

en synergie) mee, maar ook de nadelen. De kapitaalkosten en de vaak te hoge overnamepremie die per slot van rekening door de investeerders betaald is, neemt de EVA wel mee.

De overname van uitzender Vedioor door het grotere Randstad eind 2007 kan dienen als een schoolvoorbeeld. Beleggers stonden al niet te juichen bij de mededeling dat de EVA van de overname pas na drie jaar positief zou zijn. Maar vorig jaar liet Randstad-topman Noteboom optekenen dat "de toegevoegde waarde van Vedioor nog altijd negatief is en dat dit op korte termijn niet anders zal worden". Voor aanhangers van EVA een geval van pure waardevernietiging.

Bij de verkoop van een overname verleiden topmannen beleggers vaak met een statement als "De overname zal direct bijdragen aan de winst". Maar dit betekent niet dat de samenvoeging ook waarde creëert.

Als de overname met uitgifte van aandelen betaald wordt in plaats van met schuld, is dit niet vreemd omdat het ouderwetse winstbegrip de kapitaalkosten van aandelen eenvoudigweg niet meeneemt. Aandeelhouders eisen een hogere vergoeding omdat zij in het geval van een faillissement achter in de rij staan.

EVA HOLT UIT

In de jaren negentig bereikte het EVA-denken het hoogtepunt, maar in het laatste decennium is de belangstelling afgenomen. Critici zijn van mening dat te veel rekening houden met kapitaalkosten kortetermijndenken kan stimuleren.

Zo is de makkelijkste manier om de EVA op te krikken niet de winst te laten groeien, maar simpelweg niet te investeren. Een onderneming die een emissie doet om investeringen te financieren ziet het geïnvesteerde kapitaal oplopen, en dus ook de totale kapitaalkosten. Op korte termijn zal dit betekenen dat de EVA optaters krijgt.

Sceptici noemen dit de EVA-val. De EVA ziet er vijf jaar lang mooi uit, maar in het zesde jaar stort deze als een plumpudding in elkaar vanwege broodnodige investeringen om de uitgeholde onderneming weer boven Jan te krijgen.

NUT EN NOODZAAK

De bijna een eeuw oude theorie achter de EVA is even eenvoudig als briljant. Pas als de aandeelhouder een vergoeding heeft gehad voor het beschikbaar stellen van zijn kapitaal voegt een bedrijf waarde toe. Het impliceert dat bedrijven met een magere winstgevendheid ten opzichte van het geïnvesteerde kapitaal mogelijk aandeelhouderswaarde vernietigen. Ook is de maatstaf handig om te beoordelen of en hoe snel een acquisitie waarde creëert voor de overnemende partij.

Maar de EVA is geen antwoord op alle vragen. Er zijn vaak arbitraire aanpassingen nodig om het cijfer te berekenen. Misschien erger is dat het 'EVA-denken' investeringen kan ontmoedigen waardoor de verdien capaciteit van een onderneming op langere termijn wordt uitgehold. Dat heeft niets met toegevoegde waarde te maken.

AkzoNobel



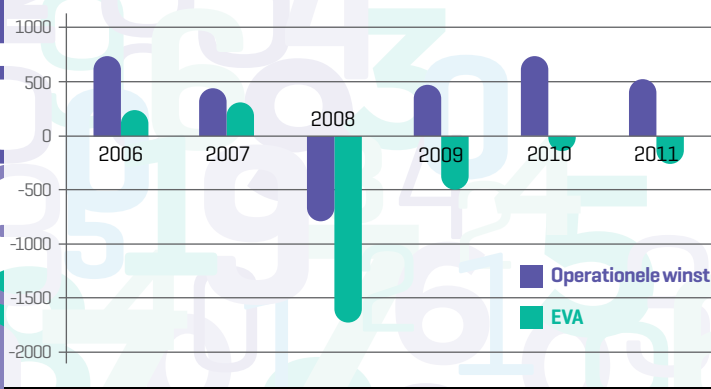
HOE WERKT EVA? DE CASUS AKZONOBEL

De EVA-formule is vrij eenvoudig: $EVA = \text{Economische winst} - (\text{geïnvesteerd kapitaal} \times \text{kapitaalkosten})$ AkzoNobel geeft in haar jaarverslag een negatieve EVA van 251 miljoen euro over 2011, maar laat niet weten hoe deze is berekend. Laten we de rekenmachine erbij pakken. De operationele winst minus belastingen bedraagt 1,049 miljard euro. Deze winst is gerealiseerd met behulp van een pot met geïnvesteerd kapitaal ter grootte van 13,7 miljard euro. AkzoNobel geeft in haar eigen jaarverslag aan dat de kapitaalkosten 9,7 procent bedragen.

Het sommetje wordt dan:
 $-280,6 \text{ miljoen euro} = 1,049 \text{ miljard euro} - (13,7 \text{ miljard euro} \times 9,7 \text{ procent})$

Het berekende EVA-verlies van ongeveer 280 miljoen euro komt aardig in de buurt van het verlies van 251 miljoen euro dat AkzoNobel zelf in haar jaarverslag geeft. Het sommetje laat zien dat AkzoNobel er jarenlang niet in slaagt om 'economische waarde' te creëren.

AkzoNobel: Winst positief, EVA negatief



**SIMPELWEG
NIET INVESTEREN
IS DE MAKKELIJKSTE
MANIER OM DE EVA
OP TE KRIKKEN**