront utilisés pour déterminer la valeur de l'entreprise. La décision qu'il aura prise à ce sujet sera motivée. Si le réviseur a été désigné par un tribunal ou en tant qu'arbitre, il peut, dans le but de limiter les discussions ultérieures, communiquer aux parties les choix qu'il a faits. En cas de désaccord – le cas échéant – le réviseur peut soumettre ces choix au juge.

Ce n'est que lorsque les chiffres de base et les méthodes d'évaluation ont été clairement définis que, dans une troisième phase, peut avoir lieu l'analyse des chiffres (p. ex.: tendances dans les résultats), suivie de l'élaboration des formules.

Les chiffres de base sont obtenus au départ des documents disponibles, auxquels le réviseur d'entreprises peut apporter des modifications après les avoir contrôlés. Les documents de base concernent, d'une part, les bilans (valeur substantielle – cf. *infra* III. 2.) et, d'autre part, les comptes de résultats (valeur de rendement – cf. *infra* III. 3.).

En ce qui concerne le bilan, il est évident qu'il s'agit du bilan à la date de l'évaluation ou, si cette date n'est pas définie, du bilan le plus récent.

En ce qui concerne le compte de résultats et/ou les budgets, il est important de déterminer si, pour l'utilisation des méthodes sur la base du rendement, seuls les résultats connus seront utilisés ou si l'on aura également recours à l'évolution future probable. Bien entendu, il convient de procéder à une étude visant à évaluer le degré de probabilité de cette évolution.

En ce qui concerne les résultats antérieurs, l'étude préalable doit démontrer quels sont les chiffres les mieux indiqués pour les calculs (les plus récents ou les moyennes).

La prise en compte ou non des résultats futurs peut dépendre notamment du cadre juridique de la mission. En cas de retrait (art. 340 C. Soc. pour la S.P.R.L.

et art. 642 pour la S.A.), l'on observe clairement une volonté de ne pas attendre le futur et l'on peut donc poser comme hypothèse que l'évolution future probable n'entre pas en ligne de compte. Néanmoins, dans le cas contraire, lorsqu'une personne est forcée de vendre ses actions (art. 334 C. Soc. pour la S.P.R.L. et art. 636 pour la S.A.), cette personne est privée des conséquences de l'évolution future et il peut être raisonnable de faire intervenir une éventuelle évolution favorable dans les calculs.

Après avoir contrôlé les chiffres de base, le réviseur d'entreprises procède souvent à l'adaptation de ces données. Cette opération relève du domaine de la compétence professionnelle et doit toujours être motivée.

Tout en déterminant les chiffres de base, le réviseur d'entreprises se sera fait une idée des méthodes d'évaluation et des hypothèses qu'elles contiennent. En outre, les choix qu'il fera seront également motivés.

En ce qui concerne le choix des méthodes, le réviseur peut également se pencher sur la valeur de liquidation. Les procédures de vente forcée et de retrait prévues par le Code des sociétés ont notamment pour objectif d'éviter la liquidation en cas de conflit durable. En outre, il convient de remarquer qu'une PME possède une durée de vie relativement courte et que la valeur de liquidation peut être mentionnée au moins à titre informatif, surtout lorsque certaines circonstances font en sorte que cette valeur s'écarte sensiblement des autres valeurs. Néanmoins, la liquidation reste également une hypothèse de l'évolution future.

1.5. Examen des aspects autres que comptables

Il doit être clair que la situation financière d'une entreprise ne constitue qu'un des aspects à prendre en compte pour définir de la valeur d'une entreprise.

L'une des principales données – si pas la donnée la plus importante – est le résultat futur éventuel de l'entreprise concernée. Par conséquent, tous les facteurs qui risquent d'influencer ce résultat à l'avenir sont importants lors de la détermination de la valeur de l'entreprise.

A titre d'exemple, citons:

- diverses autorisations et conformité avec la législation en matière d'environnement;
- réglementations sectorielles;
- conformité avec les réglementations sociale et fiscale;
- divers engagements tels que contrats de location, contrats de travail, contrats commerciaux;
- dépendance liée aux facteurs externes (éléments naturels, évolution économique internationale);
- dépendance vis-à-vis de personnes (personnel, administrateurs);

- structure financière et dépendance à l'égard de tiers-garants;
- position commerciale par rapport à la concurrence;
- compétence de la direction de l'entreprise et des cadres;
- valeur commerciale du produit ou du service;
- évolution technologique dans le secteur.

La plupart du temps, le réviseur d'entreprises éprouvera des difficultés à émettre un jugement en rapport avec de tels aspects de l'entreprise. Plus l'entreprise est grande et complexe, plus l'étude de ces différents éléments sera nécessaire. Bien entendu, la mission devra décrire l'un ou l'autre élément et le réviseur d'entreprises devra, le cas échéant, obtenir l'autorisation de faire appel à des experts dans d'autres domaines professionnels. Le recours à d'autres experts doit s'envisager conformément à la réglementation de la profession (art. 16 de l'A.R. du 10 janvier 1994 et à la Recommandation de révision du 6 septembre 1996: Utilisation des travaux d'un expert).

Dans son rapport et ses conclusions, le réviseur d'entreprises mentionnera expressément dans quelle mesure il s'est basé sur le travail d'autres experts.

2. LA VALEUR SUBSTANTIELLE

2.1. Généralités

La base utilisée pour la définition de la valeur substantielle est constituée non seulement par le bilan le plus récent de l'actif et du passif mais également par un aperçu des droits et engagements de l'entreprise.

Les principaux éléments de l'appréciation du caractère " fidèle " de cette valeur sont:

- application correcte du droit comptable;
- évaluation conformément aux normes relatives à l'économie d'entreprise (et non exclusivement fiscales);
- détection de plus-values ou de moins-values non exprimées;
- définition de latences fiscales actives ou passives;
- provisions pour risques éventuels (p. ex. litiges en suspens, responsabilité de l'entrepreneur, autres responsabilités solidaires).

A ce propos, l'on ne soulignera pas assez l'importance d'un relevé exhaustif des engagements pris par l'entreprise.

Exemples:

- contrats à terme en matière d'achats et de ventes (quantités, prix);
- cautions personnelles souscrites par les actionnaires et/ou les administrateurs;

- baux, emphytéoses, contrats de superficie;
- contrats en matière de financements;
- contrats de travail (passif social);
- carnet de commandes (tenant compte des éventuelles clauses pénales et de la rentabilité des commandes passées).

Il existe un net contraste entre, d'une part, la législation comptable et l'avis de la Commission des Normes comptables (Avis 3/2 dans *Bulletin CNC*, n° 21, janvier 1988, pp. 14-17), qui oblige que ces engagements soient repris dans la comptabilité, et, d'autre part, la pratique. Les droits et engagements non-repris dans le bilan ne sont tenus à jour par l'entreprise qu'exceptionnellement et de nombreux comptes annuels publiés sont incomplets sur ce plan. Toutefois, ils ont souvent une influence directe sur l'évaluation de certains postes du bilan et, en fin de compte, sur la valeur de l'entreprise.

Dans certains cas particuliers d'évaluation, le réviseur d'entreprises pourra juger utile d'établir une comparaison avec l'application de normes internationales telles que les *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

2.2. Aspects particuliers liés à certains postes du bilan

2.2.1. Préambule

L'examen des comptes peut découler de certains aspects particuliers de la mission, notamment la détermination de la valeur de l'entreprise. Comme précisé précédemment, la mission diffère de celle relative à l'établissement d'un rapport en qualité de commissaire.

Fréquemment, l'on observera une différence entre la valeur économique d'un actif et sa valeur comptable. Il convient de veiller à ne pas effectuer une évaluation individuelle de chaque élément du bilan à la valeur de marché. En effet, le fait d'évaluer les éléments isolément conduit à une valeur de liquidation. La plupart du temps, la valeur de l'entité sera plus importante que la somme des éléments individuels.

En outre, une analyse des risques et un examen des latences positives ou négatives peuvent s'avérer importants, surtout lorsque la mission s'inscrit dans le cadre d'un litige faisant apparaître une divergence d'opinions entre les parties. Il convient également d'accorder une attention particulière aux effets secondaires potentiels ou aux conséquences indirectes d'un changement d'actionnaires.

On trouvera ci-après quelques particularités concernant l'évaluation d'une entreprise qui ne s'avèrent pas ou pas toujours importantes lors du contrôle des comptes annuels par le commissaire.

2.2.2. Immobilisations incorporelles

En raison de leur nature, les immobilisations incorporelles doivent certainement faire l'objet d'un examen particulier. Même s'ils ne sont pas mentionnés dans le bilan, les actifs incorporels sont présents dans la quasi-totalité des entreprises.

Parmi les exemples connus : la clientèle, le nom commercial, les secrets de production, les marques, les modèles et autres, déposés ou non (cf. également CBNCR, *Apports de valeurs incorporelles*, 3/1989, 101 p. et CBNCR, *Apports de valeurs incorporelles II*, 4/1990, 73 p.) Pour détecter la présence de ces actifs, il est important d'effectuer des visites sur place et de s'entretenir avec toutes les personnes intéressées.

En ce qui concerne la " clientèle ", on remarquera que la jurisprudence et la doctrine sont d'accord sur le fait que la clientèle ne peut être vendue en tant que telle et que la cession de clientèle doit être considérée comme une clause de non-concurrence acceptée par le cédant (Comm. Bruxelles, 16 janvier 1958, *J.T.*, 1958, p. 408). La clause de non-concurrence constitue de plein droit une obligation du cédant, étant donné que cette interdiction découle de son devoir de garantir ses propres faits, ce qui ne peut être exclu (art. 1628 C. civ. en matière d'achat-vente et art. 22 C. Soc. relatif à l'achat-vente en matière d'apport).

L'évaluation individuelle de l'actif incorporel est souvent complexe, de sorte que cet actif n'apparaît pas toujours dans le cas de la détermination de la valeur substantielle mais bien dans le cas des évaluations basées sur le rendement.

2.2.3. Immobilisations corporelles

Pour ces actifs en général et pour les biens immobiliers en particulier, il convient de souligner que l'application du droit comptable belge ne conduit pas à une valeur économique et qu'elle ne tient compte que de la valeur d'acquisition historique et des règles en matière d'amortissements, avec une possibilité de réévaluation dans certains cas.

Il découle, en toute logique, de ces principes qu'il est nécessaire de déterminer la valeur de ces actifs isolément. En principe, cette évaluation n'est pas du ressort du réviseur d'entreprises et il est recommandé de faire procéder à une estimation de la valeur vénale et de la valeur d'usage par un spécialiste.

Même si l'analyse des divers contrats relatifs aux baux, superficie, emphytéose, leasing et autres fait partie de l'examen normal des comptes annuels, il est utile de rappeler à quel point cette analyse est importante.

2.2.4. Immobilisations financières

En principe, la même remarque que celle formulée dans le cas des autres actifs immobilisés trouve à s'appliquer, si ce n'est que le problème de l'évaluation peut s'avérer encore plus complexe.

Pour les actions (généralement non cotées en bourse), il peut s'avérer nécessaire d'évaluer séparément les entreprises auxquelles ces actions se rapportent. Le réviseur d'entreprises désigné n'a pas forcément accès à suffisamment d'informations pour évaluer ces actifs de façon appropriée. On remarquera également qu'en cas de participations importantes (notion de contrôle), il peut être recommandé de procéder à une consolidation. Si, pour une raison ou une autre, cette consolidation est impossible, le rapport doit le mentionner et une réserve peut s'avérer nécessaire.

2.2.5. Stocks

Dans le cas des stocks, la valeur comptable peut s'écarter de la valeur économique. Pour commencer, une analyse de la méthode d'évaluation utilisée sera nécessaire. Le droit comptable permet certains choix, qui peuvent avoir un impact important sur la valeur (p. ex.: porter ou ne pas porter en compte les coûts de production indirects dans le coût de fabrication, obligation de porter en compte les dépréciations appropriées, interdiction de principe d'exprimer les plus-values).

Une attention particulière doit être accordée aux règles d'évaluation relatives aux commandes en cours d'exécution (p. ex.: completed contract method, percentage of completion-method). En outre, ces règles doivent être évaluées en même temps que les postes du passif, provisions et acomptes reçus.

Certains stocks peuvent présenter des risques particuliers en matière de stockage (p. ex.: produits dangereux), de finition (p. ex.: commandes en cours d'exécution), de garantie après livraison (p. ex.: responsabilité de l'entrepreneur).

En ce qui concerne les stocks, on remarquera que, souvent, il est impossible d'acquérir un niveau de certitude suffisant sans assister à l'inventaire physique. C'est la raison pour laquelle le réviseur d'entreprises doit accorder une attention particulière à la date à laquelle l'évaluation doit avoir lieu. Si cette date se situe dans le passé et que le niveau de certitude est insuffisant, le rapport doit être clair à ce sujet et comprendre une réserve appropriée.

2.2.6. Autres actifs

Les autres actifs tels que les créances et les liquidités ne posent en principe aucun problème, étant donné que l'évaluation s'effectue normalement sur la base de la valeur nominale et que la valeur comptable ne diffère pas de la valeur de réalisation. Bien entendu, il reste toujours à analyser la recouvrabilité de toutes les créances. Il convient toujours d'accorder une attention particulière aux créances sur les associés et les administrateurs.

Dans le cas de placements de trésorerie, la situation est différente et un examen de la valeur de réalisation est requise. Si la société possède des actions propres, les dispositions légales applicables doivent être observées dans un but d'appréciation de l'évaluation.

2.2.7. Fonds propres

Les rubriques des fonds propres sont analysées essentiellement d'un point de vue fiscal. En effet, dans les entreprises qui connaissent des difficultés, la possibilité de dissolution ne peut pas être exclue. Dans ce cas, la qualification fiscale des éléments du patrimoine propre peut avoir une influence importante sur la valeur de l'entreprise.

Les plus-values de réévaluation, qu'elles soient ou ne soient pas incorporées dans le capital ou transférées dans les réserves, doivent être contrôlées en même temps que les actifs concernés.

2.2.8. Provisions pour risques et charges

Dans ce cas-ci, les remarques sont les mêmes que celles relatives au contrôle des comptes annuels. Cependant, l'expert accordera plutôt une attention particulière aux obligations contractuelles ou légales. En ce qui concerne les risques latents, l'examen des contrats d'assurance est certainement nécessaire.

Il convient également de vérifier si la société n'est pas responsable de droit de dettes de tiers (p. ex.: art. 213 C. Soc.: société en tant qu'associé unique dans le cas d'une S.P.R.L.; art. 646 C. Soc.: réunion de toutes les actions entre les mains d'une seule personne dans le cas d'une S.A.; art. 686 C. Soc.: en rapport avec les opérations de scission, associé à responsabilité illimitée ou associé de personnes morales).

En règle générale, il convient d'accorder une attention particulière aux éventuelles conséquences indirectes de la cession d'actions visée. Par exemple, si l'entreprise s'est portée garante pour une entreprise liée ou une entreprise avec laquelle il existe un lien de participation, il est possible que la cession d'actions modifie cette relation et que la caution fixée doive être évaluée autrement.

2.2.9. Impôts différés et latences fiscales

L'adaptation des postes du bilan à leur plus-value ou moins-value économique pose la question de savoir si une latence fiscale doit être calculée sur cette plus-value ou cette moins-value.

Si l'on est convaincu qu'une latence fiscale doit être portée en compte, la question est de savoir quel sera le taux d'imposition à appliquer.

Dans le cas d'une transaction portant sur des actions (l'entreprise est exercée sous le couvert d'une société et les actions font l'objet de l'évaluation), il est toujours conseillé de prendre en considération la latence fiscale (à ce sujet, cf. P. BEGHIN, " De verwerking van fiscale latenties bij de waardebepaling van aandelen " dans *A.F.T.*, 1999, pp. 244-251).

2.2.10. Dettes

Dans le cas des dettes, aucun aspect particulier n'est à mettre en évidence par comparaison au contrôle des comptes annuels. Pour les dettes latentes, il est fait référence aux provisions et aux aspects particuliers en rapport avec la fiscalité et les risques environnementaux.

Les cautions liées aux dettes doivent être analysées. Lorsque des cautions personnelles ont été accordées par les actionnaires dont les actions sont vendues et que ces cautions sont maintenues, il convient de prendre en compte le risque éventuel dans l'évaluation ou au minimum de joindre au rapport une mention claire à ce propos. Au cas où l'acheteur est obligé de proposer d'autres cautions, il convient de vérifier si cela est possible et, dans le cas contraire, de se pencher sur les conséquences que pourrait avoir une telle opération sur la continuité de l'entreprise.

Une mention claire de toutes les cautions dans le rapport du réviseur d'entreprises fournit aux parties ou le cas échéant au juge les informations nécessaires pour définir, sur la base de ces informations, un prix qui s'écarte de la valeur.

2.3. Aspects fiscaux

En réalité, la fiscalité est un aspect qui s'inscrit dans le cadre de l'examen des aspects autres que comptables. Cependant, étant donné que les aspects fiscaux et comptables sont étroitement imbriqués, nous pensons utile d'y accorder une attention particulière.

Pour commencer, l'acquéreur craint toujours que le fisc procède à une révision des revenus imposables déclarés précédemment. Un examen portant sur le respect de la législation fiscale dans le passé peut, le cas échéant, démontrer qu'une provision s'impose.

Par ailleurs, il convient d'analyser le régime fiscal et éventuellement les accords en vigueur, qui pourraient changer à la suite de la cession des actions. Le premier exemple qui nous vient à l'esprit est le tarif d'imposition, qui dépend notamment de la structure de l'actionnariat.

2.4. Aspects environnementaux

Comme c'est le cas pour les aspects fiscaux, un examen du respect des dispositions légales en matière d'environnement s'impose, ce qui nécessitera l'intervention d'autres experts étant donné que les risques sont souvent extrêmement importants et qu'ils peuvent affecter la continuité de l'entreprise (à ce sujet, cf. IRE, Etudes IRE, *Le réviseur d'entreprises et l'environnement*, Contrôle 1/94, 1994, 125 p.).

2.5. Le consortium

Dans le cas d'entreprises liées, il convient en principe d'opérer une consolidation afin de pouvoir évaluer les participations de façon appropriée.

Dans le cas d'un consortium, les diverses sociétés du consortium n'influencent pas nécessairement directement la valeur des autres sociétés. Toutefois, il est possible que le consortium forme un groupe économique au sein duquel les différentes entreprises ne travaillent pas indépendamment les unes des autres, et ce souvent de façon informelle. Lors de l'évaluation d'une partie de ce consortium, il convient d'accorder une attention particulière à cet aspect et il appartient au réviseur d'entreprises de vérifier dans quelle mesure certaines relations pourraient être modifiées après la cession des actions et ainsi influencer la valeur de l'entreprise.

3. VALEUR DE RENDEMENT

3.1. Généralités

Pour la détermination de la valeur de rendement, les données issues du compte de résultats sont essentielles. En effet, selon cette méthode, la valeur est définie par " ce que l'entreprise rapporte ".

La doctrine propose de nombreuses formules qui calculent une valeur en partant des flux monétaires attendus dans le futur. La détermination de flux monétaires futurs est toujours une mission difficile. C'est la raison pour laquelle on se base en premier lieu sur des chiffres historiques et, par conséquent, connus. Sur la base d'une analyse des données historiques, qui permet le cas échéant d'observer des tendances évidentes (p. ex.: augmentation du chiffre d'affaires, amélioration de la marge, etc.), et en tenant compte d'autres hypothèses sous-jacentes, il est possible d'anticiper plus ou moins correctement les flux monétaires futurs. Idéalement, mieux vaut analyser différentes années de façon approfondie. Les prévisions seront généralement basées sur des données autres que les données comptables, ce qui ne signifie pas nécessairement que ces données doivent être

reprises telles quelles (cf. *supra*). En outre, il est déconseillé d'établir des comptes de résultats futurs pour des périodes trop longues (p. ex.: plus de 10 ans) et d'appliquer des taux de croissance de façon illimitée. Le cas échéant, il convient de faire clairement mention d'une réserve.

Evidemment, il sera plus simple d'effectuer une projection lorsque l'entreprise a acquis une ancienneté significative et qu'elle travaille sur un marché stable et mûr avec un nombre limité de concurrents connus. Par contre, il faudra se montrer extrêmement prudent lors de l'établissement des prévisions des flux monétaires des jeunes entreprises, des entreprises qui proposent de nouveaux produits ou services ou des entreprises actives sur un marché à forte concurrence.

La base de l'évaluation du rendement futur reste cependant constituée par les chiffres comptables historiques. Ces chiffres s'écartent – notamment pour des raisons fiscales – généralement de la réalité économique. Par conséquent, il sera indispensable de corriger préalablement au moins les principales " distorsions " (voir *infra* 3.2. Aspects particuliers de certains postes du compte de résultats).

Il arrive qu'une entreprise ne puisse pas mener d'existence autonome, indépendamment d'une entreprise liée (p. ex.: bureau de vente) ou de certains contrats avec des tiers (p. ex.: distribution, représentation). Le maintien de cette relation constituera une prémice de toute forme de prévision. Inversement, l'activité de l'entreprise peut parfois être scindée en différentes " branches d'activité " (p. ex.: d'une part l'activité industrielle à proprement parler et, d'autre part, la gestion du patrimoine). Le capital investi dans l'entreprise doit alors être réparti parmi les " branches d'activité ", dont le risque est plus ou moins élevé. Le compte de résultats peut également être scindé.

C'est typiquement le cas de la distinction entre biens mobiliers et immobiliers. Souvent, il est réaliste de dissocier une entreprise de ses propres biens immobiliers. Les biens immobiliers sont généralement polyvalents, ils sont moins soumis à l'inflation et comportent parfois des plus-values latentes (valeur substantielle). Par contre, les biens mobiliers sont davantage liés à une entreprise, ils sont soumis à l'inflation et subissent souvent une dépréciation plus rapide en raison de l'usure et du vieillissement technologique.

Par conséquent, il serait préférable d'évaluer les biens immobiliers isolément, de préférence en s'appuyant sur l'avis d'un expert, et d'appliquer aux résultats de l'exploitation une rémunération normale pour l'utilisation des biens immobiliers.

Ainsi, les réserves mobilières (placements) devraient également être évaluées isolément (cf. *infra* IV. dans l'analyse des méthodes d'évaluation mixtes).

Il convient de préciser que la méthode relative à la valeur de rendement n'a pas pour but de calculer le goodwill mais bien la valeur de l'entreprise. Lorsque cette valeur excède la valeur substantielle, la différence est appelée goodwill (voir art. 95, § 1 de l'A.R. du 30 janvier 2001).

3.2. Aspects particuliers liés à certains postes du compte de résultats

Les comptes de résultats mis à disposition concernent des données antérieures et ne reflètent pas nécessairement la réalité économique. C'est la raison pour laquelle il est conseillé d'apporter les corrections nécessaires afin de parvenir à une approche économique des résultats et du cash flow " normaux " .

3.2.1. Chiffre d'affaires

Pour commencer, il convient de vérifier si le chiffre d'affaires reflète l'activité complète de l'entreprise.

Pour de multiples raisons, il est possible que des reports de chiffres d'affaires aient été opérés, soit afin de réduire celui-ci soit dans le but de gonfler les revenus afin d'obtenir un prix plus élevé pour les actions à vendre. A ce propos, il convient d'analyser les reports par rapport aux années précédentes. En l'absence de pièces justificatives, il sera généralement impossible de tenir compte des prétendues ventes n'ayant pas été portées en compte.

Il convient de vérifier si les contrats de vente en cours seront maintenus après la cession des actions, de manière à garantir au moins des chiffres de vente identiques à l'avenir.

Ce sont principalement les transactions avec des entreprises liées qu'il convient de contrôler à cet égard. Le cas échéant, les bénéfices réciproques doivent être éliminés de manière à obtenir une évaluation de l'entreprise en tant qu'entité indépendante.

Lors de l'évaluation dans le cadre du règlement d'un litige, il convient principalement d'analyser l'impact d'un changement d'actions sur le chiffre d'affaires réalisé. Contrairement à ce qui se passe lors de la cession volontaire d'une entreprise (qui ne s'effectue pas par le biais d'une transaction d'actions), à laquelle s'applique une clause de non-concurrence (cf. *supra*), le chiffre d'affaires futur et, par conséquent, le rendement peuvent être modifiés de façon durable par la cession forcée (voy. R. VAN BOVEN, "Niet-concurrentie als bestuurder of aandeelhouder", *Accountancy & Tax*, 3/2002, pp. 22-29).

3.2.2. Variation des stocks

L'évaluation des stocks et des commandes en cours d'exécution est de temps à autre utilisée afin d'éliminer toute variation extrême du résultat. Afin d'obtenir une idée correcte des résultats réels sur plusieurs années, il est nécessaire d'éliminer les éventuelles distorsions.

3.2.3. Services et biens divers

Principalement dans les PME, il y a de fortes chances qu'aucun coût économique justifié ne soit porté en compte pour la rémunération du chef d'entreprise (qui souvent est l'actionnaire principal). Soit le chef d'entreprise tire sa rémunération des bénéfices distribués, soit il perçoit une rémunération trop élevée. Dans les deux cas, il convient d'apporter les corrections nécessaires.

L'ampleur de ces corrections est définie en fonction de la rémunération d'une fonction de direction que l'on verserait à un travailleur pour un engagement similaire.

Outre les salaires et les rémunérations à proprement parler, il convient dans les PME d'accorder une attention particulière aux coûts qui peuvent plutôt être considérés comme des dépenses privées du chef d'entreprise et qui ne sont pas essentiels à l'activité économique de l'entreprise. Nous pensons par exemple aux loyers excessifs ou autres frais de caractère privé.

En rapport avec ce point, il convient également d'attacher de l'importance aux tantièmes, aux gratifications, aux avantages en nature et aux régimes de retraite attribués.

3.2.4. Amortissements, réduction de valeur et provisions

Comme précisé plus haut, les immobilisations corporelles sont évaluées dans le droit comptable belge selon la valeur d'acquisition historique, diminuée des amortissements, qui sont souvent inspirés par des motifs fiscaux.

Dans la plupart des cas, l'estimation des immobilisations corporelles (cf. *supra* III. 2.2. La valeur substantielle) donnera lieu à l'apparition d'une valeur qui s'écarte de la valeur comptable nette. La valeur ainsi modifiée résulte des montants des amortissements qui, à leur tour, résultent d'une durée de vie économique (généralement) plus longue ou plus courte des actifs utilisés dans l'entreprise.

En ce qui concerne les règles d'évaluation inspirées par des motifs fiscaux, il convient d'accorder une attention particulière à l'enregistrement ou au non-enregistrement de la production immobilisée, à l'activation des coûts, aux réductions de valeur et aux provisions.

3.2.5. Charges financières et produits financiers

Dans les PME tout comme dans les groupes d'entreprises, l'on observe la présence d'emprunts consentis par les/octroyés aux actionnaires-chef d'entreprise, respectivement par les/aux entreprises liées. Soit ces facilités de crédit sont reprises explicitement dans le bilan, soit elles prennent la forme d'échéances non-conformes au marché et sans bonification d'intérêts. Les comptes de résultats

doivent être corrigés, pour autant que le coût réellement porté en compte pour les facilités de crédit s'écarte d'une bonification d'intérêt conforme au marché.

3.2.6. Bénéfice ou perte découlant de l'activité ordinaire de l'entreprise

Il convient d'éliminer du compte de résultats les produits et les charges qui n'ont pas de lien direct avec l'exploitation normale de l'entreprise. Les résultats d'événements aussi bien occasionnels qu'accidentels doivent être corrigés. Les résultats exceptionnels doivent non seulement figurer dans la rubrique " résultat exceptionnel "; ils peuvent également porter sur des résultats financiers exceptionnels à la suite de fluctuations des cours lors d'opérations de change.

Lors de l'analyse des coûts financiers, il faut tenir compte de la structure du patrimoine dans le passé et de la structure à venir. Dans une PME, par exemple, le compte courant du vendeur peut disparaître lors de la cession des actions. Ce phénomène peut (en cas de solde créditeur) nécessiter la souscription de financements externes supplémentaires, avec un changement du coût financier comme conséquence.

3.2.7. Impôts sur le résultat

Le résultat doit toujours être considéré après impôts (les impôts constituent un coût direct réel).

Les corrections ci-dessus entraîneront un changement du résultat et, par conséquent, une modification du calcul de l'imposition. Le compte de résultats doit être corrigé par rapport aux impôts latents calculés.

IV. ANALYSE DES METHODES D'EVALUATION LES PLUS FREQUENTES

Les méthodes d'évaluation les plus utilisées peuvent être réparties en quatre catégories, en fonction de l'élément faisant l'objet de l'évaluation:

1. Valeur sur la base de la substance (valeur substantielle)
2. Valeur sur la base des revenus ou des résultats (valeur de rendement)
3. Méthodes mixtes
4. Méthodes empiriques

Ces catégories sont décrites ci-après.

1. LA VALEUR SUBSTANTIELLE

Le calcul de la valeur essentielle revient à définir la valeur d'un point de vue économique de tous les éléments du patrimoine de l'entreprise.

Les données de base peuvent être trouvées dans le bilan de l'entreprise à une date aussi récente que possible. On relève deux concepts distincts:

1. le total du patrimoine investi (la somme de tous les actifs);
2. la valeur substantielle (la somme de tous les actifs diminuée des provisions et des dettes).

Etant donné que les actifs sont évalués d'un point de vue économique, la valeur substantielle correspond aux fonds propres corrigés établis à une date récente. Pour calculer la valeur économique des actifs, des plus-values seront souvent prises en considération. Sur ces plus-values, des impôts latents doivent également être prévus au passif.

La valeur substantielle est calculée comme suit:

$VS = \text{actif total (en valeur économique)} - \text{provisions, dettes et impôts latents}$

Cette méthode est relativement simple, tant en ce qui concerne le calcul qu'en ce qui concerne son interprétation. La valeur obtenue donne soit la valeur de l'entreprise, soit la valeur de la totalité des actions de la société.

La notion de valeur substantielle est étroitement liée au terme d'actif net prévu en droit des sociétés (p. ex.: art. 333, art. 334, art. 617, alinéa 2, art. 633, art. 634 C. Soc.) et le terme " fonds propres " prévu en droit comptable. Par conséquent, il ne s'agit pas seulement d'un terme financier mais également d'une interprétation

juridique, ce qui représente un avantage certain dans le cadre de l'examen (au niveau judiciaire) d'une cession forcée d'actions. En outre, la valeur substantielle est importante étant donné que, à l'exception de l'évaluation de quelques actifs, elle est difficilement contestable et qu'elle s'appuie sur des éléments réels du patrimoine.

Il peut être admis que le concept de " valeur intrinsèque " tel que mentionné à l'article 598 C. Soc. correspond à la définition décrite ci-dessus de la valeur substantielle (cf. aussi A. KILESE, " *Le réviseur face aux problèmes d'évaluation* ", IRE, Liber Amicorum 40^e anniversaire, p. 302).

La valeur substantielle tient compte de la structure financière de l'entreprise mais constitue souvent un critère de mesure sévère, surtout dans le cas d'entreprises sous-capitalisées et/ou d'entreprises bénéficiaires ou en pleine croissance.

La valeur substantielle est entièrement basée sur des données du bilan et constitue donc une estimation statique. Lors de la détermination de cette valeur, l'on ne tient pratiquement pas compte de la dynamique de l'entreprise, ni des activités, de la rentabilité, du secteur, des réalités économiques et des risques.

Les exercices d'évaluation mettent l'accent sur l'appréciation des éléments individuels du patrimoine. Pour commencer, il s'agit de la valeur comptable des composantes à un moment donné. La valeur comptable implique cependant quelques hypothèses de base qui ne correspondent pas toujours ou pas nécessairement à celles de l'évaluation de l'économie d'entreprise dans un but de cession (forcée ou non) d'actions. Par conséquent, il est indispensable d'adapter les principes et les règles d'évaluation de manière à les concilier avec les objectifs de la détermination de la valeur. Il n'est pas exclu que les différents principes ou règles d'évaluation soient utilisés en même temps. Certains éléments peuvent être évalués selon le principe dit de *going concern*, tandis que d'autres sont appréciés sur la base de la valeur de liquidation ou de la valeur marchande. Les adaptations peuvent s'effectuer globalement (par rubrique du bilan) mais aussi par compte individuel du grand-livre ou pour chaque élément isolé de l'actif (par exemple après un audit plénier). Dans le cas d'actifs importants, il est souvent conseillé de faire estimer la valeur par un expert externe.

Malgré le fait que la valeur substantielle présente des lacunes évidentes en ce qui concerne l'évaluation de l'activité de l'entreprise et qu'elle se base principalement sur des données historiques, nous sommes d'avis qu'elle constitue un élément indispensable de l'évaluation de la valeur d'une société. Dans la pratique, il est courant d'utiliser cette méthode comme valeur de référence lors de l'interprétation des résultats des autres méthodes. Dans le cas d'entreprises rentables, nous pouvons considérer la valeur substantielle comme une valeur minimale tandis que, dans les entreprises déficitaires ou peu rentables, nous la considérons plutôt comme une valeur maximale.

2. LA VALEUR DE RENDEMENT

Les méthodes d'évaluation appartenant à cette catégorie utilisent les revenus réalisés ou prévus par l'entreprise en tant que base pour la détermination de la valeur de l'entreprise. Les avantages manifestes de cette catégorie de méthodes d'évaluation sont le fait que la dynamique, les prestations, la rentabilité et la productivité de l'entreprise jouent un rôle dans l'évaluation. En outre, il est tenu compte de l'environnement économique au sein duquel l'entreprise est active. Cette catégorie de méthodes permet de compenser plusieurs inconvénients des méthodes de la catégorie précédente, mais elle présente également d'autres caractéristiques moins favorables.

Même s'il est fait usage de modèles mathématiques, le calcul de la valeur reste relativement simple en raison du nombre peu élevé de paramètres. En principe, il y en a généralement deux, à savoir le facteur revenu et le facteur intérêt. Les deux facteurs peuvent être correctement complétés de différentes manières, ce qui engendre un nombre important de formules d'évaluation.

2.1. Le facteur revenu

Le facteur revenu appliqué peut être extrêmement diversifié, ce qui complique l'interprétation des résultats de l'évaluation. Le facteur revenu peut être constitué par:

- le bénéfice, avant ou après impôts, avant ou après charges financières, avec ou sans résultats exceptionnels (p. ex. les EBIT: " *Earnings Before Interest and Taxes* ");
- le cash flow courant (bénéfice plus amortissements et variations des provisions);
- le cash flow libre (cash flow courant après déduction des investissements de remplacement, des remboursements des prêts à long terme, augmentation éventuelle du fonds de roulement);
- le dividende.

L'on constate donc que de nombreux facteurs revenu peuvent être utilisés. La plupart des formules d'évaluation sont applicables avec différents facteurs mais les résultats doivent toutefois être interprétés avec précision. L'avantage de cette méthode réside dans le fait qu'elle permet d'obtenir une idée extrêmement précise de la valeur de l'activité de l'entreprise et que même l'influence de la structure financière – généralement déterminée par les données du bilan – peut être représentée dans l'évaluation. L'inconvénient est que l'interprétation de ces résultats constitue une matière technique discutable et difficilement accessible aux personnes non-initiées.

Par conséquent, pour interpréter correctement les résultats, il est primordial de combiner le facteur revenu appliqué à un facteur intérêt pertinent. L'utilisation de

combinaisons fautives peut donner lieu à une évaluation aux résultats totalement différents. Une combinaison correcte des composantes de calcul pertinentes fera en sorte que les résultats de certaines formules seront plus proches.

Tout comme c'était le cas avec la méthode substantielle, il est conseillé d'adapter les composantes du facteur revenu – provenant des données comptables – aux aspects de la détermination de la valeur liés à l'économie d'entreprise. Ce point a déjà été abordé ci-avant (cf. *supra* III.).

Les composantes de base du facteur revenu ne sont pas forcément uniquement historiques. La méthode de rendement présente un avantage dans le sens où on n'est pas lié au passé car il est également possible d'utiliser les résultats futurs. La difficulté du recours aux résultats futurs réside dans les risques d'utilisation de prévisions irréalistes et dans le fait qu'il faut tenir compte d'un nombre d'hypothèses plus important lors de l'interprétation des valeurs obtenues. Dans ce cas, lors de la vente concrète de l'entreprise, l'on peut envisager de mettre en œuvre un système de paiements échelonnés en fonction des résultats réalisés après la cession.

2.2. Le facteur intérêt

Ce facteur est exprimé comme un taux d'intérêt et représente le rapport entre le revenu et les moyens mis en œuvre. Dans le cadre de cette analyse, c'est le taux d'actualisation qui établit la relation entre les revenus (bénéfice, cash flow, etc.) et la somme du capital, à savoir la valeur de l'entreprise. Le taux d'actualisation exprime le rendement d'un investissement prévu ou souhaité par l'investisseur, compte tenu de l'environnement économique et du risque de l'investissement. L'investissement, payé à un moment donné, est récupéré par les revenus dans le futur. En utilisant le taux d'actualisation, il est possible de déterminer la valeur actuelle des revenus futurs.

Le taux d'actualisation appliqué pour l'évaluation des actions d'une entreprise reflète le prix de revient du capital investi par l'actionnaire de la société. Le taux d'actualisation reflète le rendement minimal de l'investissement que l'on souhaite atteindre. Plus ce taux d'actualisation est élevé, plus la valeur de l'entreprise est faible. Un candidat intéressé n'investira qu'à partir du moment où le rendement des moyens affectés est supérieur au prix de revient.

Le taux d'actualisation (i) utilisé pour l'évaluation d'une entreprise est déterminé par les facteurs suivants:

1. le taux d'intérêt sans risque (p. ex.: intérêt sur les obligations d'Etat) - r_v
2. la prime de risque sur le marché (conséquence du fait qu'investir dans une entreprise comporte davantage de risques que de placer dans des obligations d'Etat) - r_m

3. bêta – est le multiplicateur par lequel la prime de risque sur le marché est adaptée au risque inhérent à l'entreprise - β .

Sur le plan mathématique, le taux d'actualisation (i) est représenté de la manière suivante:

$$i = r_{rv} + (r_m \times \beta)$$

La formule démontre que l'aspect risque constitue un élément essentiel du taux d'actualisation. Plus l'investisseur prend des risques, plus le taux d'actualisation sera élevé. En plus du taux d'intérêt sans risque, l'investisseur va réclamer une prime. En effet, il ne sera pas disposé à prendre des risques en échange d'un rendement égal, encore moins en échange d'un rendement inférieur.

Le taux d'intérêt sans risque (r_{rv}) appliqué est l'intérêt sur les obligations d'Etat sur une même période. Cet intérêt est publié chaque jour dans la rubrique financière des journaux spécialisés.

La prime de risque (r_m) pour le marché est généralement la prime utilisée pour le risque des placements en bourse.

Le multiplicateur (β) indique la mesure dans laquelle le risque spécifique de l'entreprise diffère de la prime de risque sur le marché. Dans les entreprises dont le risque est considéré comme identique au risque de l'ensemble de la bourse, le bêta est égal à un. Un bêta inférieur à un signifie que le risque de ce placement est considéré comme inférieur au risque de la moyenne des actions cotées en bourse, tandis que le bêta supérieur à un correspond à des placements comportant davantage de risques.

Sur la base d'une analyse empirique des entreprises, les statistiques de primes de risque et bêtas sont en pratique conservées par les diverses instances. L'on peut trouver cette information dans les quotidiens financiers, les revues, les sites internet, les rapports et les études des institutions financières et des universités (cf. e.a. L. KEULENEER en W. DE MAESENEIRE, " Waardering van ondernemingen: discounted cashflow, adjusted present value, decision tree analysis en real options ", dans *Handboek Management Accounting*, Deventer, Kluwer, 2001 (à feuillets mobiles)).

Si l'on prend pour hypothèse que le taux d'intérêt sans risque est p. ex. de 4,4 %, que la prime de risque se situe entre 3,3 et 4 % et que β est égal à un, le taux d'actualisation d'une entreprise cotée en bourse variera entre 7,7 et 8,4 % (4,4 (taux d'intérêt sans risque) + (1 (bêta) x 3,3 (prime de risque))) à (4,4 + (1 x 4)). Si β est égal à deux, le taux d'actualisation variera entre 11,0 % et 12,4 %.

Il est un fait que le multiplicateur exerce une influence considérable sur la valeur de l'investissement. Une modification du facteur de l'ordre de 0,25 entraînera une

variation d'environ 1 point de pourcentage sur le taux d'actualisation, ce qui modifiera ensuite la valeur de l'investissement à raison de 10 à 15%.

La détermination du β s'effectue sur la base de l'appréciation (personnelle) du risque de l'entreprise et reflète les chances de réalisation des revenus prévus. Un investisseur en bourse sait que, dans des circonstances normales, il peut rapidement rendre liquide son investissement. Par contre, la personne qui investit dans des entreprises qui ne sont pas cotées en bourse aura beaucoup plus de peine à rendre ses actions liquides. La nature de l'entreprise non cotée en bourse fait en sorte que le bêta est plus élevé (" prime d'illiquidité "). La valeur minimale du β est supposée être nulle étant donné que, à un moment donné, aucun placement ne présente de risque moins élevé que les obligations d'Etat.

Le taux d'actualisation (i) ainsi obtenu est le rendement net après impôts (imposition sur les bénéficiaires et/ou précompte mobilier). Par conséquent, les revenus liés à ce taux d'intérêt doivent être les revenus après déduction des impôts. En cas d'utilisation de revenus bruts, le taux d'actualisation doit être majoré de manière à obtenir un rendement avant impôts. L'influence du revenu brut plus élevé est alors neutralisée par une majoration du taux d'actualisation, ce qui résulte en une diminution de la valeur.

3. METHODES MIXTES

Cette catégorie de méthodes d'évaluation vise à déterminer la valeur d'une entreprise en tenant compte aussi bien de la valeur substantielle que de la valeur de rendement. Cette catégorie peut être répartie en deux sous-catégories. D'un côté, l'on trouve la catégorie des diverses méthodes conduisant à des moyennes entre des valeurs substantielles et des valeurs de rendement. La deuxième catégorie détermine, sous l'une ou l'autre forme, les revenus excédentaires que l'entreprise est supposée réaliser. Les formules comprennent chaque fois un élément de la substance et du rendement.

Ces méthodes mixtes ont le mérite de rechercher un compromis logique. En effet, le plus souvent, la substance tout comme le rendement d'une entreprise ont leur importance, de sorte qu'il est logique de tenir compte des deux approches. Nous retrouvons ce point de vue dans l'article 695 C. Soc., relatif au rapport à établir par le commissaire lors d'une fusion. Nous pouvons déduire de cet article que l'utilisation de différentes méthodes est courante et que, en fonction du cas, l'on accorde la priorité à l'une ou l'autre méthode.

L'article 213, 1° de l'A.R. du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés, relatif à l'offre de reprise, mentionne également la (les) " méthode(s) d'évaluation ".

De même, pour les missions confiées par les tribunaux aux experts désignés dans le cadre d'une exclusion ou d'un retrait, nous observons de plus en plus souvent qu'il est demandé de calculer la valeur d'une entreprise en tenant compte de la valeur substantielle aussi bien que de la valeur de rendement (cf. E. JANSSENS, " De waardering van aandelen n.a.v. een uitsluiting of uittreding van aandeelhouders in een B.V.B.A. ", *T.R.V.*, 2001, pp. 367-368).

Il est question de ce même point de vue dans la note de réflexion sur la mission d'un réviseur d'entreprises dans un plan de stock option (IRE, *Rapp. annuel*, 1999, pp. 283-289).

4. METHODES EMPIRIQUES

La quatrième catégorie, à savoir les méthodes empiriques, comprend les méthodes qui s'appuient sur l'expérience et les usages. La plupart de ces méthodes appliquent un ou plusieurs multiplicateurs à une ou plusieurs variables telles que le chiffre d'affaires, la marge, le total du bilan, le bénéfice, etc. Dans la pratique, cela revient à appliquer une règle empirique, généralement définie au niveau sectoriel et susceptible de varier selon les régions. L'utilisation de règles empiriques peut être à ce point ancrée dans les usages que le résultat du calcul correspond au prix ou à la valeur marchande de l'entreprise et pas tellement à la valeur économique de l'entreprise. Dans le cas de méthodes de ce type, il n'est en effet pas tenu compte des caractéristiques spécifiques de l'entreprise.

Parmi les exemples de règles empiriques, citons le rapport cours-bénéfice, la détermination du prix des professions libérales, les commerces de détail, etc. (cf. CBNCR, *Apports de valeurs incorporelles*, 3/1989, 101 p.; CBNCR, *Aspects de valeurs incorporelles II*, 4/1990, 73 p.; R. VANDELANOTTE, " Waardering van de onderneming ", *De Gids voor Accountants en Bedrijfsrevisoren*, 1998, pp. 972-980; G. DELVAUX, " L'évaluation de l'entreprise familiale ", *De familiale onderneming in de 21-ste eeuw*, dans *Liber Amicorum R. Vandelanotte*, BA Kortrijk, Diegem, Ced. Samson, 1995, pp. 146-153).

De telles méthodes sont généralement utilisées lors de l'offre sur le marché et de la vente de l'entreprise dans son ensemble. En outre, les multiplicateurs appliqués sont basés sur des traditions et, dans certains cas, ils sont même définis par la loi et ne sont pas adaptés aux évolutions de la réalité économique telles que la croissance, les taux d'intérêt, l'inflation, l'évolution technologique, etc.

Au vu de leur caractère arbitraire, l'on doit être prudent dans l'utilisation des méthodes empiriques dans le cadre de la cession forcée d'actions (voir aussi : point 2.4.4. des normes relatives au contrôle des apports en nature et quasi-apports, IRE, *Vademecum du réviseur d'entreprises*, 2001, pp. 528-529). L'origine des méthodes empiriques est probablement basée sur des constatations en matière de résultats. Souvent, ces méthodes ne sont utilisées que pour détermi-

ner la valeur des actifs incorporelles. En principe, les réviseurs doivent personnellement évaluer la valeur sur la base d'examens. Cependant, si les méthodes empiriques sont ancrées dans les mœurs à tel point qu'elles représentent une valeur marchande, il convient bien entendu de ne pas les ignorer.

CONCLUSION

Les méthodes que nous avons abordées dans les paragraphes qui précèdent découlent en fin de compte de deux méthodes de base, à savoir la méthode de la valeur substantielle et la méthode de la valeur de rendement. Ces méthodes de base peuvent chacune être appliquées isolément ou ensemble, dans une méthode mixte.

36

Dans la pratique, chaque méthode comprend différentes formules qui peuvent être considérées comme étant généralement valables, ou seulement applicables pour des situations spécifiques.

Il appartient à l'expert de connaître ces formules et de ne les utiliser que dans l'hypothèse où elles sont appropriées.

En principe, le choix des formules n'exerce qu'une influence limitée sur le résultat de l'évaluation. Ce choix sera principalement défini par les circonstances relatives à l'économie d'entreprise, par la situation financière et par le secteur au sein duquel l'entreprise exerce son activité.

Une évaluation équitable et correcte dépendra donc davantage de la validité des données financières et des paramètres utilisés que des formules appliquées.

La phase (la détermination des données financières de base et des paramètres tels que le taux d'actualisation) préalable au calcul de la valeur est donc plus importante que le calcul à proprement parler. Il convient de veiller à ce que les données de base et paramètres soient utilisés de façon correcte et pertinente dans la méthode de calcul. Les principales différences d'évaluation découlent généralement de l'utilisation de données de base et de paramètres erronés dans certaines formules ou de l'utilisation d'une formule inappropriée.

La structure de l'actionnariat et les circonstances qui entraînent une cession forcée d'actions n'ont généralement aucune influence sur la valeur de l'entreprise à proprement parler. Ces aspects, de même que les aspects de la majorité et de la minorité des actions, les possibilités de concurrence après la cession et les facteurs environnementaux peuvent éventuellement avoir une influence sur la fixation du prix des actions lors de la cession, mais néanmoins pas sur la valeur objective de ces actions.

BIBLIOGRAPHIE

BEGHIN, P., " De verwerking van fiscale latenties bij de waardebeoordeling van aandelen ", *A.F.T.*, 1999, 244-251.

CBNCR, *Apports de valeurs incorporelles II*, 4/1990, 73 p.

CBNCR, *Apports de valeurs incorporelles*, 3/1989, 101 p.

DE LEMBRE, E., *De waardebeoordeling van de onderneming*, Gent-Leuven, Story-Scientia, 1974, 376 p.

DE WOLF, M., " Principes d'évaluation financière des entreprises ", dans *Les sociétés et le patrimoine familial*, cycle Jean Renaud, UCL, Bruxelles, Bruylant-Academia, 1996, pp. 389-400.

GEENS, K., *Juridische actualiteit omtrent de KMO*, Leuven, Jura Falconis (éd.), 1996, 206 p.

INSTITUT DES EXPERTS-COMPTABLES, *De geschillenregeling en het uitkoopbod in vennootschappen: vennootschapsrechterlijk en waarderingsaspecten*, 1997, 87 p.

INSTITUT DES REVISEURS D'ENTREPRISES, " Note de réflexion sur la mission du réviseur dans un plan de stock option ", *Rapp. annuel*, 1999, pp. 283-289.

INSTITUT DES REVISEURS D'ENTREPRISES, Etudes IRE, *Le réviseur d'entreprises et l'environnement*, Contrôle 1/94, 1994, 125 p.

KEULENEER, L. et DE MAESENEIRE, W., " Waardering van ondernemingen: discounted cashflow, adjusted present value, decision tree analysis en real options ", dans *Handboek Management Accounting*, Deventer, Kluwer, 2001 (à feuillets mobiles).

KILESSE, A., " Evaluation d'entreprises en droit des sociétés et en droit comptable ", dans *Nouvelles orientations en droit comptable*, Ed. Fac. dr. Lg., 1994, pp. 415-464.

KILESSE, A., " Le réviseur face aux problèmes d'évaluation ", IRE, *Liber Amicorum 40^e anniversaire*, 1993, pp. 291-309.

MISSORTEN, W. et BRANSON, J., " De vrije-kasstroomanalyse als waardebeoordelingsmethode voor ondernemingen ", IRE, *Liber Amicorum 40^e anniversaire*, 1993, pp. 311-327.

VAN BOVEN, R., " Niet-concurrentie als bestuurder of aandeelhouder ", *Accountancy & Tax*, 3/2002, pp. 22-29.

VAN IMPE, H.J. et MERTENS, J., " Enkele aspecten bij de waardering van aandelen in het kader van de geschillenregeling ", IRE, *Liber Amicorum Henri Olivier*, Brugge, die Keure, 2000, pp. 567-582.

VAN OOSTVELDT, K.M., " L'évaluation de l'entreprise ", dans *Guide Pratique des P.M.E. Succession, cession et association*, Diegem, Kluwer, 1994, pp. 231-261.

VAN OOSTVELDT, K.M. et DEKEYSER, Y., " Waardebepaling van de onderneming ", in *Praktijkgids K.M.O.-overdracht. Opvolging, overdracht en associatie*, Mechelen, Kluwer, 2002, pp. 563-618.

X, *Financieel management: concepten en technieken*, Antwerpen, Standaard Uitgeverij, 2000, 376 p.

ANNEXE: CONTENU MINIMUM D'UN RAPPORT (EXEMPLE)

1. MISSION

Le réviseur d'entreprises mentionne, en termes généraux, la mission qui lui est confiée. Cela concerne entre autres:

- La référence aux documents de désignation.
- La personne qui a procédé à la désignation:
 - le juge (procédure d'exclusion ou de retrait);
 - l'offrant (la cession forcée de titres);
 - un autre mandant.
- La désignation précise de l'opération visée et cadre légale.

Le réviseur d'entreprises indique clairement (1) si ses travaux reposent sur un audit mené conformément aux Normes générales de révision ou (2) si, compte tenu des circonstances (délai ou mission limitée), il s'agit uniquement d'un examen limité ou (3) si la mission se limite à une évaluation sans aucune vérification des chiffres de base.

Le réviseur d'entreprises mentionne également dans quelle mesure il a collaboré avec d'autres professionnels et si son opinion repose en partie sur des travaux réalisés par d'autres réviseurs d'entreprises ou experts comptables externes.

2. IDENTIFICATION DE LA SOCIETE CONCERNEE

Le réviseur d'entreprises dresse un bref historique de la société, principalement sous l'angle juridique à savoir, le dépôt de l'acte constitutif ainsi que les modifications statutaires intervenues ultérieurement.

Une description succincte des activités permettra également de situer la société dans le secteur économique auquel elle appartient.

A cette occasion, le réviseur d'entreprises situe la société dans l'évolution économique des derniers exercices et dans ses perspectives, pour autant qu'elles ressortent des états rédigés par l'organe de gestion.

Le réviseur d'entreprises ne attachera pas à des spéculations en relation avec l'avenir de l'entreprise.

3. PORTEE DES TRAVAUX DE CONTROLE ET DES CONCLUSIONS Y RELATIVES

Contrôle de la comptabilité

- Le réviseur d'entreprises se prononce sur l'organisation administrative et comptable dans la mesure où les travaux qu'il a réalisés lui permettent de se prononcer sur cette organisation (voir *supra*, contrôle plénier ou examen limité ou mission conventionnelle). Toute lacune constatée dans l'organisation de la société pouvant avoir un impact significatif dans le cadre de la mission d'évaluation devra clairement être identifiée. Le réviseur d'entreprises émettra éventuellement des réserves dans les conclusions de son rapport.
- Le réviseur d'entreprises procède à une analyse de la situation financière de la société et du respect du droit comptable et du code des sociétés. Il indique dans quelle mesure cette situation financière, telle qu'elle ressort des comptes, est adéquate et utilisable pour la mission d'évaluation des actions. Il mentionne également les corrections éventuelles à apporter à cette situation financière.

Contrôle des autres aspects

- Si au cours de ses travaux, le réviseur d'entreprises constate des irrégularités à d'autres législations, il doit mesurer les conséquences éventuelles de ces irrégularités sur la valeur des titres de la société concernée et en tenir compte dans la rédaction de ses conclusions.
- Le réviseur d'entreprises indique dans quelle mesure il a ou il n'a pas effectué des contrôles additionnels sur des éléments sensibles, susceptibles d'influencer les résultats futurs de la société. Dans la négative, il justifie la position adoptée.

4. PERTINENCE DES METHODES D'EVALUATION APPLIQUEES

Le réviseur d'entreprises doit se prononcer dans son rapport sur la pertinence de la ou des méthodes d'évaluation appliquées, au regard des critères d'évaluation habituels, pour évaluer les actions et justifier leurs prix ou valeur.

Après avoir décrit brièvement les catégories de méthodes utilisées, le réviseur d'entreprises expose en particulier la ou les méthodes retenue(s) pour ladite évaluation. Il motive le bien-fondé de ces méthodes, la pertinence de son choix et l'adéquation de chacun des paramètres qui influencent le résultat du mode de calcul (intérêt, nombre d'années, etc.).

Dans la mesure où il est fait usage de prévisions, le réviseur d'entreprises doit déclarer que les hypothèses retenues sont cohérentes et ne sont manifestement pas déraisonnables ou contradictoires avec d'autres informations généralement tenues pour vraies.

Le réviseur d'entreprises, dans la mesure où il est fait usage de pondération entre les différentes méthodes retenues pour la détermination de la valeur, justifie les coefficients de pondération appliqués.

5. ELEMENTS COMPLEMENTAIRES DANS LE CADRE D'UN RAPPORT EN CAS DE CESSION FORCEEE DE TITRES (ART. 513 C. SOC. ET ART. 213 DE L'A.R. DU 30 JANVIER 2001)

41

Le réviseur d'entreprises doit mentionner si les méthodes d'évaluation utilisées par l'offrant ont été appliquées d'une façon correcte. Dans la mesure où dans l'analyse de la situation financière, il est clairement fait référence aux corrections à effectuer, il mentionnera dans son rapport l'influence des corrections sur les différentes valeurs qui ont été obtenues sur la base des méthodes d'évaluation.

Le réviseur d'entreprises doit se prononcer de manière précise si le prix déterminé par l'offrant relatif aux titres de la société concernée, sauvegarde ou non les intérêts des propriétaires de titres, compte tenu de l'analyse menée sur les éléments suivants:

- l'organisation administrative et comptable;
- la situation financière de la société concernée;
- les méthodes d'évaluation retenues par l'offrant;
- la fixation du prix, compte tenu des méthodes d'évaluation adoptées.

Le réviseur d'entreprises critiquera les motifs qui ont conduit à l'application de décotes ou de bonus éventuels et leurs effets sur la valeur des titres fixée par l'offrant.

Le réviseur d'entreprises doit émettre une réserve si les méthodes d'évaluation ne sont pas considérées comme acceptables, compte tenu du contexte dans lequel l'offre s'est déroulée.

6. CONCLUSION

Le réviseur d'entreprises reprend dans ses conclusions:

- la référence à la mission;
- la manière dont il a exécuté ses travaux de contrôle. Il précisera tout spécialement si ses analyses ont fait l'objet d'un examen limité ou d'un contrôle plénier;
- les réserves qu'il pense devoir formuler et dont l'impact éventuel n'a pas pu être pris en considération pour l'évaluation finale;
- la date prise en considération pour l'évaluation;
- les méthodes d'évaluation utilisées et en conséquence la valeur à laquelle la société est évaluée;
- la valeur à laquelle les titres considérés ont été évalués;
- les événements qui se sont produits après la date de fin de ces travaux et qui sont de nature à influencer ses conclusions.

Le rapport est daté du jour où le réviseur d'entreprises a terminé ses travaux.

Éléments complémentaires pour la conclusion dans le cas d'une cession forcée de titres (art. 513 C. Soc. et art. 213 de l'A.R. du 30 janvier 2001)

Le réviseur d'entreprises reprend dans ses conclusions:

- la référence à la mission avec mention du prix proposé par l'offrant et le nombre des titres visés;
- si les méthodes d'évaluation retenues par l'offrant sont acceptables au regard des critères d'évaluation usuellement retenus;
- si le prix fixé sauvegarde ou non les intérêts des propriétaires de titres.

6. BESLUIT

De bedrijfsrevisor vermeldt in zijn conclusies:

- de verwijzing naar de opdracht;
- de wijze waarop hij zijn controlewerkzaamheden heeft verricht. Hij vermeldt in het bijzonder of zijn analyses het voorwerp waren van een beperkt nazicht of van een volkomen controle;
- het voorbehoud dat hij meent te moeten maken en waarvan de eventuele invloed niet in overweging kon worden genomen voor de uiteindelijke waardering;
- de datum die voor de waardering geldt;
- de gebruikte waarderingmethoden en de daaruit voortvloeiende waarde waaraan de vennootschap wordt gewaardeerd;
- de waarde waaraan de betrokken effecten worden gewaardeerd;
- de gebeurtenissen die zich na de datum van beëindiging van zijn werkzaamheden hebben voorgedaan en die van aard zijn conclusies te beïnvloeden.

Het verslag wordt gedagtekend op de datum waarop de bedrijfsrevisor zijn werkzaamheden afrondt.

Bijkomende elementen voor het besluit in geval van gedwongen verkoop van effecten (art. 513 W. Venn. en art. 213 K.B. 30 januari 2001)

De bedrijfsrevisor vermeldt in zijn conclusies:

- de verwijzing naar de opdracht met vermelding van de prijs voorgesteld door de bieder en het aantal betrokken effecten;
- of de waarderingmethoden die door de bieder werden toegepast aanvaardbaar zijn in het licht van de gebruikelijk gehanteerde waarderingcriteria;
- of de bepaalde prijs de belangen van de eigenaars van effecten al dan niet veilig stelt.

parameters die het resultaat van de berekeningswijze beïnvloeden (interest, aantal jaren, enz.).

In de mate dat van vooruitzichten wordt gebruik gemaakt, moet de bedrijfsrevisor verklaren dat de gehanteerde hypothesen samenhangend zijn en niet kennelijk onredelijk of tegenstrijdig met andere informatie die over het algemeen juist is.

In de mate dat er gebruik wordt gemaakt van weging tussen de verschillende voor de waardebeoordeling toegepaste methoden, zal de bedrijfsrevisor de toegepaste wegingscoëfficiënten verantwoorden.

5. BIJKOMENDE ELEMENTEN VOOR HET VERSLAG IN HET KADER VAN GEDWONGEN VERKOOP VAN EFFECTEN (ART. 513 W. VENN. EN ART. 213 K.B. 30 JANUARI 2001)

De bedrijfsrevisor moet vermelden of de door de bieder gehanteerde waarderingsmethoden op correcte wijze werden toegepast. In de mate dat bij de analyse van de financiële positie duidelijk werd verwezen naar te verrichten bijstellingen, zal hij in zijn verslag melding maken van de invloed van die bijstellingen op de verschillende waarden die aan de hand van de waarderingsmethoden worden bekomen.

De bedrijfsrevisor moet duidelijk verklaren of de prijs bepaald door de bieder voor de effecten van de betrokken vennootschap al dan niet de rechten van de eigenaars van effecten vrijwaart, rekening houdend met de analyse die werd gemaakt betreffende de volgende elementen:

- de administratieve en boekhoudkundige organisatie;
- de financiële positie van de betrokken vennootschap;
- de door de bieder toegepaste waarderingsmethoden;
- de bepaling van de prijs, rekening houdend met de toegepaste waarderingsmethoden.

De bedrijfsrevisor bespreekt kritisch de motieven die hebben geleid tot de toepassing van de gebeurlijke "décote" of bonus en hun gevolgen voor de door de bieder bepaalde waarde van de effecten.

De bedrijfsrevisor moet voorbehoud maken indien de waarderingsmethoden niet aanvaardbaar worden geacht, rekening houdend met de context waarin het aanbod zich afspeelt.

3. REIKWIJDTE VAN DE CONTROLEWERKZAAMHEDEN EN DE CONCLUSIES DAARUIT

Controle van de boekhouding

- De bedrijfsrevisor spreekt een oordeel uit over de administratieve en boekhoudkundige organisatie, in de mate dat zijn werkzaamheden dergelijke beoordeling van de organisatie mogelijk maken (zie supra, volkomen controle of beperkt nazicht of conventionele opdracht). Elke vastgestelde leemte in de organisatie van de vennootschap die een betekenisvolle invloed kan hebben in het kader van de waarderingsopdracht moet duidelijk worden vermeld. Gebeurlijk zal de bedrijfsrevisor in de conclusies van zijn verslag voorbehoud maken.
- De bedrijfsrevisor maakt een analyse van de financiële positie van de vennootschap en van de naleving van het boekhoud- en vennootschapsrecht. Hij vermeldt in welke mate die financiële positie, zoals die uit de rekeningen blijkt, gepast is voor de waarderingsopdracht van de aandelen en zij daarvoor kan worden aangewend. Hij vermeldt eveneens de mogelijke correcties die aan de financiële positie moeten worden aangebracht.

Controle van de overige aspecten

- Indien hij in de loop van zijn werkzaamheden onregelmatigheden ten aanzien van andere wetgevingen heeft vastgesteld, moet de bedrijfsrevisor de eventuele gevolgen van die onregelmatigheden voor de waarde van de aandelen van de betrokken vennootschap inschatten en daarmee bij het opstellen van zijn conclusies rekening houden.
- De bedrijfsrevisor vermeldt in welke mate hij al dan niet bijkomende controles heeft uitgevoerd op gevoelige gegevens die van aard zijn de toekomstige resultaten van de vennootschap te beïnvloeden. In het negatieve geval, verantwoordt hij zijn houding.

4. GEGRONDHEID VAN DE TOEGEPASTE WAARDERINGS-METHODEN

De bedrijfsrevisor dient in zijn verslag zijn mening te geven over de relevantie van de toegepaste waarderingsmethode(n) om de aandelen te waarderen en hun prijs of waarde te verantwoorden, in het licht van de gebruikelijke waarderingscriteria.

Na een korte beschrijving van de categorieën van de gebruikelijke methoden, zal de bedrijfsrevisor inzonderheid de methode(n) uiteenzetten die voor de betrokken waardering werd(en) toegepast. Hij omkleedt de gegrondheid van die methode(n) met redenen, alsook de relevantie van de keuze en de gepastheid van elk van de

BIJLAGE: MINIMUMINHOUD VAN EEN VERSLAG (VOORBEELD)

1. OPDRACHT

De bedrijfsrevisor vermeldt in algemene bewoordingen de opdracht die hem werd toevertrouwd. Het betreft met name:

- De referentie aan de benoemingsstukken.
- De persoon die de benoeming heeft gedaan:
 - de rechter (procedure van uitsluiting of uittreding);
 - de bieder (gedwongen overdracht van effecten);
 - een andere opdrachtgever.
- De nauwkeurige omschrijving van de verrichting en het wettelijk kader.

De bedrijfsrevisor vermeldt duidelijk (1) of zijn werkzaamheden steunen op een audit die conform de Algemene controlenormen werd uitgevoerd dan wel (2) of, gelet op de omstandigheden (beperkte termijn of opdracht) hij alleen maar een beperkt nazicht heeft gedaan (3) of de opdracht beperkt blijft tot een waardering zonder enig nazicht van de basiscijfers.

De bedrijfsrevisor vermeldt eveneens in welke mate hij met andere beroepsbeoefenaars heeft samengewerkt en of zijn oordeel ten dele wordt onderbouwd door werkzaamheden verricht door andere bedrijfsrevisoren of externe accountants.

2. IDENTIFICATIE VAN DE BETROKKEN VENNOOTSCHAP

De bedrijfsrevisor geeft een kort historisch overzicht van de vennootschap, voornamelijk vanuit juridisch oogpunt, namelijk de neerlegging van de oprichtingsakte en de wijzigingen van de statuten die later werden aangebracht.

Door een beknopte beschrijving van de activiteiten wordt de onderneming gesitueerd in de economische sector waartoe zij behoort.

Tevens schetst de bedrijfsrevisor de evolutie van de economische positie van de onderneming over de jongste boekjaren en de toekomstverwachtingen, voor zover deze blijken uit de door het bestuursorgaan opgestelde staten.

De bedrijfsrevisor zal zich zelf niet wagen aan speculaties in verband met de toekomst van het bedrijf.

VAN IMPE, H.J. en MERTENS, J., "Enkele aspecten bij de waardering van aandelen in het kader van de geschillenregeling", IBR, Liber Amicorum Henri Olivier, Brugge, die Keure, 2000, p. 567-582.

VAN OOSTVELDT, K.M., "L'évaluation de l'entreprise", in Guide Pratique des P.M.E. Succession, cession et association, Diegem, Kluwer, 1994, p. 231-261.

VAN OOSTVELDT, K.M. en DEKEYSER, Y., "Waardebepaling van de onderneming", in Praktijkgids K.M.O.-overdracht. Opvolging, overdracht en associatie Mechelen, Kluwer, 2002, p. 563-618.

X, Financieel management: concepten en technieken, Antwerpen, Standaard Uitgeverij, 2000, 376 p.

BIBLIOGRAPHIE

BCNAR, Immateriële actiefbestanddelen II, 4/1990, 83 p.

BCNAR, Inbreng van immateriële actiefbestanddelen, 3/1989, 103 p.

BEGHIN, P., "De verwerking van fiscale latenties bij de waardebeoordeling van aandelen", A.F.T., 1999, p. 244-251.

DE LEMBRE, E., De waardebeoordeling van de onderneming, Gent-Leuven, Story-Scientia, 1974, 376 p.

DE WOLF, M., "Principes d'évaluation financière des entreprises", in Les sociétés et le patrimoine familial, cyclus Jean Renaud, UCL, Brussel, Bruylant-Academia, 1996, p. 389-400.

GEENS, K., Juridische actualiteit omtrent de KMO, Leuven, Jura Falconis (ed.), 1996, 206 p.

INSTITUUT DER ACCOUNTANTS, De geschillenregeling en het uitkoopbod in vennootschappen: vennootschapsrechterlijk en waarderingsaspecten 1997, 87 p.

INSTITUUT DER BEDRIJFSREVISOREN, "Bezinningsnota inzake de opdracht van de bedrijfsrevisor bij een "stock option"-plan", Jaarverslag, 1999, p. 297-303.

INSTITUUT DER BEDRIJFSREVISOREN, Studies IBR, Bedrijfsrevisor en milieu, Controle 1/94, 1994, 125 p.

KEULENEER, L. en DE MAESENEIRE, W., "Waardering van ondernemingen: discounted cashflow, adjusted present value, decision tree analysis en real options", in Handboek Management Accounting, Deventer, Kluwer, 2001 (losbladig).

KILESSE, A., "Evaluation d'entreprises en droit des sociétés et en droit comptable", in Nouvelles orientations en droit comptable, Ed. Fac. dr. Lg., 1994, p. 415-464.

KILESSE, A., "Le réviseur face aux problèmes d'évaluation", IBR, Liber Amicorum 40-jarig bestaan, 1993, p. 291-309.

MISSORTEN, W. en BRANSON, J., "De vrije-kasstroomanalyse als waardebeoordelingsmethode voor ondernemingen", IBR, Liber Amicorum 40-jarig bestaan, 1993, p. 311-327.

VAN BOVEN, R., "Niet-concurrentie als bestuurder of aandeelhouder", Accountancy & Tax, 3/2002, p. 22-29.

BESLUIT

De methoden die hiervoor werden besproken vloeien uiteindelijk voort uit twee basismethoden, namelijk de methode van de substantiële waarde en de rendementswaarde methode. Deze basismethoden kunnen elk afzonderlijk worden toegepast of samengebracht in een gemengde methode.

Binnen een bepaalde methode zijn in de praktijk verschillende formules ontwikkeld die ofwel als algemeen geldend kunnen worden beschouwd, ofwel slechts voor specifieke situaties toepasselijk zijn.

Het behoort tot de taak van de deskundige om deze formules te kennen en ze enkel te gebruiken in de hypothese waarin ze passend zijn.

De keuze van de formules zou in beginsel slechts in beperkte mate een invloed mogen hebben op de uitkomst van de waardering. Die keuze zal vooral worden bepaald door de bedrijfseconomische omstandigheden, de financiële toestand en de sector waarin de onderneming haar activiteit uitoefent.

Een billijke en correcte waardering zal dus meer afhangen van de deugdelijkheid van de gebruikte financiële gegevens en de parameters, dan van de gebruikte formules.

De fase (het bepalen van de financiële basisgegevens en de parameters zoals de actualisatievoet) voorafgaandelijk aan de berekening van de waarde is dus van groter belang dan de eigenlijke berekening. Men moet er wel op toezien dat de gebruikte basisgegevens en parameters op een correcte en relevante wijze worden aangewend in de berekeningsmethode. Grote waarderingsverschillen vloeien meestal voort uit het gebruik van verkeerde basisgegevens en parameters in bepaalde formules, of het gebruik van een formule die niet passend is.

De aandeelhouderstructuur en de omstandigheden die leiden tot de gedwongen overdracht van aandelen hebben meestal geen invloed op de eigenlijke waarde van de onderneming. Deze aspecten, evenals aspecten van meerderheids- of minderheidspaketten, concurrentiemogelijkheden na de overdracht en omgevingsfactoren kunnen eventueel hun invloed hebben op de prijszetting van de aandelen bij de overdracht, doch niet op de objectieve waarde ervan.

waarde van immateriële activa te bepalen. Bedrijfsrevisoren dienen in principe zelf, op basis van onderzoek, tot een waardeoordeel te komen. Indien de empirische methoden evenwel zodanig ingeburgerd zouden zijn dat ze een marktwaarde betekenen, kan men ze uiteraard niet negeren.

Ook in de opdrachten die rechtbanken geven aan deskundigen die worden aangesteld in het kader van de uitsluiting of uittreding lezen wij reeds vaker dat wordt gevraagd om de waarde van een onderneming te berekenen en daarbij rekening te houden met zowel de substantiële waarde als de rendementswaarde (cf. E. JANSSENS, "De waardering van aandelen n.a.v. een uitsluiting of uittreding van aandeelhouders in een B.V.B.A.", T.R.V., 2001, p. 367-368).

Dezelfde zienswijze is ook terug te vinden in de bezinningsnota inzake de opdracht van de bedrijfsrevisor bij een "stock option"-plan (IBR, Jaarverslag, 1999, p. 297-303).

4. EMPIRISCHE METHODEN

De vierde categorie, de empirische methoden, omvat de methoden die steunen op ervaring en gebruiken. Bij de meeste van deze methoden worden één of meerdere multiplicators toegepast op één of meerdere variabelen, zoals omzet, marge, balanstotaal, winst, enz. In de praktijk komt dit neer op de toepassing van een vuistregel. Die vuistregel is meestal sectoraal bepaald en kan regionaal verschillen. Het gebruik van vuistregels kan zo sterk ingeburgerd zijn dat de uitkomst van de berekening overeenstemt met de prijs of de marktwaarde van de onderneming en niet zozeer met de bedrijfseconomische waarde ervan. Er wordt bij dergelijke methoden immers geen rekening gehouden met de specifieke kenmerken van de onderneming.

Voorbeelden van vuistregels zijn de koers-winst verhouding, prijsbepaling van vrije beroepen, kleinhandels, enz. (zie: BCNAR, Inbreng van immateriële actiefbestanddelen, 3/1989, 103 p.; BCNAR, Immateriële actiefbestanddelen II, 4/1990, 83 p.; R. VANDELANOTTE, "Waardering van de onderneming", De Gids voor Accountants en Bedrijfsrevisoren, 1998, p. 972-980; G. DELVAUX, "L'évaluation de l'entreprise familiale, De familiale onderneming in de 21-ste eeuw", in Liber Amicorum R. Vandelanotte, BA Kortrijk, Diegem, Ced. Samsom, 1995, p. 146-153).

Dergelijke methoden worden meestal gebruikt bij de aanbidding op de markt en de verkoop van de onderneming in zijn geheel. Bovendien zijn de toegepaste multiplicators gebaseerd op tradities, in sommige gevallen zelfs wettelijk vastgelegd, en niet aangepast aan de evoluties van de economische realiteit zoals groei, rentevoeten, inflatie, technologische evolutie, enz.

Gezien hun arbitrair karakter, moet voorzichtig worden omgegaan met het gebruik van empirische methoden in het kader van de gedwongen overdracht van aandelen (zie ook: punt 2.4.4. van de normen inzake controle van inbreng in natura en quasi-inbreng, IBR, Vademecum van de bedrijfsrevisor, 2001, p. 529). Empirische methoden zijn wellicht in hun oorsprong gebaseerd op vaststellingen inzake resultaten. Dikwijls worden ze ook alleen maar gebruikt om de

Het bepalen van de β gebeurt op basis van de (persoonlijke) appreciatie van het risico van de onderneming en weerspiegelt de kans op realisatie van de verwachte inkomsten. Een belegger in beursgenoteerde ondernemingen weet dat hij zijn belegging onder normale omstandigheden vlot kan omzetten in liquide middelen. Een investeerder in een niet-genoteerde onderneming daarentegen zal zich heel wat meer moeite moeten getroosten om zijn aandelen te gelde te kunnen maken. De aard van de niet-genoteerde onderneming maakt dat er een hogere beta is ("illiquiditeitspremie"). De minimumwaarde van β wordt verondersteld nul te zijn aangezien, op een gegeven ogenblik, er geen beleggingen zouden zijn met een geringer risico dan staatsobligaties.

De aldus bekomen actualisatievoet i is het netto-rendement na belastingen (winstbelasting en/of roerende voorheffing). De opbrengsten die worden gerelateerd aan deze rentevoet moeten dan ook de opbrengsten zijn na aftrek van de belastingen. Indien bruto-opbrengsten worden gebruikt, moet de actualisatievoet worden verhoogd om een opbrengstvoet vóór belastingen te bekomen. De invloed van de hogere bruto opbrengst wordt dan geneutraliseerd door een verhoging van de actualisatievoet, wat een vermindering van de waarde tot gevolg heeft.

3. GEMENGDE METHODEN

Deze categorie van waarderingsmethoden poogt een waarde te bepalen van een onderneming door rekening te houden met zowel de substantiële waarde als de rendementswaarde. Deze categorie kan men opsplitsen in twee subcategorieën. De eerste categorie is die van de diverse methoden die leiden tot gemiddelden tussen de substantiële en rendementswaarden. De tweede categorie bepaalt, onder de een of andere vorm, de overwinst die de onderneming wordt verondersteld te realiseren. In de formules wordt zo telkens een element van zowel de substantie als het rendement verwerkt.

Deze gemengde methoden hebben wel de verdienste van een logisch compromis te zoeken. Immers is zowel de substantie als het rendement van een onderneming doorgaans van belang zodat het logisch zal overkomen dat met beide benaderingen wordt rekening gehouden. Deze zienswijze vinden we onder meer ook terug in artikel 695 W. Venn. in verband met het door de commissaris op te stellen verslag bij een fusie. Uit dit artikel mag men verstaan dat het gebruik van verschillende methoden de regel is en dat, afhankelijk van het geval, de ene of de andere methode meer belang zal krijgen.

Artikel 213, 1° K.B. 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen, omtrent het uitkoopbod, heeft het eveneens over "waarderingsmethode(s)".

3. beta - is de multiplicator waardoor de risicopremie op de markt wordt aangepast aan het risico eigen aan de onderneming - β .

De actualisatievoet i kan als volgt wiskundig worden weergegeven:

$$i = r_{rv} + (r_m \times \beta)$$

Uit de formule blijkt dat het aspect risico een essentieel onderdeel is van de actualisatievoet. Hoe meer risico de investeerder loopt, hoe hoger de actualisatievoet. De investeerder zal bovenop de risicovrije rentevoet een premie eisen. Immers zal hij niet bereid zijn om voor een gelijke en nog minder voor een kleinere opbrengst-voet enig risico te lopen.

Als risicovrije rentevoet (r_{rv}) wordt de rente op staatsobligaties gehanteerd over eenzelfde looptijd. Deze rente wordt dagelijks gepubliceerd in de financiële bladzijden van de gespecialiseerde kranten.

Als risicopremie (r_m) voor de markt wordt gewoonlijk de premie gebruikt voor het risico bij beleggen op de beurs.

De multiplicator (β) geeft weer in welke mate het specifieke risico van de onderneming afwijkt van de risicopremie op de markt. Bij ondernemingen waarvan het risico hetzelfde wordt ingeschat als dat van de gehele beurs, is de beta gelijk aan één. Minder dan één betekent dat men het risico van die belegging lager schat dan dat van de gemiddelde beursaandelen, meer dan één geldt voor beleggingen die méér risico inhouden.

Op basis van empirisch onderzoek van bedrijven worden in de praktijk door diverse instanties statistieken bijgehouden over risicopremies en beta's. Men kan deze informatie vinden in financiële dagbladen, tijdschriften, websites, rapporten en studies van financiële instellingen en universiteiten (cf. o.a. L. KEULENEER en W. DE MEASSENEIRE, "Waardering van ondernemingen: discounted cashflow, adjusted present value, decision tree analysis en real options", in Handboek Management Accounting, Deventer, Kluwer, 2001 (losbladig)).

Vertrekkende van een risicovrije rente van b.v. 4,4 %, een risicopremie van 3,3 à 4 % en indien β gelijk is aan één, zal de actualisatievoet van een beursgenoteerde onderneming ongeveer 7,7 à 8,4 % ($4,4$ (risicovrije rentevoet) + $(1$ (beta) \times $3,3$ (risicopremie))) à $(4,4 + (1 \times 4))$ bedragen. Als β gelijk is aan twee, dan bedraagt de actualisatievoet 11,0 % à 12,4 %.

Het is duidelijk dat de multiplicator een grote invloed heeft op de waarde van de investering. Een wijziging met factor 0,25 veroorzaakt ongeveer een wijziging van 1 % punt op de actualisatievoet wat dan weer een wijziging tussen de 10 à 15 % voor gevolg heeft op de waarde van de investering.

ring ver uit elkaar liggen. Bij een correcte combinatie van relevante berekeningscomponenten zullen de resultaten van sommige formules dichter bij elkaar liggen.

Net zoals bij de substantiële methode, is het aangeraden de componenten van de opbrengstfactor, afkomstig van de boekhoudkundige gegevens, aan te passen aan de bedrijfseconomische aspecten van de waardebeoordeling. Dit werd reeds voorgaand uitvoerig behandeld (cf. supra III.).

De basiscomponenten van de opbrengstfactor zijn niet noodzakelijk uitsluitend historisch. Het voordeel van de rendementsmethode is dat men niet is gebonden aan het verleden, maar dat men ook kan gebruik maken van toekomstige resultaten. De moeilijkheid bij het gebruik van nog te realiseren opbrengsten is het gevaar voor gebruik van onrealistische verwachtingen en het feit dat men met nog meer hypothesen moet rekening houden bij de interpretatie van de bekomen waarden. In dat geval kan bij concrete verkoop van de onderneming worden overwogen om een systeem van gespreide betalingen in te voeren afhankelijk van de gerealiseerde resultaten na de overdracht.

2.2. De factor rente

Deze factor wordt uitgedrukt als een rentevoet en geeft de verhouding aan tussen de opbrengst en de ingezette middelen. In het kader van deze studie is het de actualisatievoet die de relatie legt tussen de opbrengsten (winst, cash flow, enz.) en de kapitaalsom, namelijk de waarde van de onderneming. De actualisatievoet drukt het door de investeerder verwachte of gewenste rendement uit van een investering, rekening houdend met de economische omgeving en het risico van de investering. De investering, betaald op een bepaald moment, wordt gecupereerd door de opbrengsten in de toekomst. Door gebruik te maken van de actualisatievoet is het mogelijk om de huidige waarde te bepalen van de toekomstige opbrengsten.

De actualisatievoet die wordt toegepast bij de waardering van aandelen van een onderneming geeft de kostprijs weer van het kapitaal geïnvesteerd door de aandeelhouder van de vennootschap. De actualisatievoet weerspiegelt het minimale rendement van de investering dat men wenst te bereiken. Hoe hoger die actualisatievoet, hoe lager de waarde van de onderneming. Een gegadigde zal pas investeren als het rendement van de ingezette middelen de kostprijs ervan zal overtreffen.

De actualisatievoet (i) die bij de waardering van een onderneming wordt gebruikt, wordt bepaald door de volgende factoren:

1. de risicovrije rentevoet (b.v. rente op overheidsobligaties) - r_v
2. risicopremie op de markt (gevolg van het feit dat investeren in een onderneming meer risico's inhoudt dan beleggen in staatsobligaties) - r_m

2. RENDEMENTSWAARDE

De waarderingsmethoden uit deze categorie gebruiken de gerealiseerde of verwachte opbrengsten van de onderneming als basis voor de waardebeoordeling. De duidelijke voordelen van deze categorie van waarderingsmethoden zijn het feit dat de dynamiek, de prestaties, de rentabiliteit en productiviteit van de onderneming een rol spelen bij de waardering. Bovendien wordt rekening gehouden met de economische omgeving waarin de onderneming actief is. Op die manier worden enkele nadelen van de voorgaande categorie opgevangen, maar deze categorie van waarderingsmethoden heeft dan weer andere kenmerken die minder gunstig zijn.

Hoewel gebruik wordt gemaakt van wiskundige modellen, blijft de waarderingsberekening relatief eenvoudig gezien het geringe aantal parameters. In principe zijn het er meestal twee, namelijk de opbrengstfactor en de rentefactor. Beide factoren kunnen op veel verschillende manieren correct worden ingevuld, wat leidt tot een groot aantal waarderingsformules.

2.1. De factor opbrengst

De opbrengstfactor die wordt toegepast, kan zeer verscheiden zijn en dit compliceert de interpretatie van de waarderingsresultaten. De opbrengstfactor kan zijn:

- de winst, vóór of na belastingen, vóór of na financiële lasten, met of zonder uitzonderlijke resultaten (b.v. EBIT: "Earnings Before Interest and Taxes");
- de eenvoudige cash flow (winst plus afschrijvingen en de mutatie op voorzieningen);
- de vrije cash flow (eenvoudige cash flow na aftrek van de vervangingsinvesteringen, de aflossingen van de leningen op lange termijn, eventuele toename van bedrijfskapitaal);
- het dividend.

Er is dus een uitgebreide keuze van opbrengstfactoren die kunnen worden gebruikt. De meeste waarderingsformules zijn toepasbaar met verschillende factoren, maar de resultaten moeten wel precies worden geïnterpreteerd. Het voordeel hiervan is dat een zeer nauwkeurig inzicht kan worden bekomen in de waarde van de activiteit van de onderneming en dat zelfs de invloed van financiële structuur, meestal bepaald met balansgegevens, kan worden weergegeven in de waardering. Het nadeel is dat de interpretatie van deze resultaten een technische aangelegenheid is met ruimte voor discussie en die weinig toegankelijk is voor buitenstaanders.

Voor een correcte interpretatie van de resultaten is het ook van belang dat de toegepaste opbrengstfactor te combineren is met een relevante rentefactor. Indien de verkeerde combinaties worden gebruikt, kunnen de resultaten van de waarde-

De substantiële waarde sluit nauw aan bij de term netto-actief uit het vennootschapsrecht (b.v. art. 333, art. 617, lid 2, art. 633, art. 634 W. Venn.) en de term "eigen vermogen" uit het boekhoudrecht. Het is dus niet enkel een financiële term, maar heeft ook een juridische interpretatie, wat een groot voordeel is in het kader van de (gerechtelijke) behandeling van een gedwongen overdracht van aandelen. De substantiële waarde is bovendien belangrijk aangezien ze, behoudens voor waardering van sommige activa, voor weinig discussie vatbaar is, en op werkelijke vermogensbestanddelen steunt.

Er kan worden aangenomen dat het begrip "intrinsieke waarde" zoals vermeld in artikel 598 W. Venn. overeenkomt met de hierboven beschreven definitie van de substantiële waarde (cf. ook A. KILLESSE, "Le réviseur face aux problèmes d'évaluation", IBR, Liber Amicorum 40-jarig bestaan, p. 302).

De substantiële waarde houdt rekening met de financiële structuur van de onderneming, maar is vaak een strenge waarmedeter vooral voor ondergekapitaliseerde en/of winstgevende of groeiende ondernemingen.

De substantiële waarde is volledig gebaseerd op balansgegevens en is dus een statische waardering. Met de dynamiek van de onderneming wordt hoegenaamd geen rekening gehouden, evenmin met de activiteiten, de rentabiliteit, de sector, de economische werkelijkheid en de risico's.

De nadruk van de waarderingsoefening ligt bij de waardering van de individuele vermogensbestanddelen. In eerste instantie is dit de boekwaarde van de componenten op een bepaald tijdstip. De boekwaarde impliceert evenwel enkele basisveronderstellingen die niet altijd of noodzakelijk overeenstemmen met deze van de bedrijfseconomische waardering met het oog op een, al dan niet gedwongen, overdracht van de aandelen. Het is dan ook noodzakelijk dat de waarderingsprincipes en -regels worden aangepast om ze te verzoenen met de doelstellingen van de waardebepaling. Het is niet uitgesloten dat de verschillende waarderingsprincipes of -regels door elkaar worden gebruikt. Bepaalde bestanddelen kunnen worden gewaardeerd volgens het going concern principe terwijl andere bestanddelen aan liquidatie- of marktwaarde worden gewaardeerd. De aanpassingen kunnen gebeuren globaal per rubriek van de balans maar ook per individuele grootboekrekening of voor elk afzonderlijk activabestanddeel (bijvoorbeeld na een volkomen audit). Voor belangrijke activa is het vaak aangeraden de waarde te laten schatten door een externe deskundige.

Hoewel de substantiële waarde duidelijke tekorten vertoont inzake de waardering van de ondernemingsactiviteit en zich voornamelijk baseert op historische gegevens kan ze volgens ons niet ontbreken bij de waardebepaling van een vennootschap. Het is een algemeen aanvaarde praktijk deze methode te gebruiken als referentiewaarde bij de interpretatie van de resultaten van de andere methoden. Bij rendabele ondernemingen kan men de substantiële waarde beschouwen als een minimumwaarde, bij verlieslatende of weinig rendabele ondernemingen eerder als een maximumwaarde.

IV. ANALYSE VAN DE MEEST VOORKOMENDE WAARDERINGSMETHODEN

De meest gebruikte waarderingsmethoden kan men onderbrengen in één van de volgende vier categorieën, opgedeeld volgens de basis waarop de waardering wordt uitgevoerd:

1. Waarde op basis van de substantie (substantiële waarde)
2. Waarde op basis van de opbrengsten of resultaten (rendementswaarde)
3. Gemengde methoden
4. Empirische methoden

Deze categorieën worden hierna verder uiteengezet.

1. SUBSTANTIELE WAARDE

De berekening van de substantiële waarde komt neer op de waarde, vanuit een bedrijfseconomisch standpunt, van alle vermogensbestanddelen van de onderneming.

De basisgegevens haalt men uit de balans van de onderneming op een zo recent mogelijk tijdstip. Er zijn twee onderscheiden begrippen:

1. het totaal geïnvesteerde vermogen (de som van alle activa);
2. de substantiële waarde (de som van alle activa verminderd met de voorzieningen en de schulden).

Aangezien de activa worden gewaardeerd vanuit een bedrijfseconomisch standpunt is de substantiële waarde de aangepaste boekwaarde van het eigen vermogen van de onderneming zoals ze werd vastgesteld op een recent tijdstip. Tengevolge van de bedrijfseconomische waardering van de activa zullen er dikwijls meerwaarden in de berekening worden opgenomen. Op deze meerwaarden dienen bij de passiva eveneens latente belastingen te worden voorzien.

De substantiële waarde wordt als volgt berekend:

$SW = \text{totaal activa (bedrijfseconomische waarde)} - \text{voorzieningen, schulden en latente belastingen.}$

Deze methode is relatief eenvoudig zowel op het gebied van de berekening als de interpretatie. De bekomen waarde geeft de waarde aan van de onderneming, respectievelijk van het geheel van de aandelen van de vennootschap.

3.2.6. Winst of verlies uit de gewone bedrijfsuitoefening

De resultatenrekening dient te worden gezuiverd van opbrengsten en kosten die geen rechtstreeks verband hebben met de normale exploitatie van de onderneming. De resultaten van zowel occasionele als accidentele gebeurtenissen dienen te worden gecorrigeerd. Uitzonderlijke resultaten dienen niet enkel in de rubriek "uitzonderlijk resultaat" te worden gezocht maar kunnen bijvoorbeeld uitzonderlijke financiële resultaten betreffen ten gevolge van koersschommelingen bij wisselverrichtingen.

Bij de beschouwing van de financiële kosten dient rekening te worden gehouden met de vermogensstructuur uit het verleden en de vermogensstructuur die in de toekomst zal worden aangehouden. In een KMO kan bijvoorbeeld bij de overdracht van de aandelen de rekening-courant van de verkoper verdwijnen. Dit kan (bij creditsaldo) ertoe leiden dat er bijkomende externe financieringen dienen te worden aangetrokken, met een gewijzigde financiële kost tot gevolg.

3.2.7. Belastingen op het resultaat

Het resultaat dient steeds te worden gezien na belastingen (de belastingen zijn een reële kost).

De bovenstaande correcties zullen aanleiding geven tot een gewijzigd resultaat en bijgevolg tot een gewijzigde belastingscalculatie. De resultatenrekening dient te worden gecorrigeerd voor de berekende latente belastingen.

3.2.3. Diensten en diverse goederen

Vooraf in KMO's is de kans groot dat voor de vergoeding van de bedrijfsleider (die dikwijls de hoofdaandeelhouder is) geen bedrijfseconomisch verantwoorde kost is aangerekend. Ofwel haalt de bedrijfsleider zijn vergoeding uit de uitgekeerde winsten ofwel is er een te hoge vergoeding toegekend aan de bedrijfsleider. In beide gevallen dient de nodige correctie te worden aangebracht.

De grootte van deze correctie wordt bepaald in functie van de vergoeding die men voor de leidinggevende functie zou betalen aan een werknemer voor een gelijke inzet.

Naast de zuivere salarissen en vergoedingen dient in de KMO de nodige aandacht te worden besteed aan kosten die eerder als privé-kosten van de bedrijfsleider kunnen worden beschouwd en niet relevant zijn voor de bedrijfseconomische activiteit. Wij denken hierbij ondermeer aan overdreven huurgelden of andere kosten met privaat karakter.

In verband hiermee dient ook aandacht te worden besteed aan toegekende tantièmes, gratificaties, voordelen in natura en pensioenvoorzieningen.

3.2.4. Afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen

Zoals hierboven aangehaald, worden de materiële vaste activa in het Belgische boekhoudrecht gewaardeerd aan historische aanschaffingswaarde, verminderd met - vaak fiscaal geïnspireerde - afschrijvingen.

De schatting van de materiële activa (cf. supra III. 2.2. Substantiële waarde) zal in de meeste gevallen leiden tot een afwijkende waarde ten opzichte van de netto-boekwaarde. De gewijzigde waarde resulteert in gewijzigde afschrijvingsbedragen, die resulteren uit een (meestal) langere of kortere bedrijfseconomische levensduur van de in de onderneming gebruikte activa.

In verband met fiscaal geïnspireerde waarderingsregels dient ook de nodige aandacht te worden besteed aan het al dan niet boeken van geproduceerde vaste activa, de activering van kosten, de waardeverminderingen en voorzieningen.

3.2.5. Financiële kosten en opbrengsten

Zowel in KMO's als bij groepen van ondernemingen, treft men leningen aan die werden toegestaan door of verstrekt aan de aandeelhouders-bedrijfsleider respectievelijk verbonden ondernemingen. Deze kredietfaciliteiten worden ofwel expliciet opgenomen op de balans, doch kunnen ook de vorm aannemen van niet-marktconforme betalingstermijnen zonder interestvergoeding. De resultatenrekeningen moeten worden gecorrigeerd voor zover de werkelijk aangerekende kost voor de kredietfaciliteiten afwijkt van een marktconforme rentevergoeding.

3.2. Bijzondere aspecten van bepaalde resultatenrekeningposten

De ter beschikking gestelde resultatenrekeningen betreffen gegevens uit het verleden en weerspiegelen niet noodzakelijk de economische realiteit. Daarom is het aangewezen de nodige correcties uit te voeren om te komen tot een bedrijfseconomische benadering van de "normale" resultaten en kasstromen.

3.2.1. Omzet

Vooreerst dient er te worden nagegaan of de omzet de volledige activiteit van de onderneming weerspiegelt.

De kans bestaat dat er omwille van uiteenlopende redenen verschuivingen van omzet doorgevoerd zijn, ofwel om deze te verminderen ofwel om de opbrengsten te flatteren teneinde een hogere prijs te verkrijgen voor de te verkopen aandelen. Daartoe dienen verschuivingen ten opzichte van voorgaande jaren te worden geanalyseerd. Bij gebrek aan bewijs zal het veelal onmogelijk zijn rekening te houden met de desgevallend beweerde niet-geboekte verkopen.

Er dient te worden nagegaan of lopende verkoopsovereenkomsten ook na de overdracht van de aandelen zullen gehandhaafd blijven, om in de toekomst minstens dezelfde verkoopcijfers te garanderen.

Vooraf transacties met verbonden ondernemingen dienen in dit opzicht te worden gecontroleerd en eventueel dienen de intercompany winsten te worden geëlimineerd om een waardering te bekomen van de onderneming als zelfstandig geheel.

Zeker moet de impact van een aandelenwissel op de gerealiseerde omzet worden nagegaan bij een waardering in het kader van een geschillenregeling. Anders dan bij een vrijwillige overdracht van een onderneming (niet middels een aandelen-transactie) waarbij een mededingingsverbod geldt (cf. supra), kan de toekomstige omzet en dus ook het rendement door de gedwongen overdracht duurzaam worden gewijzigd (zie: R. VAN BOVEN, "Niet-concurrentie als bestuurder of aandeelhouder", *Accountancy & Tax*, 3/2002, p. 22-29).

3.2.2. Voorraadwijziging

De waardering van de voorraden en de bestellingen in uitvoering wordt wel eens gebruikt om extreme schommelingen in het resultaat weg te werken. Om een correct beeld te krijgen op de werkelijke resultaten over de verschillende jaren dienen mogelijk distorsies te worden weggewerkt.

des (b.v. meer dan 10 jaar) en het onbeperkt hanteren van groeivoeten. Desgevallend zal een duidelijk voorbehoud moeten worden gemaakt.

Het is evident dat het eenvoudiger zal zijn een projectie uit te voeren indien de te waarden onderneming een behoorlijke anciënniteit heeft en opereert binnen een stabiele en mature markt met een beperkt aantal en gekende concurrenten. Daarentegen zal heel voorzichtig moeten worden omgesprongen bij het voorspellen van de toekomstige geldstromen van jonge ondernemingen, ondernemingen die nieuwe producten of diensten aanbieden of ondernemingen binnen een sterk concurrentiële markt.

De basis van de inschatting van het toekomstige rendement blijven evenwel de historische boekhoudkundige cijfers. Deze cijfers wijken - ondermeer omwille van fiscale redenen - veelal af van de bedrijfseconomische realiteit. Het zal dan ook noodzakelijk zijn om voorafgaandelijk minstens de belangrijkste "distorsies" te corrigeren (cf. infra 3.2. Bijzondere aspecten van bepaalde resultatenrekeningposten).

De onderneming kan soms los van een verbonden onderneming (b.v. verkoopkantoor) of van bepaalde overeenkomsten met derden (b.v. distributie, agentuur) geen autonoom leven leiden. Het behoud van deze relatie zal een premisse zijn voor iedere voorspelling. Omgekeerd kan de activiteit van de onderneming soms worden opgesplitst in verschillende "takken van werkzaamheid" (b.v. de daadwerkelijke industriële activiteit enerzijds en patrimoniumbeheer anderzijds). Het geïnvesteerd kapitaal in de onderneming is dan op te delen in "takken van werkzaamheid" die een groter of kleiner risico lopen. Ook de resultatenrekening kan worden opgesplitst.

Dit is typisch het geval voor het onderscheid tussen roerende en onroerende goederen. Het is dikwijls realistisch om een onderneming los te koppelen van haar eigen onroerende goederen. Onroerende goederen zijn dikwijls polyvalent, minder onderhevig aan inflatie en bevatten soms latente meerwaarden (substantiële waarde). Roerende goederen daarentegen zijn meer aan een onderneming gebonden, zijn onderhevig aan inflatie en ondergaan dikwijls een snelle waardevermindering omwille van slijtage en technologische veroudering.

Men zou dus de onroerende goederen afzonderlijk kunnen waarden, bij voorkeur steunend op het advies van een deskundige, en de resultaten van de uitbating bezwaren met een normale vergoeding voor gebruik van de onroerende goederen.

Zo ook zouden de roerende reserves (beleggingen) afzonderlijk kunnen worden gewaardeerd (cf. infra IV. bij de bespreking van de gemengde waarderingsmethoden).

Het dient duidelijk te worden gesteld dat de methode van de rendementswaarde niet het berekenen van de goodwill als doel heeft, maar wel de waarde van de onderneming. Indien deze waarde uitstijgt boven de substantiële waarde wordt het verschil goodwill genoemd (zie art. 95, § 1 K.B. 30 januari 2001).

2.4. Milieutechnische aspecten

Zoals voor de fiscale aspecten dringt een onderzoek naar de naleving van de wettelijke bepalingen inzake milieu zich op en zal dit de tussenkomst van andere deskundigen vereisen aangezien de risico's hier vaak zeer belangrijk en continuïteitsbedreigend kunnen zijn voor de onderneming (zie hieromtrent IBR, Studies IBR, Bedrijfsrevisor en milieu, Controle 1/94, 1994, 125 p.).

2.5. Het consortium

In geval van verbonden ondernemingen zal principieel tot consolidatie dienen te worden overgegaan om een degelijke waardering te kunnen maken van de deelnemingen.

In geval van een consortium beïnvloeden de diverse vennootschappen van het consortium niet noodzakelijk rechtstreeks de waarde van de andere. Nochtans kan het zijn dat het consortium een economische groep vormt waar de verschillende ondernemingen niet los van elkaar functioneren en dit vaak op informele wijze. Bij de waardering van een deel van dit consortium dient hier bijzondere aandacht aan te worden besteed en dient de bedrijfsrevisor na te gaan in hoeverre bepaalde relaties na de overdracht zouden kunnen wijzigen en hierdoor de waarde van de onderneming beïnvloeden.

3. RENDEMENTSWAARDE

3.1. Algemeen

Bij de bepaling van de rendementswaarde zijn de gegevens uit de resultatenrekening doorslaggevend. Bij deze methode wordt de waarde immers bepaald door "wat de onderneming opbrengt".

In de literatuur zijn vele formules bekend die een waarde berekenen uitgaande van de toekomstige verwachte geldstromen. Het bepalen van toekomstige geldstromen blijft steeds een moeilijke opdracht. Om deze reden wordt er in eerste instantie teruggegrepen naar historische, dus gekende, cijfers. Op basis van een analyse van de historische gegevens waarbij desgevallend duidelijke tendensen (b.v. omzettoename, margeverbetering, enz.) worden vastgesteld en rekening houdend met andere onderbouwde veronderstellingen, kan een redelijke inschatting worden gemaakt van de toekomstige geldstromen. Idealiter worden verschillende jaren aan een grondige analyse onderworpen. De voorspellingen zullen meestal gebaseerd zijn op andere dan boekhoudkundige gegevens; dit houdt niet in dat deze blindelings moeten worden overgenomen (cf. supra). Af te raden is verder het uitwerken van toekomstige resultatenrekeningen voor te lange perio-

Het is aangewezen om bij een aandelentransactie (de onderneming is geïncorporeerd in een vennootschap en de aandelen maken het voorwerp uit van de waardering) steeds de belastinglatentie te verrekenen (zie hieromtrent: P. BEGHIN, "De verwerking van fiscale latenties bij de waardebeoordeling van aandelen", A.F.T., 1999, p. 244-251).

2.2.10. Schulden

Voor schulden gelden geen bijzondere aspecten in vergelijking met de controle van de jaarrekening. Voor latente schulden wordt verwezen naar de voorzieningen en naar de bijzondere aspecten in verband met fiscaliteit en milieurisico's.

De waarborgen verbonden aan de schulden dienen te worden onderzocht. Indien persoonlijke waarborgen zouden gesteld zijn door de aandeelhouders wiens aandelen worden verkocht, en deze waarborgen blijven behouden, dient te worden overwogen om het eventuele risico te betrekken in de waardering of minstens duidelijk melding te maken in het rapport. Indien de koper zou worden verplicht andere zekerheden te stellen, dient te worden nagezien of dit mogelijk is en zo niet welke gevolgen voor de continuïteit van de onderneming dit zou kunnen veroorzaken.

Een duidelijke vermelding van al de zekerheden in het verslag van de bedrijfsrevisor geeft partijen of desgevallend een rechter de informatie om, hiermee rekening houdend, een prijs te bepalen die afwijkt van de waarde.

2.3. Fiscale aspecten

Fiscaliteit is in feite een aspect dat kadert in het onderzoek naar andere dan boekhoudkundige aspecten, doch gelet op de grote verwevenheid met het boekhoudkundige, willen we hieraan toch even aandacht schenken.

Om te beginnen is er de bij de kopende partij vaak gevreesde herziening door de fiscus van de voorheen aangegeven belastbare inkomsten. Uit een onderzoek naar de naleving van de fiscale wetgeving in het verleden kan zich desgevallend een voorziening opdringen.

Overigens dient een analyse te gebeuren van het fiscaal regime en eventueel geldende akkoorden die ten gevolge van de aandelenoverdracht zouden kunnen wijzigen. Een voor de hand liggend voorbeeld is het belastingtarief dat onder meer afhankelijk is van de aandeelhoudersstructuur.

Voor geldbeleggingen is dit wel verschillend en is een onderzoek naar de realisatiewaarde vereist. In geval de vennootschap eigen aandelen zou hebben, moeten de toepasselijke wettelijke bepalingen worden nagezien met het oog op de beoordeling van de waardering.

2.2.7. Eigen vermogen

De rubrieken van het eigen vermogen worden voornamelijk fiscaal doorgelicht. Immers bij ondernemingen die moeilijkheden kennen, mag de mogelijkheid tot ontbinding niet worden uitgesloten. In dat geval kan de fiscale kwalificatie van de bestanddelen van het eigen vermogen een belangrijke invloed hebben op de waarde van de onderneming.

De herwaarderingsmeerwaarden, al dan niet geïncorporeerd in kapitaal of overgeboekt naar de reserves, dienen samen met de betrokken activa te worden gecontroleerd.

2.2.8. Voorzieningen voor risico's en kosten

Hier gelden eveneens geen andere opmerkingen dan voor de controle van de jaarrekening. De deskundige zal echter bijzondere aandacht dienen te besteden aan de contractuele of wettelijke verplichtingen. Met betrekking tot latente risico's is een onderzoek naar de verzekeringscontracten zeker vereist.

Eveneens dient te worden nagegaan of de vennootschap niet aansprakelijk is voor schulden van derden (b.v. art. 213 W. Venn.: een vennootschap als enig vennoot bij B.V.B.A.; art. 646 W. Venn.: vereniging alle aandelen in één hand bij N.V.; art. 686 W. Venn.: in verband met splitsing van vennootschappen, onbeperkt aansprakelijk vennoot of vennoot bij rechtspersonen).

Over het algemeen dient aandacht te worden besteed aan de mogelijke onrechtstreekse gevolgen van de beoogde aandelenoverdracht. Indien bijvoorbeeld de onderneming zich heeft borg gesteld voor een verbonden onderneming of een onderneming waarmee een participatieverhouding bestaat, is het mogelijk dat de aandelenoverdracht deze relatie wijzigt en een gestelde borg anders dient te worden beoordeeld.

2.2.9. Uitgestelde belastingen en belastinglatenties

De aanpassing van de balansposten aan hun bedrijfseconomische meer- of minderwaarde aanleiding geeft tot de vraag of er al dan niet een belastinglatentie hierop moet worden berekend.

Indien men overtuigd is dat er een belastinglatentie in rekening moet worden gebracht, rijst de vraag welke belastingvoet zal worden gebruikt.

2.2.4. Financiële vaste activa

Hier geldt principieel dezelfde opmerking als voor de andere vaste activa, zij het dat de waarderingsproblematiek nog veel complexer kan blijken te zijn.

Voor de (meestal niet-genoteerde) aandelen kunnen afzonderlijke waarderungen van de ondernemingen waarop ze betrekking hebben vereist zijn. Het is niet evident dat de aangestelde bedrijfsrevisor toegang heeft tot voldoende informatie om deze activa naar behoren te kunnen waarderen. Men kan ook opmerken dat bij belangrijke (controle) participaties het aangewezen is om tot consolidatie over te gaan. Indien dit om welke reden ook niet mogelijk is, dient het verslag dit te vermelden en kan op dit vlak een voorbehoud nodig zijn.

2.2.5. Vorraden

Voor voorraden kan de boekwaarde afwijken van de bedrijfseconomische waarde. Vooreerst zal een analyse nodig zijn van de gehanteerde waarderingsmethode. Het boekhoudrecht laat een aantal keuzes toe; deze kunnen wel een grote impact hebben op de waarde (b.v. het al dan niet opnemen van de onrechtstreekse productiekosten in de vervaardigingsprijs, de verplichting om gepaste waardeverminderingen te boeken, het principiële verbod om meerwaarden uit te drukken).

Bijzondere aandacht verdienen ook de waarderingsregels met betrekking tot de bestellingen in uitvoering (b.v. completed contract method, percentage of completion-method). Deze moeten bovendien samen met de passivaposten voorzieningen en ontvangen vooruitbetalingen worden beoordeeld.

Bepaalde voorraden kunnen bijzondere risico's inhouden inzake opslag (b.v. gevaarlijke producten), afwerking (b.v. bestellingen in uitvoering), vrijwaring na levering (b.v. aannemersaansprakelijkheid).

Voor voorraden geldt de opmerking dat vaak geen voldoende zekerheid kan worden bekomen zonder bijwonen van de fysische inventarisatie. De bedrijfsrevisor dient daarom aandacht te besteden aan de datum waarop dient te worden gewaardeerd. Indien deze in het verleden ligt en er kan geen voldoende zekerheid worden bekomen, dient het verslag hierover duidelijk te zijn en een gepast voorbehoud te vermelden.

2.2.6. Overige activa

Overige activa zoals vorderingen en liquide middelen stellen in beginsel geen problemen, aangezien in principe wordt gewaardeerd aan nominale waarde en de boekwaarde niet van de realisatiewaarde verschilt. Uiteraard dient nog steeds de inbaarheid van alle vorderingen te worden onderzocht. Bijzondere aandacht dient te worden besteed aan vorderingen op vennoten en bestuurders.

2.2.2. Immateriële vaste activa

Gelet op hun aard dienen de immateriële vaste activa zeker aan een bijzonder onderzoek te worden onderworpen. Zelfs in geval van afwezigheid op de balans is bijna in iedere onderneming immaterieel actief aanwezig.

Gekende voorbeelden zijn het cliënteel, de handelsnaam, productiegeheimen, merken, modellen en dergelijke, al dan niet gedeponereerd (zie ook: BCNAR, Inbreng van immateriële actiefbestanddelen, 3/1989, 103 p. en BCNAR, Immateriële actiefbestanddelen II, 4/1990, 83 p.). Voor het opsporen van deze activa zijn plaatsbezoeken en gesprekken met alle betrokkenen van belang.

Met betrekking tot "cliënteel" kan opgemerkt worden dat rechtspraak en rechtsleer het erover eens zijn dat cliënteel als zodanig niet kan worden verkocht en overdracht van cliënteel moet worden gezien als een door de overdrager aangegaan mededingingsverbod (Kh. Brussel 16 januari 1958, J.T. 1958, p. 408). Het mededingingsverbod behoort van rechtswege tot de verplichtingen van de overdrager, nu dit verbod volgt uit zijn plicht tot vrijwaring voor eigen daad, die niet kan worden uitgesloten (art. 1628 B.W. inzake koop-verkoop en art. 22 W. Venn. m.b.t. de koop-verkoop inzake inbreng).

De afzonderlijke waardering van het immaterieel vast actief zal dikwijls moeilijk zijn zodat deze bij de substantiële waarde niet steeds tot uitdrukking zal komen, doch wel bij de waarderingen op basis van het rendement.

2.2.3. Materiële vaste activa

Voor deze activa in het algemeen en voor onroerende goederen in het bijzonder geldt de opmerking dat de toepassing van het Belgische boekhoudrecht niet de voorstelling van de bedrijfseconomische waarde beoogt, maar enkel rekening houdt met historische aanschaffingswaarde en de regels inzake afschrijvingen, met de mogelijkheid tot herwaardering in bepaalde gevallen.

Daaruit volgt logischerwijze de noodzaak tot afzonderlijke waardebeoordeling voor deze activa. Principieel zal dit niet tot de bevoegdheid van de bedrijfsrevisor behoren en zal een deskundige schatting van zowel de venale als de gebruikswaarde aangewezen zijn.

Alhoewel het behoort tot het normale onderzoek van de jaarrekening, is het nuttig te wijzen op het belang van het onderzoek van diverse contracten met betrekking tot rechten zoals huur, opstal, erfpacht, leasing en dergelijke.

- contracten inzake financieringen;
- arbeidsovereenkomsten (sociaal passief);
- orderportefeuille (met oog voor eventuele boeteclausules en winstgevendheid van onderschreven orders).

Er bestaat een schril contrast tussen de boekhoudwetgeving en het advies van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen (Advies 3/2 in Bulletin CBN, nr. 21, januari 1988, p. 14-17), die de opname in de boekhouding van deze verbintensissen verplicht enerzijds en de praktijk anderzijds. Enkel uitzonderlijk worden door de onderneming de niet in de balans opgenomen rechten en verplichtingen bijgehouden en veel gepubliceerde jaarrekeningen bevatten op dit vlak onvolledigheden. Nochtans hebben ze vaak directe invloed op de waardering van sommige balansposten en uiteindelijk op de waarde van de onderneming.

Voor bepaalde bijzondere waarderingsgevallen zou de bedrijfsrevisor het nuttig kunnen oordelen om een vergelijking te maken met de toepassing van internationale normen zoals de International Financial Reporting Standards (IFRS).

2.2. Bijzondere aspecten van bepaalde balansposten

2.2.1. Vooraf

In verband met het boekhoudkundig onderzoek gelden bijzondere aspecten die volgen uit de opdracht, met name de waardebepaling van de onderneming. De opdracht verschilt, zoals reeds aangehaald, met dit voor het afleveren van een verklaring als commissaris.

Voor vele activa zal er een verschil zijn tussen waarde vanuit een bedrijfseconomisch standpunt en de boekwaarde. Men moet er zich voor hoeden niet tot een individuele waardering aan marktwaarde van elk balanselement op zich over te gaan. De delen afzonderlijk waarden leidt immers tot een liquidatiewaarde. Veelal zal de waarde van het geheel groter zijn dan de som van de afzonderlijke delen.

Tevens zal, zeker indien de opdracht kadert in een geschil waarbij een meningsverschil ontstaat tussen partijen, een risicoanalyse en een onderzoek naar positieve of negatieve latenties belangrijk zijn. Er dient eveneens aandacht te worden besteed aan mogelijke neveneffecten of onrechtstreekse gevolgen van een aandeelhouderswissel.

Hierna worden een aantal bijzonderheden weergegeven inzake de waardering van een onderneming, die bij de controle van de jaarrekening door de commissaris niet of niet steeds van belang zijn.

- commerciële positie ten opzichte van de concurrentie;
- competentie van de ondernemingsleiding en kader;
- commerciële waarde van het product of de dienst;
- technologische evolutie in de sector.

Meestal zal de bedrijfsrevisor moeilijkheden ondervinden om een oordeel te vellen met betrekking tot dergelijke aspecten van de onderneming. Hoe groter en complexer de onderneming, hoe noodzakelijker dat een onderzoek van deze verschillende elementen zal zijn. Uiteraard zal opnieuw één en ander in de opdracht moeten zijn beschreven en dient de bedrijfsrevisor desgevallend de toelating te krijgen om beroep te doen op deskundigen in andere vakgebieden. Het beroep doen op andere deskundigen zal geschieden in overeenstemming met de beroepsreglementering (art. 16 K.B. 10 januari 1994 en de Controleaanbeveling van 6 september 1996: Gebruikmaken van de werkzaamheden van deskundigen).

De bedrijfsrevisor zal in zijn verslag en de besluiten uitdrukkelijk vermelden in welke mate er is gesteund op het werk van andere deskundigen.

2. SUBSTANTIELE WAARDE

2.1. Algemeen

Voor de bepaling van de substantiële waarde is niet enkel de meest recente balans van activa en passiva doch ook het overzicht van de rechten en verplichtingen van de onderneming de basis.

Een onderzoek naar de "getrouwheid" van deze waarde zal hoofdzakelijk het volgende omvatten:

- juiste toepassing van het boekhoudrecht;
- waardering naar bedrijfseconomische normen (en niet exclusief fiscaal);
- ontdekken van niet uitgedrukte meer- of minderwaarden;
- bepaling van actieve of passieve belastinglatenties;
- voorzieningen voor eventuele risico's (b.v. hangende geschillen, aannemersaansprakelijkheid, andere solidaire aansprakelijkheden).

Hierbij kan niet genoeg de nadruk worden gelegd op het belang van een volledige opgave van de verbintenissen die de onderneming heeft aangegaan.

Voorbeelden hiervan zijn:

- termijncontracten inzake aan- of verkopen (hoeveelheden, prijzen);
- persoonlijke borgstellingen door de aandeelhouders en/of bestuurders;
- huur-, erfpacht-, opstalovereenkomsten;

voor de B.V.B.A. en art. 642 voor de N.V.) is er een duidelijke wil om de toekomst niet af te wachten en kan de stelling worden ingenomen dat de mogelijke toekomstige evolutie dan ook niet mag meespelen. Wanneer echter, in het tegenovergesteld geval, iemand wordt gedwongen om zijn aandelen te verkopen (artikel 334 W. Venn. voor de B.V.B.A. en art. 636 voor de N.V.), wordt hem de gevolgen van de toekomstige evolutie ontnomen en kan het verdedigbaar zijn om een mogelijke gunstige evolutie te laten meespelen in de berekeningen.

De bedrijfsrevisor zal na controle van de basiscijfers veelal tot aanpassing van deze gegevens overgaan. Dit behoort tot het domein van de professionele deskundigheid en moet ook steeds worden gemotiveerd.

Samen met de bepaling van de basiscijfers zal de bedrijfsrevisor zich tevens een oordeel hebben gevormd van de waarderingsmethoden en de erin vervatte hypothesen. De gemaakte keuzes worden tevens gemotiveerd.

In verband met de keuze van de methoden kan ook de liquidatiewaarde worden onderzocht. De procedures van uitsluiting en uittreding volgens het Wetboek van vennootschappen hebben onder meer tot doel om de liquidatie in geval van blijvend conflict te vermijden. Verder geldt de vaststelling dat een KMO een relatief korte levensduur heeft en de liquidatiewaarde wellicht minstens informatief kan worden vermeld, zeker wanneer deze door omstandigheden gevoelig zou afwijken van de andere waarden. De liquidatie is echter ook een toekomstverwachting.

1.5. Onderzoek naar andere dan boekhoudkundige aspecten

Het moet duidelijk zijn dat ter bepaling van de waarde van een onderneming, de financiële toestand van een onderneming slechts één aspect is.

Eén van de belangrijkste gegevens en zonet het belangrijkste, is het mogelijke toekomstige resultaat van de beoogde onderneming. Bijgevolg is alles wat dit resultaat toekomstig kan beïnvloeden van belang bij de waardebepaling.

Als voorbeelden kunnen worden aangehaald:

- allerlei vergunningen en conformiteit met de milieuwetgeving;
- sectorale regelingen;
- conformiteit met sociale en fiscale reglementeringen;
- diverse verbintenissen zoals huurovereenkomsten, arbeidsovereenkomsten, commerciële overeenkomsten;
- afhankelijkheid van externe factoren (natuurelementen, internationale economische evolutie);
- afhankelijkheid van personen (personeel, bestuurders);
- financiële structuur en afhankelijkheid van derden-borgstellers;

van een andere revisor) en het is evident dat dit de bedrijfsrevisor niet ontslaat van het onderzoek naar andere dan boekhoudkundige aspecten (cf. infra 1.5.).

De bedrijfsrevisor zal in zijn verslag en de besluiten uitdrukkelijk vermelden welke controles hij heeft uitgevoerd en in welke mate er desgevallend is gesteund op het werk van confraters.

1.4.2. Praktische aspecten van het uit te voeren onderzoek

Voorafgaandelijk dient een werkprogramma te worden opgesteld.

De eerste fase houdt een grondige kennismaking met het bedrijf in, met een bijzondere aandacht voor de financiële en boekhoudkundige documenten.

Na deze eerste fase dient de bedrijfsrevisor in een tweede fase wezenlijk toe te zien welke basiscijfers en welke waarderingsmethoden zullen worden gehanteerd bij het bepalen van de waarde van de onderneming. De genomen beslissing dien-aangaande wordt gemotiveerd. In geval van een aanstelling door de rechtbank of als arbiter kan hij, ten einde discussies achteraf te beperken, de gemaakte keuzes mededelen aan partijen en bij meningsverschil - indien toepasselijk - die aan de rechter voorleggen.

In een derde fase, wanneer de basiscijfers en waarderingsmethoden duidelijk zijn bepaald, kan verder onderzoek van de cijfers plaatsvinden (b.v. trends in de resultaten), gevolgd door de uitwerking van de formules.

De basiscijfers vloeien voort uit de beschikbare documenten waarop de bedrijfsrevisor na controle aanpassingen kan aanbrengen. De basisdocumenten betreffen enerzijds de balansen (substantiële waarde - cf. infra III.2.) en anderzijds resultatenrekeningen (rendementswaarde - cf. infra III.3.).

In verband met de balans, is het evident dat het de balans is op datum van waardering of, indien deze niet is bepaald, zo recent mogelijk.

In verband met de resultatenrekening en/of budgetten, is het van belang om te bepalen of voor het gebruik van de methoden op basis van rendement enkel de gekende resultaten tot datum van waardebepaling zullen worden gebruikt of eveneens de waarschijnlijke toekomstige evolutie. Uiteraard dient ook onderzoek te gebeuren om de waarschijnlijkheidsgraad van deze evolutie in te schatten.

In verband met de resultaten uit het verleden, moet de voorafgaandelijke studie uitwijzen welke cijfers aangewezen zijn voor de berekening (recentste of gemiddelden).

Wat betreft de mogelijke toekomstige evolutie kan worden verdedigd dat de aard van de juridische procedure mee bepalend is. Bij uittreding (artikel 340 W. Venn.

1.2. Confraterniteit

De bedrijfsrevisor dient de normale regels van de confraterniteit na te leven.

De bedrijfsrevisor zal bijzondere aandacht schenken aan rapporten van confraters of accountants die in het verleden zouden zijn gemaakt en die op één of andere manier over de waardering van de onderneming of de aandelen handelen. Het zou bijvoorbeeld kunnen zijn dat de aandelen die dienen gewaardeerd te worden voorheen het voorwerp zijn geweest van een verslag inzake inbreng in natura of quasi-inbreng, of dat de onderneming partij is geweest bij een fusie of splitsing. Hij zal in dit verband het juridische dossier onderzoeken en verklaringen van de partijen vragen. In voorkomend geval dienen de vroeger gemaakte rapporten te worden onderzocht en zal contact met de confrater dienen te worden overgewogen.

1.3. Beroepsgeheim

De commissaris die wordt gecontacteerd in het kader van de opdracht zoals hierboven bedoeld, dient uiteraard de regels van zijn beroepsgeheim na te leven.

1.4. Boekhoudkundig onderzoek

1.4.1. Principe en uitzonderingen

Gelet op de principes vermeld onder 1.1. moet ervan worden uitgegaan dat er steeds een boekhoudkundig onderzoek zal vereist zijn en dat de volkomen controle de regel is waarvan in de opdracht kan worden afgeweken.

De opdracht kan uitdrukkelijk voorzien dat de bedrijfsrevisor zich mag steunen op de voorgelegde boekhouding. In dergelijk geval zal de opdracht van de bedrijfsrevisor zich eerder beperken tot de keuze van de waarderingmethodes en de cijfermatige uitwerking ervan. Het kan dat de bedrijfsrevisor van oordeel is dat hij in ieder geval tot een beperkt onderzoek moet overgaan. Indien zulks niet tot de opdracht behoort, zal over de kosten van dergelijk onderzoek eerst duidelijkheid moeten worden bekomen.

Desgevallend kan een mogelijke gedeeltelijke vrijstelling van boekhoudkundig onderzoek bestaan wanneer de te waarden onderneming een andere bedrijfsrevisor of commissaris heeft aangewezen. In hoeverre op dit werk kan worden gesteund, zal afhangen van de opdracht van de confrater en de tijd die verstreken is tussen de datum waarop de waardebeoordeling dient te gebeuren en de toestand die laatst werd gecontroleerd.

De bedrijfsrevisor dient zich te gedragen naar de wettelijke bepalingen en normen die het beroep doen op het werk van een confrater regelen (art. 16 K.B. 10 januari 1994; Controleanbeveling van 4 maart 1988: Gebruik van de werkzaamheden

III. BIJZONDERHEDEN IN VERBAND MET HET BOEKHOUDKUNDIG ONDERZOEK

1. ALGEMENE BESCHOUWINGEN IN VERBAND MET DE DOOR DE BEDRIJFSREVISOR UIT TE VOEREN CONTROLEWERKZAAMHEDEN

1.1. Algemeen

Indien de revisor een uitspraak moet doen in verband met de waarde van een onderneming, geldt als principe dat hij dit slechts zal doen op grond van doelgericht en nauwgezet uitgevoerde controlewerkzaamheden (art. 15 K.B. 10 januari 1994 betreffende de plichten van de bedrijfsrevisoren). Met in achtnaam van de Algemene controlenormen zal de revisor, nadat hij heeft nagegaan of hij de opdracht kan aanvaarden, de opdracht bestuderen en een controleprogramma vastleggen. Een beperkte controle kan slechts mits uitdrukkelijke opdracht of akkoord van de partijen.

Voor zover de opdracht niet voortvloeit uit de wet (gedwongen verkoop van effecten, enz.) is het zeer belangrijk dat de opdracht duidelijk is omschreven en toelaat om de werkzaamheden te bepalen. In voorkomend geval zal de bedrijfsrevisor eerst zekerheid dienen te bekomen van de partijen of de rechtbank.

Anders dan bij een verklaring over de jaarrekening, als commissaris, geldt hier doorgaans niet dat de revisor enkel de naleving van het Wetboek van vennootschappen, de statuten en de boekhoudwetgeving moet controleren. De revisor zal er dus rekening mee dienen te houden dat een grondige studie van de onderneming, de sector en de toepasselijke reglementeringen vereist kan zijn.

De bedrijfsrevisor zal zich moeten hoeden voor verklaringen zonder enig voorbehoud, zonder evenwel een dergelijk voorbehoud toe te voegen dat de waarde of de draagwijdte van zijn uitspraak wordt tenietgedaan (art. 19 K.B. 10 januari 1994). In zoverre dat een waardering gebaseerd is op financiële staten die vooruitzichten inhouden, zal hij deze vooruitzichten niet certificeren. Hij kan zich altijd uitspreken over de methode die tot die vooruitzichten hebben geleid. Indien hij van oordeel is dat bepaalde hypothesen die aan de basis liggen van deze informatie kennelijk onredelijk of tegenstrijdig zijn met andere informatie die in het algemeen juist is, zal hij hieromtrent een voorbehoud maken (art. 20 K.B. 10 januari 1994). We kunnen hier ook nuttig verwijzen naar de "Bezinningsnota inzake de opdracht van de bedrijfsrevisor bij een "stock option"-plan" (IBR, Jaarverslag, 1999, p. 297-303).

- 3.5. In het kader van de wettelijke bepaling inzake inbreng in natura en quasi-inbreng in handelsvennootschappen, kan het eveneens voorkomen dat de bedrijfsrevisor zich dient uit te spreken over de methoden die werden gebruikt bij de waardering van in te brengen of over te dragen onderneming of aandelen van een vennootschap (zie onder meer artikel 444 W. Venn.).
- 3.6. Bij de opdracht in het kader van artikel 181 W. Venn. (voorstel tot ontbinding) is de doelstelling de aandeelhouders te informeren over "het netto-actief van de vennootschap in het perspectief van de realisatie". Dit betekent dat een bedrijfsrevisor of een accountant zich moet uitspreken over de substantiële waarde in discontinuïteit.

de opdracht en het verslag van de deskundige zullen daarom van groot belang zijn. Het verslag zal enerzijds omstandig en duidelijk weergeven welke aspecten al dan niet werden onderzocht door de bedrijfsrevisor of eventueel door andere deskundigen en anderzijds welke de draagwijdte is van de waardering.

3. IN HET KADER VAN EEN WETTELIJKE OPDRACHT

- 3.1. Verschillende wettelijke bepalingen houden voor de bedrijfsrevisor rechtstreeks of onrechtstreeks een opdracht tot waardebeoordeling van een onderneming in.
- 3.2. In het kader van de gedwongen verkoop van effecten voorzien bij artikel 513 W. Venn. bepaalt artikel 213 van het K.B. van 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen dat bij het schriftelijk en omslachtig verslag van de bieder een schriftelijk verslag van een bedrijfsrevisor¹ of "extern accountant" dient te worden gevoegd.

In dit verslag moet de bedrijfsrevisor of extern accountant zich uitspreken, ten aanzien van de gebruikelijk gehanteerde waarderingscriteria, van de door de bieder gebruikte waarderingsmethode(s) om de vennootschap te waarderen en de prijs te rechtvaardigen. Hij moet tevens vermelden of hij van oordeel is dat de prijs de belangen van de eigenaars van effecten veilig stelt.

- 3.3. Artikel 43, § 4 van de wet van 26 maart 1999 betreffende het Belgische actieplan voor de werkgelegenheid 1998 en houdende diverse bepalingen, bepaalt dat voor niet genoteerde aandelen de "werkelijke waarde" wordt bepaald door de persoon die de optie aanbiedt, op eensluidend advies van een bedrijfsrevisor of een accountant door de vennootschap aangewezen.
- 3.4. In het kader van herstructurering van vennootschappen (W. Venn., boek XI.) wordt bepaald dat de bedrijfsrevisor of accountant zich uitsprekt over de redelijkheid van de bij fusie of splitsing voorgestelde ruilverhouding. Daarbij moet worden aangegeven volgens welke methoden deze ruilverhouding is vastgesteld, of deze methoden passend zijn, tot welke waardering elke methode leidt en welk betrekkelijk gewicht er aan deze methoden wordt gehecht (zie onder meer artikel 695 W. Venn.).

¹ Over de vraag of de bedrijfsrevisor ook de commissaris kan zijn, zie: Commissie voor het Bank- en Financieuzen, Circulaire D2/F/2000/5 van 19 december 2000: Begrip "onafhankelijk expert" in het kader van een uitkoopbod, alsook IBR, Jaarverslag, 2000, p. 142-143 en IBR, Jaarverslag, 2001, p. 128-129.

II. ALGEMENE BESCHOUWINGEN IN VERBAND MET DE TUSSENKOMST VAN EEN BEDRIJFSREVISOR BIJ DE WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING

1. ALS RAADGEVER VAN EEN CONTRACTERENDE PARTIJ

Iemand die zich aanbiedt als koper of verkoper van een onderneming, dient objectief en deskundig geïnformeerd te zijn. De waardebepaling van een deskundige is een richtinggevende benadering die wordt bekomen door gebruik van objectieve methoden en algemeen aanvaarde en gepaste waarderingsregels. Het is met deze informatie en met zijn eigen inzichten over de onderneming en haar mogelijkheden dat de potentiële koper zijn bod moet bepalen en de kandidaat-verkoper zijn vraagprijs zal vaststellen.

Het is niet alleen informatie van boekhoudkundige en financiële aard maar tevens informatie van juridische, technische en commerciële aard die de partijen aanbelangt.

Als raadgever van een enkele partij is de bedrijfsrevisor uiteraard niet gehouden tot het waken over de belangen van andere partijen, ofschoon hij zijn professionele deontologie steeds moet respecteren. Het is aan te bevelen om duidelijk aan te geven of en in welke mate de onderliggende gegevens zijn gecontroleerd. De gebruikte waarderingsmethoden dienen uiteraard algemeen aanvaard en in casu relevant te zijn.

2. ALS DESKUNDIGE AANGESTELD DOOR DE RECHTBANK OF ALS ARBITER

Wanneer de bedrijfsrevisor is aangesteld als arbiter of als deskundige door de rechtbank, is zijn taak veel deliquer. Het spreekt voor zich dat de rechter de opdracht formuleert en daarbij alles kan bepalen waar de deskundige zich aan dient te houden. In de mate dat de rechter dit niet doet, dient de deskundige zelf een aantal keuzes te maken. De keuze van een aantal variabelen bij een waarderingsopdracht is bepalend voor het resultaat. Het is derhalve aan te bevelen om met betrekking tot een waarderingsopdracht in fasen te werken (zie III. 1.4.2. en het voorbeeld van een verslag in bijlage).

Gezien de complexiteit van een waardering, zal het mogelijk zijn dat verschillende deskundigen verschillende waarderingsopdrachten of het ongelijk van een deskundige trachten aan te tonen of zelfs kunnen bewijzen door informatie waarover deze deskundige om één of andere reden niet beschikte. De formulering van

In geval van tussenkomst van een bedrijfsrevisor bij de waardering van ondernemingen, zal de omschrijving van de opdracht bepalend zijn om te beoordelen of de bedrijfsrevisor ook belast is met een controle-opdracht. Wij verwijzen in dit verband naar de principes die verder zijn uiteengezet onder III. 1.

participatie zal niet noodzakelijk worden bekomen door het aandelenpercentage toe te passen op de totaalwaarde. De impact van de grootte van een participatie op de waarde ervan is niet eenvoudig te herleiden tot het toepassen van een min- of meerwaarde bij respectievelijk een minderheids- of meerderheidspakket. Tal van andere factoren (o.a. wettelijke en statutaire bepalingen) kunnen hierop een invloed uitoefenen.

Het is mogelijk dat statutaire bepalingen aangaande de waardering van de aandelen bestaan. Voor partijen kan dit juridisch van belang zijn, doch het is op zich geen bedrijfseconomisch aspect van de waardering.

De waardering van een onderneming kan gebeuren op basis van verschillende formules. Al deze formules kunnen worden ondergebracht in vier grote groepen van waarderingsmethoden: (1) de substantiële waarde, (2) de rendementswaarde, (3) de gemengde methoden en (4) de empirische methoden (cf. infra IV.).

3. DE PRIJS VAN EEN ONDERNEMING

Er dient een duidelijk onderscheid te worden gemaakt tussen de waarde en de prijs van een onderneming.

De waarde van een onderneming wordt objectief bepaald uitgaande van een aantal gegevens. In een perfecte marktsituatie, zou de waarde gelijk zijn aan de prijs die een normaal geïnteresseerde koper bereid is te betalen.

In werkelijkheid zijn er evenwel vele factoren waarom waarde en prijs niet gelijk zullen zijn. Zo zal de prijsvorming worden beïnvloed door de marktsituatie (veel of weinig kopers of verkopers), de overredingskracht van partijen gedurende het onderhandelingsproces, enz.

De vastgestelde prijs zal dus slechts zelden de werkelijke waarde van de onderneming weergeven. Veeleer zal een waardebepaling de richting of nog een marge aangeven waarbinnen een normale koper en verkoper zich kunnen vinden.

4. BEGRIPPEN - DEFINITIES

Bij waarderungen worden begrippen gehanteerd die niet wettelijk zijn gedefinieerd. Voorzichtigheidshalve hernoemen wij hierna de begrippen die in de onderhavige studie worden gehanteerd en in de vakliteratuur niet noodzakelijk steeds dezelfde inhoud hebben:

- Substantiële waarde: cf. infra IV. 1.;
- Rendementswaarde: cf. infra IV. 2.

I. INLEIDENDE BESCHOUWINGEN MET BETREKKING TOT WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING

1. DE ONDERNEMING

In het verslag aan de Koning bij het koninklijk besluit van 8 oktober 1976 m.b.t. de jaarrekening van de ondernemingen (opgeheven door artikel 220, 1° van het K.B. van 30 januari 2001 tot uitvoering van het Wetboek van vennootschappen) werd het begrip "onderneming" als volgt nader omschreven:

"Wezenlijk is zij een dynamisch en duurzaam georganiseerd geheel van mensen, van technische middelen en van kapitalen, ingericht met het oog op het voeren van een economische activiteit die moet leiden tot het totstandbrengen van een brutoproduct, dat toelaat aan allen die tot deze realisatie van dit produkt hebben bijgedragen, bruto- of netto-inkomsten toe te kennen".

Een onderneming kan de vorm aannemen van een éénmanszaak, een vennootschap, een tak van werkzaamheid, een feitelijke vereniging, enz.

Er kan eveneens verwezen worden naar de definitie van een bedrijfstak in artikel 680 W. Venn.

2. DE WAARDE VAN EEN ONDERNEMING

De waarde van een onderneming is geen vaststaand gegeven. Ze is zeer moeilijk bepaalbaar, en vooral voor iemand, vreemd aan de onderneming. Bovendien kan voor iedere persoon een onderneming een verschillende waarde hebben, bijvoorbeeld omwille van mogelijkheden tot synergie (zie ook K. GEENS, Juridische actualiteit omtrent de KMO, Leuven, Jura Falconis (ed.), 1996, p. 13).

Een onderneming kopen, hetzij rechtstreeks, hetzij onrechtstreeks via aandelen, is investeren in een complex geheel. De complexiteit is normalerwijze kleiner naarmate de onderneming, haar ingezette middelen en haar verrichtingen geringer zijn.

De kleinere ondernemingen zijn echter des te moeilijker te waarderen omdat zij dikwijls worden bestuurd door slechts één persoon. Het is typisch dat het succes en bijgevolg ook de waarde van dergelijke ondernemingen veelal sterk afhankelijk zijn van de capaciteiten van de bedrijfsleider.

Men bepaalt doorgaans de totale waarde van een onderneming, waarbij dit voor een vennootschap gelijk is aan de waarde van alle aandelen. De waarde van een

VOORWOORD

De IBR werkgroep, samengesteld uit de confraters J.-M. BOES, B. CLAEYS, M. GRIGNARD, T. LEJUSTE, L. OSTYN, onder voorzitterschap van L. DE PUYSELEYR, heeft zich gebogen over de problematiek van de tussenkomst van de bedrijfsrevisor in geval van waardering van ondernemingen.

De gevolgde methode bestond erin de materie te benaderen volgens het technisch, juridisch en economisch aspect.

Deze brochure publiceert de werkzaamheden met betrekking tot de economische benadering van de waardering van ondernemingen. Ik wens u veel leesgenot.

Ik ben ervan overtuigd dat u hierin veel geschikte inlichtingen zal vinden om u wegwijs te maken in deze complexe materie.

Ten slotte wens ik, in naam van de Raad, de leden van de werkgroep te bedanken die tijd hebben vrijgemaakt en bereid waren hun kennis van de materie met ons te delen.

L. SWOLFS
Voorzitter

IV. ANALYSE VAN DE MEEST VOORKOMENDE WAARDERINGSMETHODEN	28
1. Substantiële waarde.....	28
2. Rendementswaarde	30
2.1. De factor opbrengst	30
2.2. De factor rente	31
3. Gemengde methoden	33
4. Empirische methoden	34
BESLUIT	36
BIBLIOGRAFIE	37
Bijlage: Minimuminhoud van een verslag (voorbeeld)	39
1. Opdracht	39
2. Identificatie van de betrokken vennootschap	39
3. Reikwijdte van de controlewerkzaamheden en de conclusies daaruit.....	40
4. Gegrondheid van de toegepaste waarderingsmethoden	40
5. Bijkomende elementen voor het verslag in het kader van gedwongen verkoop van effecten (art. 513 W. Venn. en art. 213 K.B. 30 januari 2001).....	41
6. Besluiten	42

INHOUDSTAFEL

Voorwoord	5
I. INLEIDENDE BESCHOUWINGEN MET BETREKKING TOT WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING	7
1. De onderneming.....	7
2. De waarde van een onderneming.....	7
3. De prijs van een onderneming	8
4. Begrippen – definities	8
II. ALGMENE BESCHOUWINGEN IN VERBAND MET DE TUSSENKOMST VAN EEN BEDRIJFSREVISOR BIJ DE WAARDEBEPALING VAN EEN ONDERNEMING	10
1. Als raadgever van een contracterende partij.....	10
2. Als deskundige aangesteld door de rechtbank of als arbiter.....	10
3. In het kader van een wettelijke opdracht.....	11
III. BIJZONDERHEDEN IN VERBAND MET HET BOEKHOUDKUNDIG ONDERZOEK	13
1. Algemene beschouwingen in verband met de door de bedrijfsrevisor uit te voeren controlewerkzaamheden	13
1.1. Algemeen	13
1.2. Confraterniteit.....	14
1.3. Beroepsgeheim	14
1.4. Boekhoudkundig onderzoek	14
1.5. Onderzoek naar andere dan boekhoudkundige aspecten	16
2. Substantiële waarde.....	17
2.1. Algemeen	17
2.2. Bijzondere aspecten van bepaalde balansposten	18
2.3. Fiscale aspecten	22
2.4. Milieutechnische aspecten.....	23
2.5. Het consortium.....	23
3. Rendementswaarde	23
3.1. Algemeen	23
3.2. Bijzondere aspecten van bepaalde resultatenrekeningposten	25

Verantwoordelijke uitgever: David Szafran
Arenbergstraat 13, 1000 Brussel
Tel. (02) 512 51 36

D/2003/0817/197

Niets van deze uitgave, zelfs gedeeltelijk, mag openbaar gemaakt worden, gereproduceerd worden, vertaald of aangepast, onder enige vorm ook, hierin begrepen fotokopie, microfilm, bandopname of plaat, of opgeslagen worden in geautomatiseerd gegevensbestand behoudens uitdrukkelijke en voorafgaande toestemming van de uitgever.

Studies IBR

CONTROLE /2003

1

IBR WERKGROEP DE TUSSENKOMST VAN DE BEDRIJFSREVISOR IN HET KADER VAN EEN WAARDERING VAN EEN ONDERNEMING

 Instituut der Bedrijfsrevisoren

Controle /2003 Waardering van een onderneming